



INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

Julio de 2010



INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

Julio de 2010

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

ISSN - 1657 - 799X

CONTENIDO

Introducción	11
I. La recuperación económica y la crisis de deuda pública en Europa	15
A. La recuperación de los Estados Unidos	16
B. La recuperación de las economías emergentes	20
C. La crisis de la deuda pública en Europa	25
II. La economía colombiana: resultados y perspectivas para el año 2010	31
A. Actividad económica	31
B. Mercado laboral	40
C. Inflación	46
D. Política monetaria, tasas de interés y sector financiero	51
E. Sector externo	65
F. Política fiscal	83
G. Comportamiento de la economía regional en Colombia	90
Recuadro 1: El sector minero-energético en la economía colombiana	105
Recuadro 2: Exportaciones de Colombia a Venezuela y alternativas de sustitución	111
Recuadro 3: Comportamiento reciente de las remesas de trabajadores	118
Recuadro 4: Flujos de inversión extranjera directa bruta en Colombia	122
III. Reservas internacionales	125
A. Composición de las reservas internacionales y políticas de administración	126
B. Desempeño de las inversiones	131
C. Estado de las reclamaciones de los eventos crediticios de 2008	132
Recuadro 5: Renovación de la línea de crédito flexible del FMI	134
IV. Situación financiera del Banco de la República	136
A. Resultados a junio de 2010	136
B. Estructura financiera del Banco de la República	139
C. Proyección de ingresos y gastos para el año 2010	142

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Contribución al crecimiento del PIB en los Estados Unidos	17
Gráfico 2	Inventarios en los Estados Unidos	17
Gráfico 3	Ventas de vehículos en los Estados Unidos	17
Gráfico 4	Crecimiento de las exportaciones e importaciones reales en los Estados Unidos	18
Gráfico 5	Tasas de desempleo y despidos en los Estados Unidos	18
Gráfico 6	Duración del desempleo en los Estados Unidos	18
Gráfico 7	Crédito real de consumo en los Estados Unidos	19
Gráfico 8	Crédito real de finca raíz en los Estados Unidos	19
Gráfico 9	Índices accionarios en los Estados Unidos	19
Gráfico 10	Inflación de los Estados Unidos	20
Gráfico 11	Cambio en el balance fiscal: 2010 vs. 2007-2008	20
Gráfico 12	Cambio en la tasa de interés: 2010 vs. 2007-2008	20
Gráfico 13	<i>Credit default swap</i> (CDS) a 5 años en Latinoamérica	21
Gráfico 14	<i>Credit default swap</i> (CDS) a 5 años en Asia	21
Gráfico 15	Crédito total en China	21
Gráfico 16	PIB emergentes de América Latina, Asia y Europa del Este	22
Gráfico 17	Ventas al por menor en Latinoamérica	22
Gráfico 18	Exportaciones nominales totales en Latinoamérica	22
Gráfico 19	Comportamiento de cada moneda con respecto al dólar	22
Gráfico 20	Índices accionarios de algunos países de Latinoamérica	23
Gráfico 21	Índices accionarios de algunos países de Asia emergente	23
Gráfico 22	Crecimiento del PIB en países desarrollados de Europa	25
Gráfico 23	Crecimiento del PIB de otros países de la zona del euro	25
Gráfico 24	Participación en el PIB de la zona del euro, 2009	26
Gráfico 25	Participación en las exportaciones de Alemania, 2009	26
Gráfico 26	Comportamiento del euro	26
Gráfico 27	<i>Credit default swap</i> (CDS) a 5 años en Europa	27
Gráfico 28	Diferencial de la deuda soberana de 10 años con Alemania	27
Gráfico 29	Tasas de interés de largo plazo en economías desarrolladas	27
Gráfico 30	Índices accionarios de algunos países de Europa	27
Gráfico 31	Indicadores de volatilidad de las economías desarrolladas	27
Gráfico 32	Producto interno bruto (PIB)	31
Gráfico 33	Variación absoluta anual de la tasa global de participación y de la tasa de ocupación	41
Gráfico 34	Tasa de desempleo, según áreas	41
Gráfico 35	Tasa de desempleo (TD)	41
Gráfico 36	Tasa de desempleo de los jefes de hogar	42
Gráfico 37	Tasa de subempleo de jefes de hogar frente a la tasa global de participación de agentes distintos al jefe de hogar	42
Gráfico 38	A. Ocupados total nacional B. Ocupados 13 áreas	43 43
Gráfico 39	Ocupados por tipo de empleo	43
Gráfico 40	Proporción de ocupados según acceso a seguridad social	44
Gráfico 41	A. Salarios reales B. Variación anual de los salarios reales	44 44
Gráfico 42	Variación absoluta anual de ocupados	44

Gráfico 43	Variación absoluta anual de inactivos	44
Gráfico 44	Consumo de los hogares e indicador de Fedesarrollo	45
Gráfico 45	Asalariados como proporción de la población total e ICC	45
Gráfico 46	Porcentaje de desocupados buscando trabajo por más de 26 semanas	45
Gráfico 47	Inflación anual al consumidor	46
Gráfico 48	Indicadores de inflación básica anual	47
Gráfico 49	Inflación anual de transables y no transables sin alimentos ni regulados	47
Gráfico 50	Inflación anual de no transables sin alimentos ni regulados	47
Gráfico 51	Inflación anual de regulados y por componentes	48
Gráfico 52	Inflación anual de alimentos	48
Gráfico 53	IPP total	49
Gráfico 54	Pronóstico de inflación anual según bancos y comisionistas de bolsa	49
Gráfico 55	Tasa de interés de intervención del Banco de la República y tasa de interés interbancaria (TIB)	52
Gráfico 56	Tasas de interés pasivas y tasa de intervención del Banco de la República	53
Gráfico 57	Tasas de interés nominales de créditos y de intervención del Banco de la República	54
Gráfico 58	A. Tasas de interés nominales de créditos de consumo y de intervención del Banco de la República B. Tasas de interés nominales de tarjetas de crédito y de intervención del Banco de la República	54 54
Gráfico 59	A. Tasas de interés nominales de créditos de vivienda y de intervención del Banco de la República B. Tasas de interés nominales de microcréditos y de intervención del Banco de la República	55 55
Gráfico 60	Tasa de intervención y tasas cero cupón de TES en pesos	55
Gráfico 61	Base monetaria real	59
Gráfico 62	Agregado amplio M3 real	61
Gráfico 63	Participación de las inversiones y de la cartera en el total de los activos de los establecimientos de crédito	62
Gráfico 64	Crecimiento real anual de la cartera bruta de los establecimientos de crédito	63
Gráfico 65	Profundización financiera (cartera/PIB)	63
Gráfico 66	Crecimiento real anual de la cartera riesgosa	63
Gráfico 67	Calidad de cartera por tipo de crédito	63
Gráfico 68	Indicador de cubrimiento	64
Gráfico 69	Tasa de cambio e índice de volatilidad (VIX)	
Gráfico 70	Índices de tasas de cambio nominales de países latinoamericanos	66
Gráfico 71	A. Valor de las exportaciones mineras e índice de términos de intercambio B. Índice de las tasas de cambio de Latinoamérica (LACI) e índice de precios de materias primas (CRB)	68 68
Gráfico 72	ITCR (IPP) frente a sus promedios históricos	70
Gráfico 73	ITCR (IPC) frente a sus promedios históricos	70
Gráfico 74	Índices de tasa de cambio real	71
Gráfico 75	Comportamiento de los precios relativos	71
Gráfico 76	Diferencial de productividad en la industria vs. ITCR bilateral	72

Gráfico 77	Tasas de cambio real multilaterales de cada moneda frente a sus principales competidores y socios comerciales	72
Gráfico 78	Reservas internacionales / PIB	82
Gráfico 79	A. Reservas internacionales / M3	82
	B. Reservas internacionales como meses de importaciones de bienes	82
Gráfico 80	A. Reservas internacionales /servicio de deuda	82
	B. Reservas internacionales /amortizaciones	82
	C. Reservas internacionales / (déficit de cuenta corriente + amortizaciones)	82
Gráfico 81	Distribución porcentual del inventario bovino por regiones en 2009	94
Gráfico 82	Crecimiento de la producción industrial por departamentos, diciembre de 2009	95
Gráfico 83	Balance regional de las ventas reales vs. crecimiento nacional	95
Gráfico 84	Crecimiento anual de la cartera de consumo por regiones	97
Gráfico 85	Producción de petróleo por regiones	98
Gráfico 86	Población ocupada en el sector de la construcción por ciudades y área metropolitana	99
Gráfico 87	Importaciones por regiones, 2003-2009	102
Gráfico 88	Composición de las reservas internacionales al 30 de junio de 2010	126
Gráfico 89	Distribución del portafolio de inversión por sector	127
Gráfico 90	Distribución del portafolio de inversión por calificación crediticia	128
Gráfico 91	Composición cambiaria del portafolio de inversión	128

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Pronósticos del PIB	16
Cuadro 2	Tenencia de activos griegos y del sur de Europa por parte de los bancos	28
Cuadro 3	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	36
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	37
Cuadro 5	Fuentes de la base monetaria, variación trimestral	57
Cuadro 6	Principales cuentas del balance de los establecimientos de crédito	60
Cuadro 7	Oferta monetaria ampliada: M3 público y privado	61
Cuadro 8	Cartera bruta del sistema financiero	62
Cuadro 9	Variación porcentual de la tasa de cambio nominal: moneda extranjera frente al dólar	66
Cuadro 10	Balanza cambiaria	69
Cuadro 11	Tasa de cambio real bilateral: peso colombiano frente a las monedas extranjeras	70
Cuadro 12	Balanza de pagos de Colombia	74
Cuadro 13	Balanza de pagos de Colombia Cuenta de capital y financiera	77
Cuadro 14	Proyección de la balanza de pagos de Colombia	80
Cuadro 15	Indicadores de las reservas internacionales de Colombia	81
Cuadro 16	Sector público consolidado Balance fiscal, 2009 y 2010	84
Cuadro 17	Gobierno nacional central Balance fiscal, 2009 y 2010	86
Cuadro 18	Distribución porcentual del PIB (2007) colombiano por regiones y actividades económicas agregadas	91
Cuadro 19	Producción agrícola por regiones de Colombia	93
Cuadro 20	Venta de vehículos por regiones	96
Cuadro 21	Arribo de pasajeros nacionales e internacionales por vía aérea, por regiones	98
Cuadro 22	Área (m ²) licenciada para construcción por regiones	99
Cuadro 23	Crecimiento anual de la cartera neta por tipo y región	100
Cuadro 24	Exportaciones por regiones sin principales productos	101
Cuadro 25	Importaciones por regiones	101
Cuadro 26	Inflación anual por ciudad	103
Cuadro 27	Tasa de desempleo 2002-2009, trece principales ciudades y sus áreas metropolitanas	104
Cuadro 28	Composición del índice de referencia del tramo de inversión	129
Cuadro 29	Programa de administración externa del portafolio	131
Cuadro 30	Rentabilidad de las reservas internacionales	132
Cuadro 31	Pérdidas y ganancias del Banco de la República	137
Cuadro 32	Balance del Banco de la República clasificado por criterio económico	141
Cuadro 33	Proyección de pérdidas y ganancias del Banco de la República, 2010	143

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
César Vallejo Mejía
Juan Pablo Zárate Perdomo

Gerente General

José Darío Uribe Escobar

Bogotá, agosto 3 de 2010

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 en lo corrido de 2010. 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 2010.

Con un atento saludo,



José Darío Uribe Escobar
Gerente General

INTRODUCCIÓN

Durante el primer trimestre de 2010 la economía mundial alcanzó una tasa de crecimiento anualizada superior al 5%, mostrando con ello una respuesta importante a los estímulos fiscales y monetarios suministrados en 2008 y 2009. El robusto crecimiento de Asia ha liderado dicha dinámica, principalmente gracias al desempeño de China e India.

En este contexto de recuperación mundial, la economía colombiana con un crecimiento anual de 4,4% en el primer trimestre de 2010 fue, junto con Brasil y Perú, uno de los países de mayor crecimiento de América Latina.

La recuperación de la economía mundial ha sido, sin embargo, desigual entre regiones.

Durante el primer trimestre de 2010 la economía mundial alcanzó una tasa de crecimiento anualizada superior al 5%, mostrando con ello una respuesta importante a los estímulos fiscales y monetarios suministrados en 2008 y 2009. Por tratarse de un resultado mejor al esperado, el Fondo Monetario Internacional (FMI) revisó al alza en 0,4 puntos porcentuales (pp) su proyección de crecimiento para 2010, situándola en 4,6%, y mantuvo inalterada la de 2011 en 4,3%. Los indicadores globales de actividad real continuaron recuperándose en abril y mayo, con aumentos elevados en la producción industrial y en el comercio mundial, lo que en principio confirma las mejores perspectivas para el presente año, a pesar de los problemas que aún subsisten en muchos países.

Las economías de la zona del euro continuaron mostrando una recuperación lenta y desigual.

La recuperación de la economía mundial ha sido, sin embargo, desigual entre regiones. El robusto crecimiento de Asia ha liderado dicha dinámica, principalmente gracias al desempeño de China e India, cuyas tasas de crecimiento anual fueron de 11,9% y 8,6% durante el primer trimestre de 2010, respectivamente. Entre las economías emergentes distintas de Asia, se destaca la fuerte recuperación de varios países de América Latina, como Brasil, con un crecimiento anual en el primer trimestre de 8,9%, Perú de 6% y Colombia de 4,4%. Por su parte, dentro de los países desarrollados la economía estadounidense, que logró un crecimiento trimestral anualizado de 5,6% en el último trimestre de 2009, obtuvo uno menor en el primero de 2010 (2,7%), en línea con las expectativas de una recuperación sostenida, pero moderada. Finalmente, las economías de la zona del euro continuaron mostrando una recuperación lenta y desigual, que apunta a un crecimiento promedio de alrededor de 1% en 2010.

El crecimiento de la economía colombiana durante el primer trimestre de 2010 fue superior al esperado por los analistas y por el Banco de la República.

Esta sorpresa positiva estuvo liderada por el comportamiento de la formación bruta de capital fijo, la cual creció 8%.

Cabe destacar el dinamismo del sector de minas y canteras, con un crecimiento anual de 13,2%, así como el de la construcción, que creció 15,9% en el primer trimestre del año.

Este ambiente inicial de recuperación de la economía mundial ha estado ensombrecido por la turbulencia financiera que se ha producido a raíz de la preocupación de los mercados con respecto a la sostenibilidad fiscal de algunas economías europeas, así como a la efectividad de las respuestas de política para enfrentar esta situación. Esta incertidumbre estuvo motivada por los problemas de Grecia para cubrir su deuda pública, y por los temores de contagio a otras economías vulnerables de la zona del euro como Portugal, Italia, Irlanda y España. La pérdida de confianza en la deuda soberana de algunos países de Europa se reflejó en el incremento de sus primas de riesgo y en la caída del valor del euro. Esta situación tuvo un impacto negativo sobre los índices bursátiles y sobre el precio de los productos básicos, hasta el punto de llegar a generar dudas sobre la fortaleza de la recuperación de la economía mundial.

Si bien sigue siendo incierto el efecto potencial que esta tensión financiera en Europa pudiera llegar a tener sobre la economía global, lo que hasta la fecha se ha observado es que el contagio hacia otras regiones del mundo ha sido limitado, y que, excepto por sobresaltos temporales, han continuado los flujos de capital hacia las economías emergentes. En tales condiciones, aún reconociendo los riesgos de un escenario de turbulencia ante deterioros financieros adicionales, el FMI no modificó su estimativo de crecimiento para 2011, tal como se anotó. No obstante, mucho de esto depende del éxito del nuevo mecanismo europeo de estabilización, creado con el propósito de preservar la estabilidad financiera, así como de la efectiva coordinación de las políticas dirigidas a reconstruir la confianza en el sistema bancario.

En este contexto de recuperación mundial, la economía colombiana, con un crecimiento anual de 4,4% en el primer trimestre de 2010, fue junto con Brasil y Perú uno de los países de mayor crecimiento de América Latina. Este resultado fue superior al esperado por los analistas y por el Banco de la República, debido tanto a cambios metodológicos como a un desempeño mejor que el previsto. Desde el punto de vista de la demanda, esta sorpresa positiva estuvo liderada por el comportamiento de la formación bruta de capital fijo, la cual creció 8% (la cifra más alta desde 2007). El consumo del Gobierno, con un incremento de 6,1%, fue otro factor importante de estímulo a la demanda interna. Finalmente, aunque aún en proceso de recuperación, el aumento del consumo de los hogares de 3,5% en el primer trimestre del año se compara favorablemente con el pobre desempeño de este rubro en 2009 (1,1%). La tendencia de mejoría observada en la confianza del consumidor permite esperar que el consumo de los hogares siga fortaleciéndose.

En cuanto a las diferentes ramas de actividad, cabe destacar el dinamismo del sector de minas y canteras, con un crecimiento anual de 13,2%, así como el de la construcción, que creció 15,9% en el primer trimestre del año. Al igual que en 2009, este último sector continúa siendo liderado por las obras civiles, rubro que en el primer trimestre aumentó 37,5%. Por su parte, la industria manufacturera tuvo un incremento de 3,9% en el mismo período, desempeño positivo si se compara con la caída de 5,9% ocurrida el año pasado. Los datos más recientes de la Muestra mensual manufacturera (MMM), del Departamento Administrativo

El desempeño de la economía colombiana durante el primer trimestre, sumado a los buenos indicadores de actividad económica del segundo trimestre, dan suficientes bases para afirmar que se han materializado los sesgos al alza que se preveían en las proyecciones iniciales.

Esta tendencia de recuperación económica en Colombia y de retorno de la confianza de consumidores e inversionistas se viene produciendo en un contexto de baja inflación, que asegura que ésta se mantendrá dentro de su rango meta de largo plazo (2% a 4%).

Nacional de Estadística (DANE), muestran que la actividad industrial continúa fortaleciéndose, con un crecimiento anual de 7,5% en mayo.

El desempeño de la economía colombiana durante el primer trimestre, sumado a los buenos indicadores de actividad económica del segundo trimestre y a la vigorosa recuperación de la confianza de consumidores y empresarios reflejada por las encuestas más recientes, dan suficientes bases para afirmar que se han materializado los sesgos al alza que se preveían en las proyecciones iniciales. En consecuencia, el equipo técnico del Banco de la República ha modificado su proyección de crecimiento del producto interno bruto (PIB) para 2010 desde un rango de 2% a 4% a uno nuevo de 3,5% a 5,5%.

Esta tendencia de recuperación económica en Colombia y de retorno de la confianza de consumidores e inversionistas se viene produciendo en un contexto de baja inflación, que asegura que ésta se mantendrá dentro de su rango meta de largo plazo (2% a 4%). A este respecto cabe recordar que en los pronósticos iniciales para 2010 se esperaba que la inflación al consumidor aumentara, como resultado del efecto del fenómeno de El Niño sobre los precios de los alimentos y de algunos servicios regulados como la energía. Sin embargo, las bajas presiones de demanda interna y externa (esto último debido, en parte, a las restricciones comerciales de Venezuela), junto con un tipo de cambio que se ha apreciado, y unos precios externos más favorables que los previstos, compensaron los efectos del fenómeno climático. De esta manera, al concluir el primer semestre la inflación anual al consumidor se ubicó en 2,3% y los pronósticos para final de año la sitúan alrededor del centro del rango meta (3%).

En este contexto de pocas presiones inflacionarias en una economía aún creciendo por debajo de su capacidad potencial, la Junta Directiva de Banco de la República (JDBR) consideró que existía el espacio suficiente para realizar una política monetaria más expansiva que estimulara el crecimiento, sin comprometer la meta de inflación y la estabilidad macroeconómica. Por tal motivo, en la sesión del 30 de abril de 2010 la JDBR redujo la tasa de interés de política en 50 puntos básicos (pb), dejándola en 3%. Esta última decisión, que se suma a la política de estímulo monetario llevada a cabo durante 2009, se ha transmitido de manera casi completa a las tasas de interés del mercado. De hecho, entre enero y junio de 2010 las tasas de interés DTF y de captación de CDT disminuyeron 50 pb y 40 pb, respectivamente. Algo similar ha ocurrido con las tasas de interés de las distintas modalidades de crédito, como el comercial, consumo y vivienda, cuyas reducciones en lo corrido del año han sido de 80 pb, 196 pb y 116 pb, en su orden.

Como respuesta a este estímulo y a la mejora en los niveles de confianza, el crédito ha empezado a reaccionar. Es así como el ritmo de crecimiento de la cartera de consumo ha tenido una recuperación importante y a finales de junio de 2010 su saldo aumentaba 8,9% en términos anuales, lo cual estuvo 6,1 pp por encima de lo observado en el mismo mes de 2009. Para la misma fecha, el incremento nominal anual de la cartera de microcrédito alcanzaba el 11,7%, mientras que la cartera hipotecaria ajustada con titularizaciones crecía al 22,2% en términos nominales,

En este contexto de pocas presiones inflacionarias en una economía aún creciendo por debajo de su capacidad potencial, la JDBR redujo la tasa de interés de política en 50 puntos básicos (pb), dejándola en 3%.

8,2 pp más que el ritmo registrado un año atrás. Sólo la cartera comercial continúa mostrando un débil dinamismo, al registrar una variación anual de 0,9% en junio pasado frente a 18,3% un año atrás.

Acompañando este inicio de recuperación económica comienzan a observarse síntomas de estabilización en las condiciones del mercado laboral. Por un lado, la tasa de desempleo comenzó a ceder desde diciembre de 2009, especialmente en las grandes áreas urbanas. Lo anterior estuvo asociado con una oferta laboral que se ha desacelerado, posiblemente como consecuencia de una mejor situación de los hogares, al tiempo que la calidad del empleo ha ido en aumento. Sin embargo, aún persisten algunos hechos preocupantes, sobre todo en la duración del desempleo, por lo que los avances en las condiciones laborales aún requieren consolidarse.

Como complemento a estos positivos desarrollos en los frentes de la recuperación económica y la inflación, la confianza de los mercados ha aumentado por los recientes anuncios de política fiscal que despejan dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo. De una parte, el *Marco Fiscal de Mediano Plazo* (MFMP) muestra que a partir de 2011 comenzará a reducirse el estímulo fiscal que, de manera temporal, se imprimió a la economía en los años de crisis. De esta forma, se espera que el déficit del Gobierno nacional central (GNC) se reduzca de 4,4% del PIB en 2010 a 3,9% en 2011. Así mismo, el déficit del sector público no financiero (SPNF) se reduciría de 3,6% a 3,1% del PIB en estos mismos años. A lo anterior se agrega la propuesta del Gobierno de adoptar una regla fiscal a partir de 2011, la cual fue bien recibida por los mercados. Como se explica en el presente Informe, la regla fiscal es un esquema de política que compromete a la autoridad con un manejo disciplinado de las finanzas públicas. Su propósito es el de asegurar un nivel sostenible de deuda pública, permitir un manejo contracíclico de la política fiscal y facilitar la coordinación en el diseño de la política económica. La regla fiscal será un instrumento fundamental para asegurar un manejo macroeconómico prudente de la bonanza minero-energética, al tiempo que mejorará los indicadores fiscales que le permitan al país recuperar el grado de inversión.

Como respuesta a este estímulo y a la mejora en los niveles de confianza, el crédito ha empezado a reaccionar.

Este Informe consta de cuatro capítulos. En el primero se describe la recuperación económica global y la crisis de deuda pública en Europa. El segundo capítulo discute los resultados de la economía colombiana durante el primer trimestre y las perspectivas para el año 2010; allí también se incluye una nueva sección que contiene un análisis del comportamiento de la economía regional en Colombia. El tercer capítulo describe el manejo de las reservas internacionales, y el cuarto evalúa la situación financiera del Banco de la República. Adicionalmente, se incluyen cinco recuadros que profundizan en temas técnicos considerados de actualidad e importancia.

I. LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA Y LA CRISIS DE DEUDA PÚBLICA EN EUROPA

Luego de la peor crisis económica y financiera vivida desde la posguerra, la economía mundial ha presentado algunas señales de recuperación. Sin embargo, las restricciones crediticias, los altos niveles de endeudamiento privado y el deterioro del mercado laboral que aún enfrentan algunas economías desarrolladas, junto a los riesgos relacionados con los fuertes desbalances macroeconómicos que no han sido solucionados, podrían socavar la recuperación en el mediano plazo.

Luego de la peor crisis económica y financiera vivida desde la posguerra, la economía mundial ha presentado algunas señales de recuperación. Desde mediados de 2009 se ha observado un mejor desempeño de las ventas al por menor y de la producción industrial de algunas economías desarrolladas y emergentes, así como un aumento en la confianza por parte de las empresas y los consumidores. Así mismo, luego de una contracción del volumen del comercio mundial de 12,2% entre 2008 y 2009, éste ha registrado un repunte significativo. Según la Organización Mundial del Comercio (OMC) se prevé que el volumen de las exportaciones de los países desarrollados aumente un 7,5% y el de los emergentes un 11% el presente año.

A los problemas del sector privado de algunas economías se han sumado las preocupaciones sobre la sostenibilidad de la deuda de los gobiernos.

Sin embargo, las restricciones crediticias, los altos niveles de endeudamiento privado y el deterioro del mercado laboral que aún enfrentan algunas economías desarrolladas, junto con los riesgos relacionados con los fuertes desbalances macroeconómicos que no han sido solucionados, podrían socavar la recuperación en el mediano plazo. Adicionalmente, los programas de rescate y los esfuerzos de los gobiernos por reactivar la economía han generado fuertes presiones sobre las finanzas públicas, en especial en los países desarrollados. Así, a los problemas del sector privado de algunas economías se han sumado las preocupaciones sobre la sostenibilidad de la deuda de los gobiernos. En este sentido, la incertidumbre y la percepción de riesgo que han afectado en los últimos meses a los mercados

La incertidumbre y la percepción de riesgo que han afectado en los últimos meses a los mercados financieros mundiales podrían convertirse en un impedimento para la reactivación mundial.

Pese a los problemas en Europa, las perspectivas de crecimiento mundial aún permanecen favorables.

financieros mundiales, dados los temores que surgieron debido a los altos niveles de endeudamiento de Grecia y de otros países de la Unión Europea, podrían convertirse en un impedimento para la reactivación mundial.

Pese a los problemas en Europa, las perspectivas de crecimiento mundial aún permanecen favorables. Las estimaciones de algunos organismos internacionales (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico [OCDE] y Banco Mundial, entre otros) muestran que la economía mundial podría crecer alrededor de 4% en los próximos dos años. Por su parte, el FMI espera 4,6% en 2010 y 4,3% en 2011, luego de la contracción de 0,6% en el año 2009. A diferencia de crisis pasadas, los países emergentes son los que están liderando la reactivación económica actual. Así, el FMI estima que estas economías crecerán 6,8% y 6,4% en 2010 y 2011, respectivamente, mientras que las economías desarrolladas lo harían en 2,6% y 2,4%.

En particular, el crecimiento de los Estados Unidos en los últimos dos trimestres ha sido superior al esperado. Sin embargo, esta dinámica podría verse afectada en la segunda mitad de 2010, cuando se desvanezca el impacto de las medidas fiscales y monetarias y disminuya el efecto positivo del ciclo de inventarios. Por su parte, para la zona del euro se espera una recuperación lenta, dado que enfrenta una situación menos favorable por los altos niveles de endeudamiento de algunos países de la región (Cuadro 1).

Cuadro 1
Pronósticos del PIB
(variación anual)

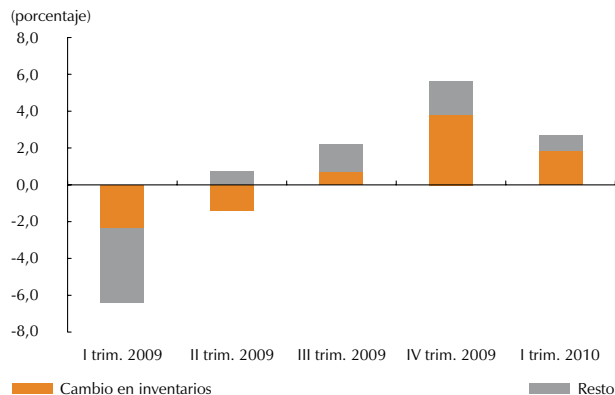
	2008	2009	Proyecciones	
			2010	2011
Producto mundial	3,0	(0,6)	4,6	4,3
Economías avanzadas	0,5	(3,2)	2,6	2,4
Estados Unidos	0,4	(2,4)	3,3	2,9
Zona del euro	0,6	(4,1)	1,0	1,3
Japón	(1,2)	(5,2)	2,4	1,8
Reino Unido	0,5	(4,9)	1,2	2,1
Economías emergentes y en desarrollo	6,1	2,5	6,8	6,4
Europa central y del este	3,1	(3,6)	3,2	3,4
Asia en desarrollo	7,7	6,9	9,2	8,5
China	9,6	9,1	10,5	9,6
India	6,4	5,7	9,4	8,4
Latinoamérica y el Caribe	4,2	(1,8)	4,8	4,0

Fuente: FMI.

A. LA RECUPERACIÓN DE LOS ESTADOS UNIDOS

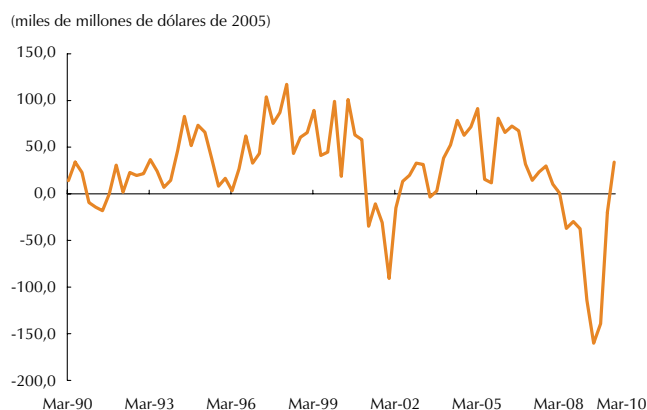
Pese a que el epicentro de la crisis financiera internacional fue la economía estadounidense, la rápida y fuerte intervención de las autoridades en los planos monetario

Gráfico 1
Contribución al crecimiento del PIB en los Estados Unidos



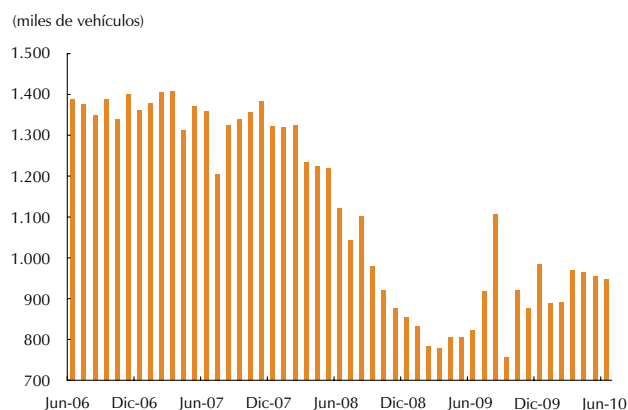
Fuente: Bureau of Economic Analysis (BEA).

Gráfico 2
Inventarios en los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3
Ventas de vehículos en los Estados Unidos
(serie desestacionalizada)



Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

y fiscal evitó que se diera una recesión de magnitudes semejantes a la de la crisis de los años treinta. Las políticas efectuadas, las cuales se han descrito en informes anteriores, fueron efectivas al estabilizar el mercado financiero local y apaciguar el nerviosismo internacional; al tiempo que impidieron una caída mucho mayor de la actividad económica¹.

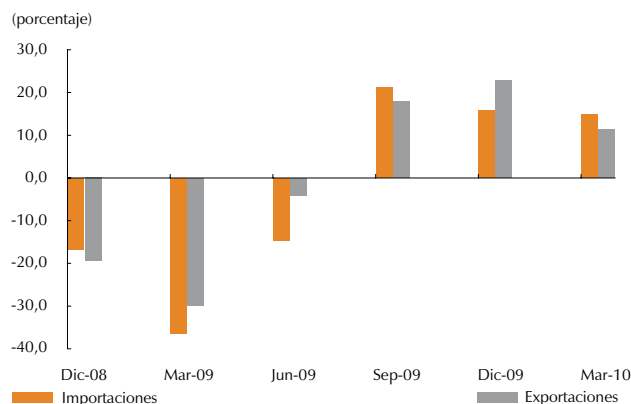
Los estímulos otorgados por las autoridades económicas, la reposición de inventarios y, en menor medida, la incipiente recuperación del consumo, la inversión y las exportaciones permitieron que esta economía presentara en los últimos dos trimestres uno de los mayores crecimientos dentro del grupo de países desarrollados. En el cuarto trimestre de 2009 el PIB estadounidense creció 5,6% trimestral anualizado (t/a) y en el primer trimestre de 2010 2,7% t/a (Gráfico 1).

Desde el tercer trimestre de 2009 las nuevas órdenes de pedidos de las empresas retomaron una tendencia ascendente, lo que, junto con las mejores perspectivas económicas, impulsaron nuevamente la acumulación de inventarios, luego del fuerte retroceso que presentaron desde la segunda mitad de 2008 (Gráfico 2). Por la misma fecha el consumo comenzó su recuperación impulsado principalmente por los estímulos fiscales². Lo anterior, junto con una mayor confianza del consumidor y un nivel aceptable de crédito, ha sostenido la venta de automóviles en lo corrido del año 2010 (Gráfico 3). En cuanto a la inversión, la no residencial continúa mostrando una leve mejoría, mientras que la residencial, la cual había mostrado un repunte en la segunda mitad de 2009, presentó de nuevo una caída en el primer trimestre de 2010, reflejando el menor impacto de los programas para estabilizar el mercado inmobiliario.

1 El PIB en los Estados Unidos se contrajo 2,4% en 2009, mientras que durante la Gran Depresión de 1929 la caída en la producción fue alrededor de 10% promedio anual entre 1929 y 1932, por lo que la recuperación tardó una década en presentarse.

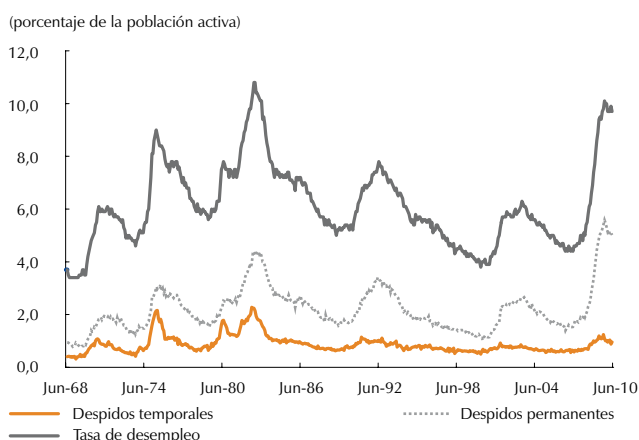
2 Como el programa del gobierno para renovar el parque automotor. El programa *car allowance rebate system* (CARS), conocido también como *cash for clunkers*, ejecutó alrededor de US\$3.000 millones (m) en subvenciones.

Gráfico 4
Crecimiento de las exportaciones e importaciones reales en los Estados Unidos^{a/}



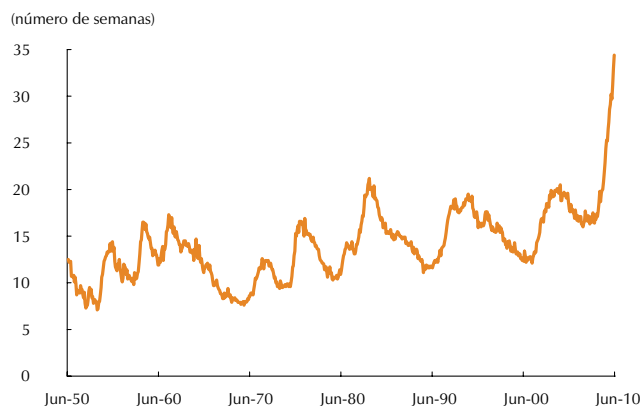
a/ Crecimiento trimestral anualizado.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 5
Tasas de desempleo y despidos en los Estados Unidos



Fuente: Bureau of Labor Statistics.

Gráfico 6
Duración del desempleo en los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

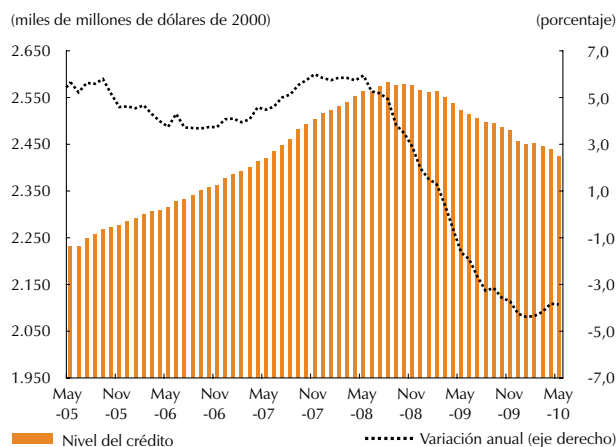
Durante el primer trimestre del año 2010 las exportaciones reales de los Estados Unidos presentaron un crecimiento de 11,3% t/a, al tiempo que las importaciones reales crecieron 14,8% t/a. Esta recuperación se viene presentando desde el tercer trimestre de 2009, luego de las contracciones del orden del 30% y 40% observadas durante la crisis (Gráfico 4).

En general, indicadores por el lado de la oferta, como las nuevas órdenes, los pedidos, la producción industrial, entre otros, han continuado mejorando en lo corrido del año. Esto ha reafirmado la confianza de los empresarios y ha contribuido a que muchos analistas mantengan sus proyecciones de crecimiento para los Estados Unidos alrededor de 3,2% en 2010. Sin embargo, pese a las señales favorables en esta materia, la sostenibilidad de la recuperación aún es incierta, ya que este país sigue enfrentando riesgos importantes. Principalmente aquel relacionado con la capacidad que tiene la economía para generar por sí misma un crecimiento sostenido, además de la incertidumbre sobre cuán fuerte y duradera pueda ser la reactivación del sector privado, dado que hasta ahora gran parte de los buenos resultados observados se explican por los estímulos fiscales.

Otro riesgo está asociado con el deterioro del mercado laboral, pues aunque en mayo hubo una creación neta de 431.000 empleos³, un mes más tarde se presentó de nuevo una destrucción neta de 125.000 empleos. Asimismo, las solicitudes de seguro de desempleo se incrementaron en el último trimestre y la tasa de desempleo continuó en niveles altos, alrededor de 9,5% en junio. De esta manera, si la recuperación de la producción sigue dándose sin una creación significativa de empleo, los altos niveles de desempleo que se observan hoy en día podrían convertirse en crónicos. El aumento registrado en la tasa de despidos permanentes y en la duración del desempleo, los cuales han alcanzado sus máximos históricos, apuntan en esta dirección (gráficos 5 y 6).

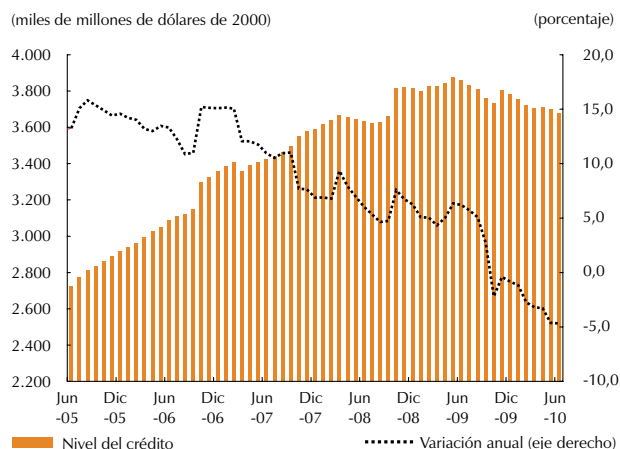
3 En mayo la generación de empleo estuvo fuertemente impulsada por el gobierno, puesto que durante ese período se realizó un censo poblacional.

Gráfico 7
Crédito real de consumo en los Estados Unidos



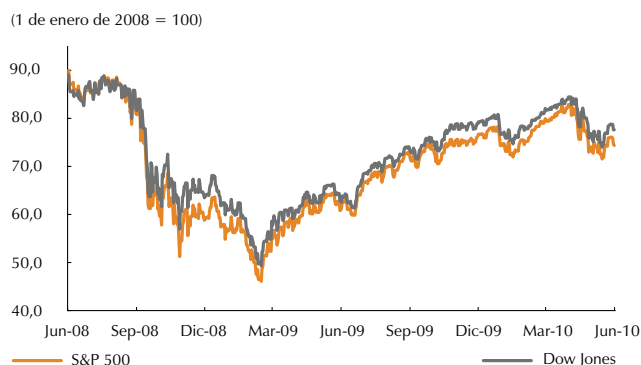
Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis.

Gráfico 8
Crédito real de finca raíz en los Estados Unidos ^{a/}



^{a/} Corresponde al crédito otorgado por los bancos comerciales
Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis.

Gráfico 9
Índices accionarios en los Estados Unidos ^{a/}



^{a/} Datos a 30 de junio.
Fuente: Bloomberg.

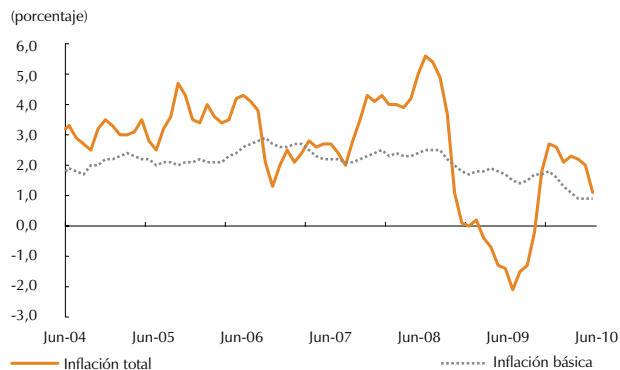
Además del creciente desempleo, otro riesgo para el crecimiento estadounidense tiene que ver con el alto nivel de endeudamiento de firmas y hogares, junto con el deterioro del canal de crédito, el cual no se ha restablecido plenamente. Si bien diversas encuestas aplicadas por la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) muestran que las exigencias de los bancos comerciales para otorgar crédito disminuyeron durante todo el año 2009 y en los primeros meses de 2010, el crédito destinado al consumo, al financiamiento de actividades comerciales y a la inversión ha continuado contrayéndose (gráficos 7 y 8).

Por otra parte, aunque los bancos comerciales han presentado ganancias en los últimos trimestres, éstas podrían no sostenerse y ser nuevamente golpeadas por problemas como la persistencia del desempleo y sus efectos sobre la cartera, así como por las dudas que han surgido sobre los créditos otorgados en el sector inmobiliario comercial. Cabe señalar que dicho sector está siendo hoy en día monitoreado estrechamente por los mercados, ya que la alta inversión que se realizó en el pasado y la caída de la demanda por la crisis ha puesto en tela de juicio la materialización de ganancias. Adicionalmente, aún no es claro que las pérdidas por los activos tóxicos hayan sido totalmente reflejadas en los balances de las entidades financieras.

Finalmente, no se descarta que la creciente incertidumbre originada por los problemas de deuda soberana de algunos países europeos pueda tener impacto sobre la actividad financiera y la real, castigando, a su vez, los balances de los bancos. Ejemplo de ello son las caídas que en lo corrido del año ha enfrentado el mercado accionario mundial, perdiendo en algunos casos las ganancias obtenidas en 2009 (Gráfico 9). En los próximos trimestres, si se diera un deterioro mayor en los países europeos y el euro continuara debilitándose frente al dólar, el crecimiento estadounidense podría verse afectado negativamente dadas las estrechas relaciones comerciales y financieras entre ambas economías.

Así las cosas, pese a que en lo corrido del año muchos indicadores de actividad real en los Estados Unidos han mostrado un buen comportamiento, y se prevé un crecimiento superior al 3% en 2010, los riesgos

Gráfico 10
Inflación de los Estados Unidos

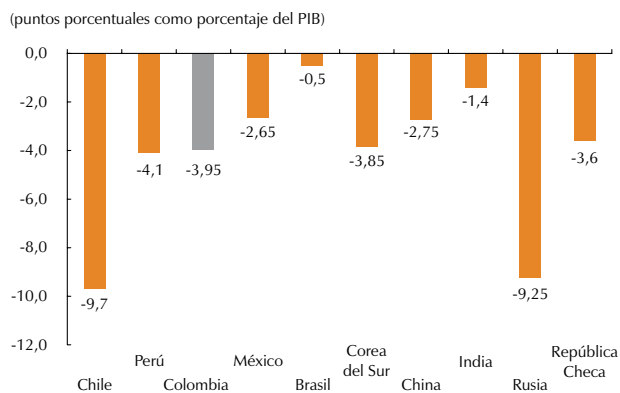


Fuente: Bloomberg.

reseñados harían pensar que la recuperación del consumo y la inversión continuaría siendo lenta en los próximos trimestres. En este entorno, tanto la inflación total como la básica han permanecido en niveles bajos, sin presentar caídas adicionales significativas, por lo que por el momento los riesgos de deflación parecen estar controlados (Gráfico 10). Esto, junto con la baja utilización de la capacidad instalada y el crecimiento moderado que se espera en el mediano plazo, permitiría a la Fed mantener su tasa de interés nominal en niveles cercanos a cero durante 2010⁴.

B. LA RECUPERACIÓN DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

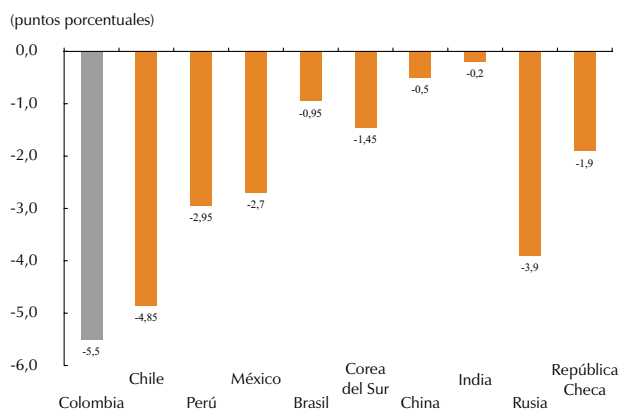
Gráfico 11
Cambio en el balance fiscal: 2010 vs. 2007-2008



Fuente: Consensus Economics.

A diferencia de crisis anteriores, la actual sorprendió en un buen estado a varias economías emergentes de América Latina y de Asia. Muchos de estos países realizaron fuertes ajustes estructurales debido a las crisis que sufrieron en la década de los noventa, lo que les permitió sortear satisfactoriamente el choque mundial más reciente. Al iniciar la crisis la mayoría de estas economías contaban con una serie de condiciones macroeconómicas favorables, entre las que se pueden mencionar: los bajos niveles de inflación, un menor nivel de endeudamiento de los hogares y las empresas, y los buenos balances fiscales y comerciales. Así mismo, la mayoría de países contaba con tasas de cambio flotantes y habían acumulado reservas internacionales que les permitieron responder al choque externo. Además, algo que cabe resaltar es que tenían sistemas financieros saludables y sólidos, muy poco expuestos a los activos tóxicos externos, con lo cual las políticas monetarias expansivas de cada país tuvieron un efecto considerable.

Gráfico 12
Cambio en la tasa de interés: 2010 vs. 2007-2008

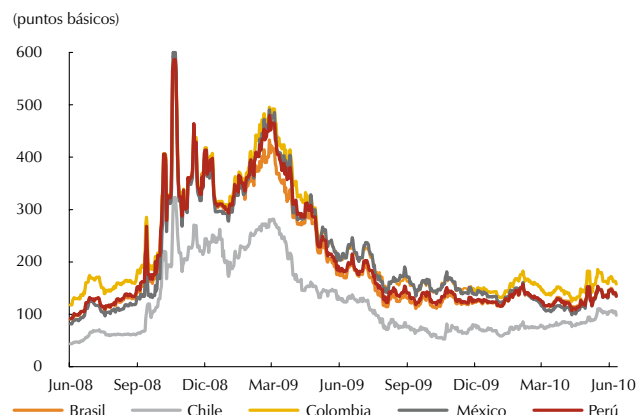


Fuente: Consensus Economics; cálculos del Banco de la República.

Los ajustes macroeconómicos realizados hace una década por estos países, permitieron un mayor margen de maniobra de parte de las autoridades monetarias y fiscales durante la reciente crisis (gráficos 11 y 12). Así las cosas, aunque la mayoría de gobiernos de países

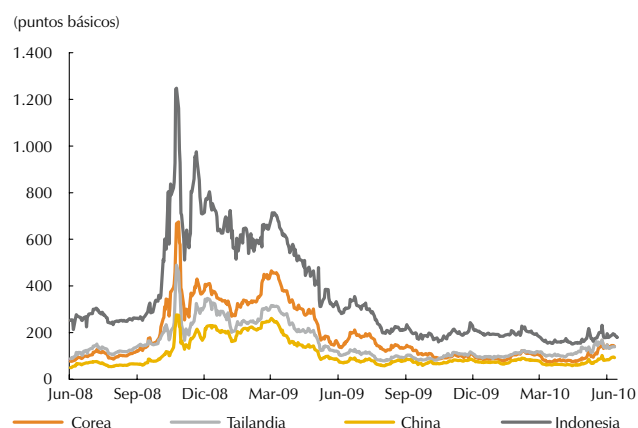
4 Los analistas internacionales esperan un incremento de la tasa de referencia estadounidense al finalizar el año.

Gráfico 13
Credit default swap (CDS) a 5 años en Latinoamérica ^{a/}



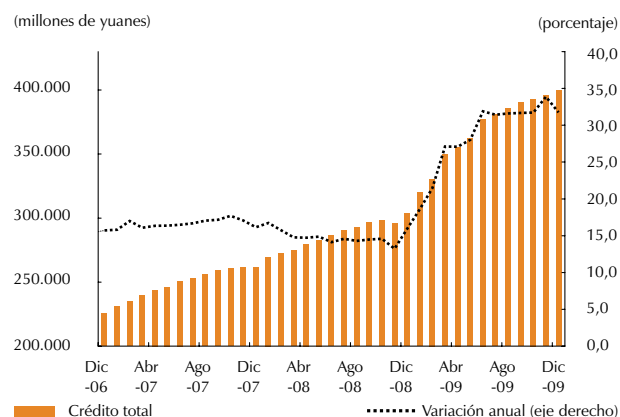
a/ Datos a 30 de junio.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 14
Credit default swap (CDS) a 5 años en Asia ^{a/}



a/ Datos a 30 de junio.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 15
Crédito total en China



Fuente: Banco Central de la República Popular de China.

emergentes ejecutaron políticas fiscales contracíclicas, éstas no deterioraron sus balances de manera profunda, por lo que sus primas de riesgo han permanecido estables y en algunos casos ya se ubican en niveles anteriores a la quiebra de Lehman Brothers (gráficos 13 y 14). El control de la inflación, la disciplina fiscal, los menores desbalances macroeconómicos, la baja exposición de sus sistemas bancarios y el menor nivel de endeudamiento de consumidores, empresas y gobiernos, explican la confianza que han recibido estos países y el acceso al financiamiento externo en medio de la turbulencia financiera de 2008 y 2009.

En materia de política monetaria, la mayoría de países de América Latina presentaron una inflación baja y estable⁵ y una brecha del producto negativa, lo cual les permitió mantener una postura monetaria expansiva durante 2008 y 2009. Recientemente, el mayor crecimiento observado y el surgimiento de algunas presiones inflacionarias han conducido a algunos países de la región a elevar sus tasas de interés, tal es el caso de Brasil, Perú y Chile.

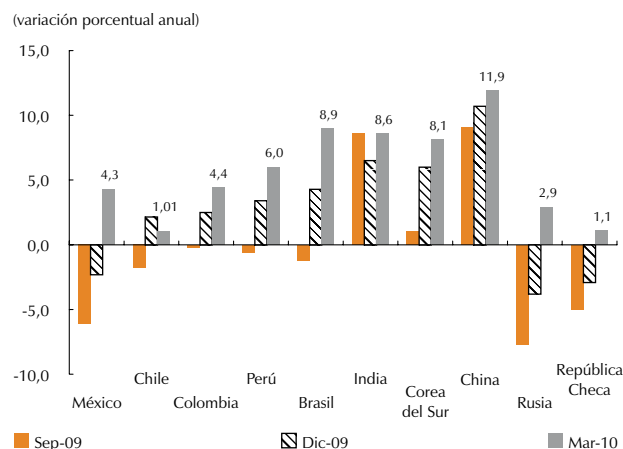
En las economías asiáticas ha ocurrido algo similar. Aunque no se han presentado muchos cambios, el dinamismo de algunos países ha generado un endurecimiento de su política monetaria. Ejemplo de ello son el aumento en la tasa de intervención en India y el incremento en los niveles de reservas requeridas por parte de los bancos comerciales en China⁶. En este último país las medidas buscan reducir la liquidez generada por los estímulos monetarios con el fin de contener el excesivo crecimiento del crédito, lo cual podría estar generando un recalentamiento de tal economía (Gráfico 15).

En materia de crecimiento, como se había mencionado, las economías emergentes, en mayor medida las asiáticas, están liderando la recuperación de la demanda mundial. Se destaca el elevado crecimiento del

5 Exceptuando Venezuela, que a mayo registró una inflación anual de 31%, y posiblemente Argentina.

6 Las autoridades económicas de China han aumentado los requerimientos de encaje en 150 pb desde diciembre de 2009. Por el momento la tasa de intervención del banco central de China se ha mantenido inalterada.

Gráfico 16
PIB emergentes de América Latina, Asia y Europa del Este



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 17
Ventas al por menor en Latinoamérica

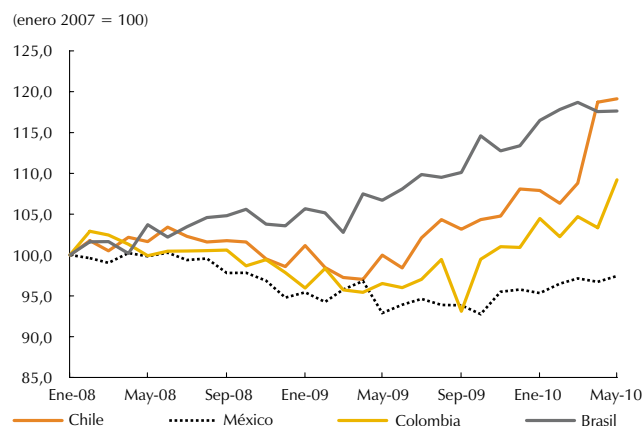
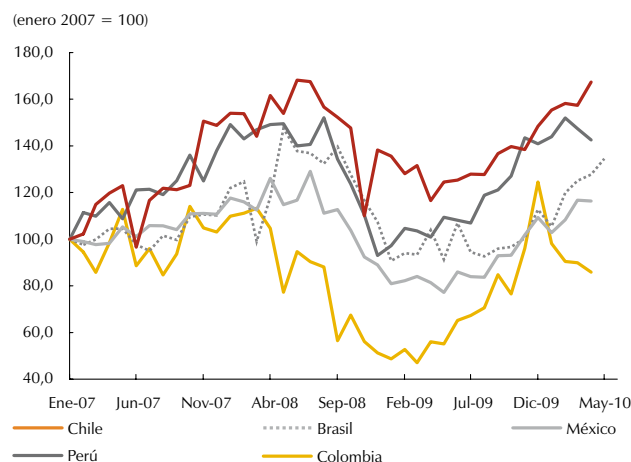


Gráfico 18
Exportaciones nominales totales en Latinoamérica

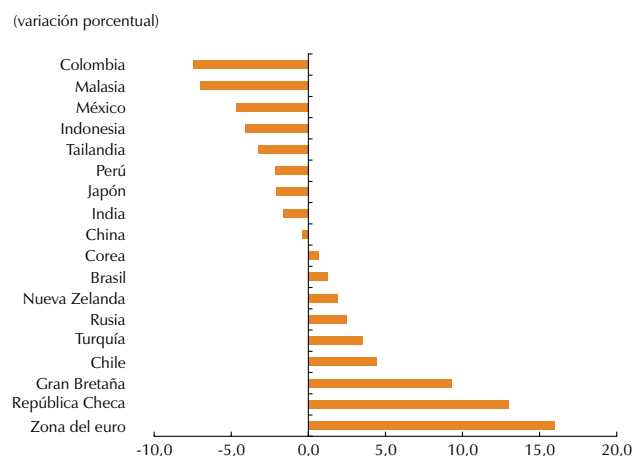


PIB de China e India, a tasas anuales de 11,9% y 8,6% durante el primer trimestre de 2010, respectivamente⁷ (Gráfico 16). Para este mismo período las economías de América Latina también han mostrado una fuerte recuperación, sobresalen Brasil, Perú y Colombia, con crecimientos anuales de 9%, 6% y 4,4%⁸.

Indicadores como las ventas al por menor, la producción industrial y las exportaciones se han recuperado en los países emergentes. En América Latina las ventas al por menor de la mayoría de países (excepto México y Venezuela) han alcanzado, e incluso superado, los niveles previos a la crisis (Gráfico 17). En cuanto a las exportaciones de los países de la región, éstas se han recuperado considerablemente, siguiendo la tendencia alcista del comercio mundial (Gráfico 18). Este comportamiento se explica principalmente por la dinámica de los precios de los productos básicos, ya que la mayoría de ellos son exportadores netos de estos bienes.

En lo corrido del año las monedas de los países emergentes han presentado un comportamiento mixto (Gráfico 19). En Latinoamérica se observó una depreciación del real y del peso chileno, mientras que en México y

Gráfico 19
Comportamiento de cada moneda con respecto al dólar^{a/} (año corrido)

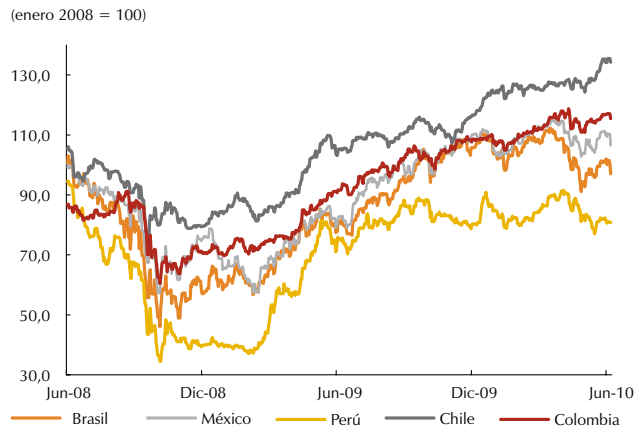


7 Recientemente fue publicado el dato del crecimiento anual del PIB de China para el segundo trimestre de 2010, el cual fue de 10,3%.

8 Chile creció 1%, a pesar de haber sufrido un terremoto de fuerte magnitud.

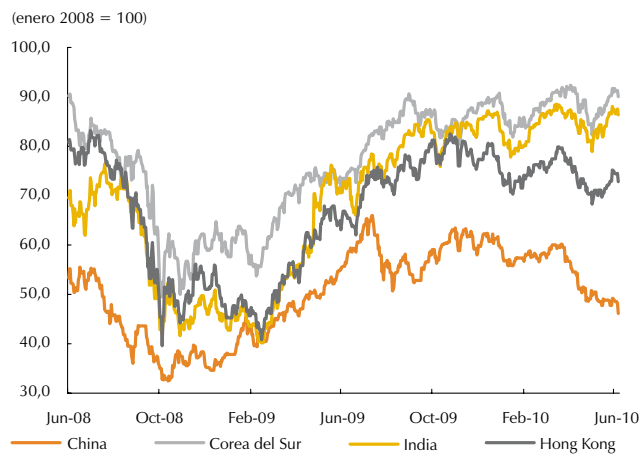
Colombia la moneda local se apreció. En el caso del peso colombiano, su apreciación frente al dólar ascendió a 7,5% en el primer semestre del año. Una noticia importante en los mercados cambiarios fue el anuncio de las autoridades monetarias chinas de flexibilizar su moneda, lo cual ayudaría a cerrar un poco los desbalances macroeconómicos mundiales, ya que la apreciación esperada en el yuan permitiría reducir el superávit que ha tenido esta economía en los últimos años.

Gráfico 20
Índices accionarios de algunos países de Latinoamérica ^{a/}



a/ Datos a 30 de junio.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 21
Índices accionarios de algunos países de Asia emergente ^{a/}



a/ Datos a 30 de junio.
Fuente: Bloomberg.

Aunque la turbulencia financiera en Europa no ha afectado el financiamiento público de los países de Asia y América Latina, los mercados accionarios sí han sentido algún impacto. Latinoamérica ha sido una de las regiones menos golpeadas, destacándose el desempeño bursátil de Brasil y Colombia, los cuales han superado ampliamente el de los países desarrollados (Gráfico 20). Algo similar ocurre en los países asiáticos, donde se han presentado leves caídas en lo corrido del año, excepto por China (Gráfico 21). En este último, las preocupaciones sobre el recalentamiento de la economía, los temores sobre “burbujas” en los precios de los activos y algunas presiones inflacionarias han generado un deterioro en la dinámica bursátil desde finales del año pasado⁹.

Así, el fortalecimiento de las economías emergentes, y la menor percepción de riesgo hacia éstas, continuarían reactivando los flujos de capital hacia ellas. Sin embargo, como lo señala el Banco Mundial, no se descarta que en el futuro las mayores necesidades de financiamiento de las economías desarrolladas contrarresten la dinámica de los flujos de capital hacia las economías emergentes. Lo anterior, dado que de presentarse mayor competencia por recursos, éstos serían más costosos y harían más difícil el acceso al financiamiento por parte de las economías en desarrollo (véase sombreado, p. 24).

En términos generales, la información disponible a la fecha apunta a que la recuperación de las economías emergentes sea más rápida y sostenida que la de los países desarrollados. Por su parte, las finanzas de sus gobiernos se han mantenido estables y no se han presentado disminuciones en su calificación crediticia (incluso en algunos países ha aumentado), contrarrestando así un posible contagio de la crisis de deuda que vive actualmente Europa.

9 Entre enero y junio de 2010, la bolsa de China ha caído alrededor de 27%.

COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LOS FLUJOS DE CAPITAL HACIA LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

En los últimos cinco años el comportamiento de los flujos de capital hacia las economías emergentes ha estado caracterizado por tres fases. En una primera instancia se presentó un auge y fuertes entradas de capital hasta 2007; luego, una caída en los siguientes dos años, y finalmente una recuperación en los primeros meses de 2010. Entre 2005 y 2007 las mayores tasas de interés en los mercados emergentes, la disminución en las primas de riesgo y el aumento significativo de los precios internacionales de bienes básicos atrajeron la inversión extranjera directa y permitieron financiar la deuda privada, especialmente en países de Asia y Latinoamérica.

Esta afluencia de capitales se detuvo en 2008, como producto de la turbulencia financiera en los Estados Unidos y otros países desarrollados, lo que generó una ruptura de los canales de crédito y de financiación internacional. En ese entorno de gran incertidumbre las primas de riesgo se elevaron a niveles históricamente altos y los precios internacionales de los productos básicos se derrumbaron (gráficos A y B). Todo esto se vio reflejado en un recorte significativo en los flujos de capital hacia las economías emergentes (Gráfico C).

A futuro las perspectivas sobre los flujos de capital apuntan a que continúe su reactivación hacia las economías emergentes, en especial a las asiáticas y latinoamericanas, las cuales han presentado un repunte significativo de la actividad económica. En su informe más reciente el Banco Mundial¹ proyecta una recuperación de dichos flujos hacia economías en desarrollo, pasando de US\$454.000 millones (m) en 2009 a US\$771.000 m para 2012. A pesar de esto, no se alcanzarían los niveles observados previos a la crisis (Gráfico C). Según aquel reporte, dentro de los factores que contrarrestan la recuperación de los flujos de capital a las economías emergentes se encuentran las necesidades de financiamiento por parte de los países desarrollados altamente endeudados, ya que la competencia por recursos encarecería los mismos.

Gráfico A
Riesgo soberano de economías emergentes (EMBI^{a/}+ global)

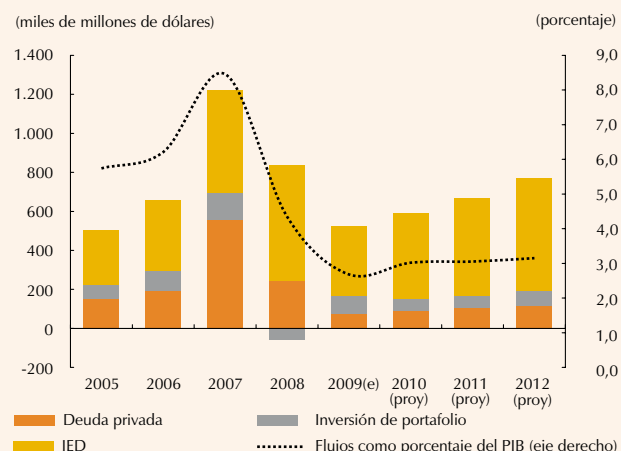


Gráfico B
Índice de precios internacionales de productos básicos



a/ Emerging Markets Bond Index.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico C
Flujos de capital hacia las economías emergentes



(e) estimado.
(proy) proyectado.
Fuentes: Banco Mundial, *Global Economic Prospects Summer: Fiscal Headwinds Recovery*. 2010

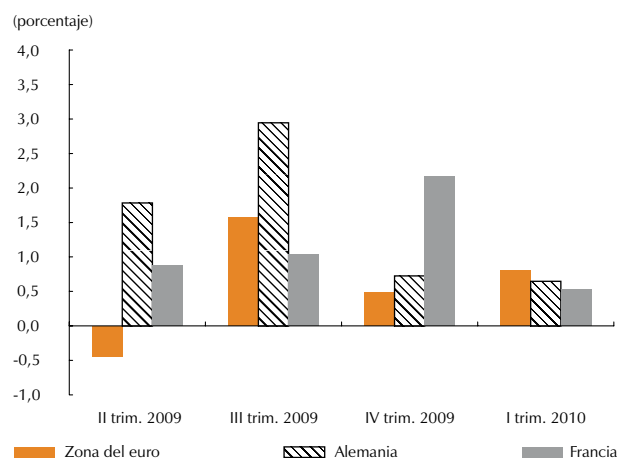
1 Banco Mundial, *Global Economic Prospects Summer: Fiscal Headwinds Recovery*, 2010.

C. LA CRISIS DE LA DEUDA PÚBLICA EN EUROPA

A diferencia de los Estados Unidos, Japón y las economías emergentes de Asia y Latinoamérica, la economía de la zona del euro ha mostrado señales muy débiles de recuperación. De hecho, en los últimos meses las perspectivas se han deteriorado debido a los problemas de deuda que enfrentan algunos países de la región. A pesar de las ayudas anunciadas por la Comisión Europea (CE), el Banco Central Europeo (BCE) y el FMI, la implementación de dichas medidas plantea serios retos para que estos países puedan afrontar las dificultades actuales y generar un crecimiento sostenido. Así las cosas, el panorama económico en el

mediano plazo para la zona del euro continúa siendo incierto y se espera que en 2010 y 2011 el crecimiento sea moderado¹⁰.

Gráfico 22
Crecimiento del PIB en países desarrollados de Europa
(trimestral anualizado)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 23
Crecimiento del PIB de otros países de la zona del euro
(trimestral anualizado)



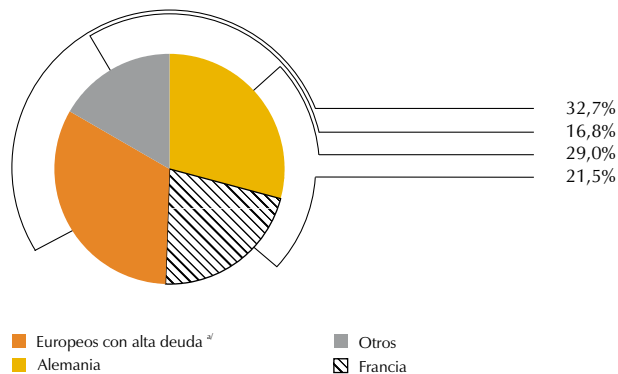
Fuente: Eurostat.

A pesar de que en el tercer trimestre de 2009 el PIB de la zona del euro registró su primer crecimiento positivo, luego de haber presentado fuertes contracciones durante cinco trimestres consecutivos, la recuperación de esta economía ha sido muy débil, ya que en los últimos dos trimestres sus crecimientos han sido inferiores a 1% t/a (Gráfico 22). Hasta el momento el comportamiento de los países de la región ha sido diverso como consecuencia del impacto del ajuste fiscal, de las diferencias en el ciclo de existencias y de la presencia de desbalances macroeconómicos. Las economías más grandes de la región (Alemania y Francia) no han podido generar el crecimiento suficiente para dinamizar la economía de la zona; por el contrario, han mostrado una desaceleración en los últimos dos trimestres (gráficos 22 y 23).

Si bien en el corto plazo las políticas ejecutadas por los gobiernos de la región para enfrentar la crisis de 2008 permitieron estabilizar el sistema financiero y reactivar la economía, los desbalances estructurales de algunos países no se han resuelto todavía. Esto ha sido especialmente evidente para aquellos países como Grecia, Portugal, Irlanda, España e Italia, los cuales tenían altos niveles de endeudamiento y enfrentaban profundos desbalances fiscales. La vulnerabilidad macroeconómica de estos países fue más evidente debido a la fuerte contracción de 2008 y 2009, así como a las bajas perspectivas de crecimiento para el futuro.

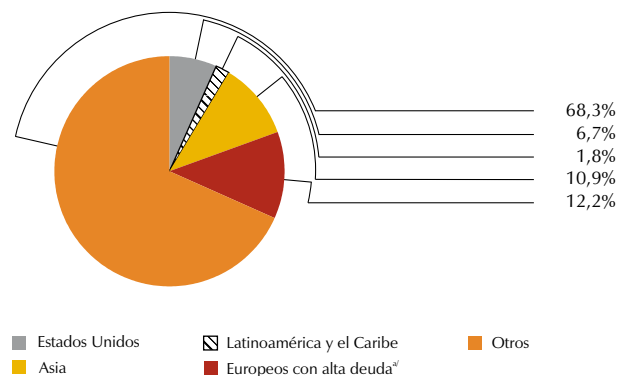
10 Según el FMI podría ser de 1% en 2010 y 1,3% en 2011.

Gráfico 24
Participación en el PIB de la zona del euro, 2009



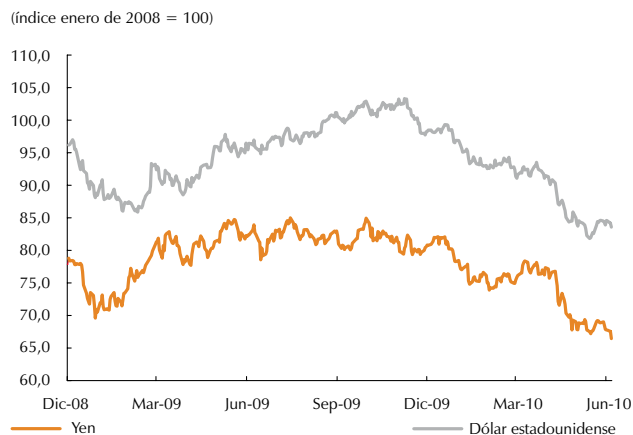
a/ Grecia, Portugal, Irlanda, España e Italia.
Fuente: Eurostat.

Gráfico 25
Participación en las exportaciones de Alemania, 2009



a/ Grecia, Portugal, Irlanda, España e Italia.
Fuente: Federal Statistics Office Germany.

Gráfico 26
Comportamiento del euro^{a/}
(moneda por euro)



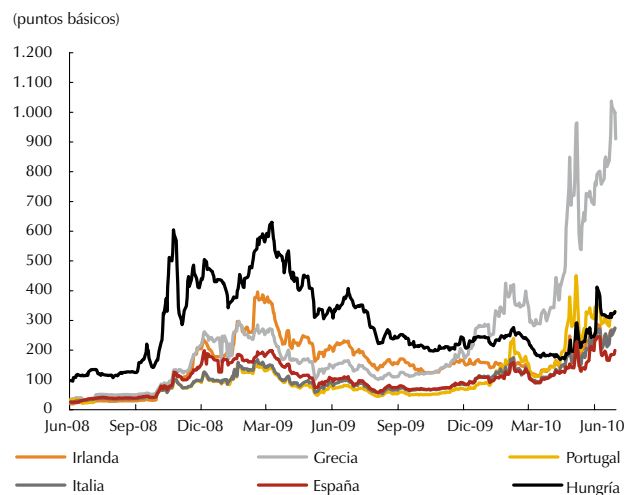
a/ Datos a 30 de junio.
Fuente: Bloomberg.

De esta forma, las crecientes dudas acerca de la estabilidad macroeconómica de varios países de la región, el aumento del desempleo y el escaso otorgamiento de crédito han generado gran incertidumbre acerca de la recuperación económica de la zona del euro. Adicionalmente, algunos de los países que han tomado medidas de austeridad han presentado caídas significativas en el crecimiento del PIB, tal es el caso de Irlanda. Así, el deterioro de los países listados, los cuales generan alrededor de la tercera parte del PIB de la zona del euro y representan una gran proporción del comercio entre los países de aquella, podría tener un impacto importante sobre el crecimiento de la región (Gráfico 24). En las exportaciones de Alemania, por ejemplo, la participación de esos países es alrededor de 12% (Gráfico 25).

La mayor incertidumbre en Europa, así como las posibilidades de contagio, han llevado a un debilitamiento del euro frente al dólar y a otras monedas. Así, durante el primer semestre de 2010 el euro se depreció alrededor de 15% frente al dólar y 18% frente al yen (Gráfico 26). Por su parte, las primas de riesgo soberano de los países más vulnerables han aumentado a niveles significativamente altos, generando presiones al alza sobre las tasas de interés de los títulos de deuda pública de mediano y largo plazos, castigando aún más sus niveles de solvencia. En el caso de Grecia, por ejemplo, su deuda perdió el grado de inversión a comienzos de abril, mientras que Portugal y España tuvieron un descenso significativo en su calificación (gráficos 27 y 28).

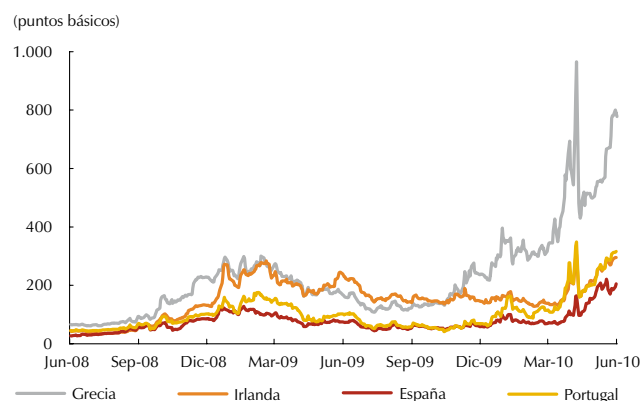
En este contexto, los inversionistas liquidaron posiciones riesgosas, no sólo de renta variable sino también de títulos de deuda pública de países europeos con altos niveles de endeudamiento, y se desplazaron hacia activos considerados más seguros, como los títulos de deuda de los Estados Unidos y Alemania. Esta situación generó una reducción importante en las tasas de interés de mediano y largo plazos de las economías consideradas más sólidas del mundo (Gráfico 29), al tiempo que la mayoría de índices bursátiles de países europeos presentaron fuertes caídas en lo corrido del año (Gráfico 30). De esta forma, la incertidumbre mundial y la percepción de riesgo en los mercados financieros internacionales se han incrementado, principalmente en las

Gráfico 27
Credit default swap (CDS) a 5 años en Europa ^{a/}



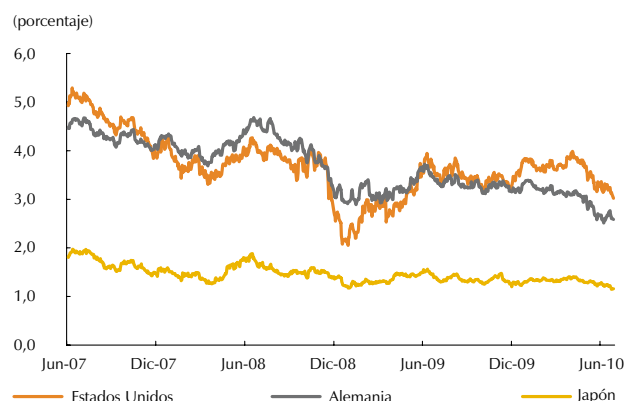
a/ Datos a 30 de junio.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 28
Diferencial de la deuda soberana de 10 años con Alemania ^{a/}



a/ Datos a 30 de junio.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 29
Tasas de interés de largo plazo en economías desarrolladas ^{a/ b/}

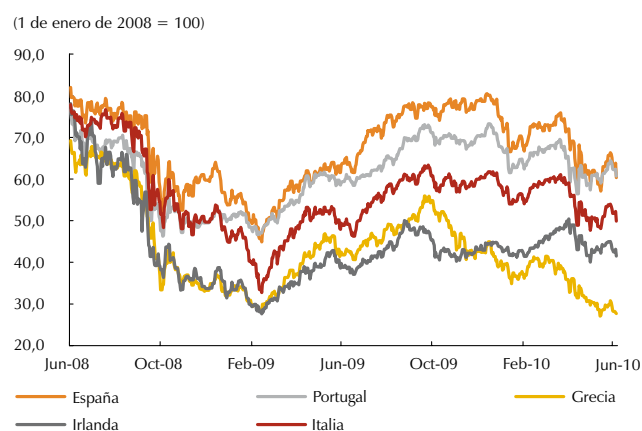


a/ Corresponde a las tasas de los bonos del gobierno a 10 años.
b/ Datos a 30 de junio.
Fuente: Bloomberg.

economías desarrolladas (Gráfico 31); aunque el efecto sobre los mercados emergentes ha sido leve.

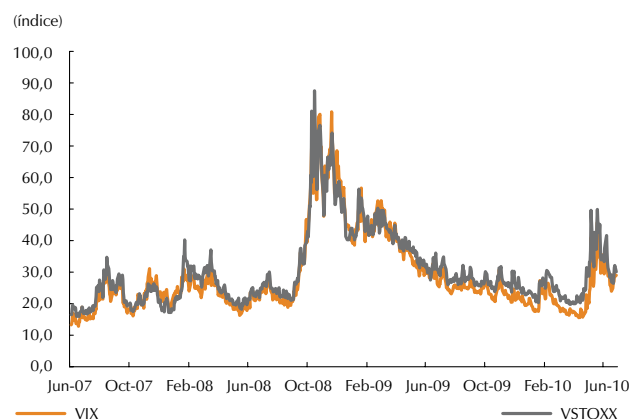
La preocupación por el contagio a otros países se ha dado también vía la exposición a activos de Grecia y de otros países con alto endeudamiento. Aunque Francia, Alemania y los Estados Unidos tienen la mayor exposición al sector bancario de Grecia (Cuadro 2)¹¹, estas proporciones son relativamente pequeñas con

Gráfico 30
Índices accionarios de algunos países de Europa ^{a/}



a/ Datos a 30 de junio.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 31
Indicadores de volatilidad de las economías desarrolladas ^{a/ b/}



a/ VIX (volatility index) es un indicador financiero que mide la volatilidad sobre las opciones S&P 500 de los Estados Unidos, mientras que VSTOXX hace algo similar para el EURO STOXX 50 de la zona del euro.
b/ Datos a 30 de junio.
Fuente: Bloomberg.

11 Estas exposiciones no se refieren únicamente a los bonos del gobierno, sino que incluyen otras acreencias, que pueden representar cantidades significativas, como en el caso de Francia, donde la quinta parte del crédito total en Grecia corresponde a bancos franceses.

respecto a la exposición externa total que tienen esos países. No obstante, si las pérdidas surgieran también en los activos provenientes de Portugal y España, el impacto en el capital de los bancos podría ser mayor. En particular, Francia y Alemania parecen estar más expuestos, ya que la participación de activos griegos, portugueses y españoles en el total del crédito otorgado por sus bancos es alrededor de 9,1% y 10,1%, respectivamente. Mientras tanto, en los Estados Unidos la participación de estos activos es tan sólo de 3,2% (Cuadro 2).

Cuadro 2
Tenencia de activos griegos y del sur de Europa por parte de los bancos

	Francia	Alemania	Estados Unidos
Tenencia de activos griegos			
Valor (miles de millones de dólares)	78,8	45,0	16,6
Participación en el total de las solicitudes externas del sector bancario (porcentaje)	2,1	1,4	0,7
Participación en los activos totales del sector bancario (porcentaje)	0,8	0,5	0,1
Tenencia de activos griegos, portugueses y españoles			
Valor (miles de millones de dólares)	334,9	330,4	79,3
Participación en el total de las solicitudes externas del sector bancario (porcentaje)	9,1	10,1	3,2
Participación en los activos totales del sector bancario (porcentaje)	3,6	3,7	0,6

Fuentes: BIS Locational and Consolidated Banking Statistics, abril de 2010, y OCDE Banking Statistics, 2009.

Como consecuencia de la inestabilidad generada por los problemas de deuda en algunos países europeos, las autoridades económicas han tomado una serie de medidas para apaciguar el nerviosismo en los mercados financieros internacionales, controlar la fuerte caída del euro y evitar los posibles impactos sobre el crecimiento económico de la región y de la economía mundial (véase sombreado p. 29). Sin embargo, a pesar de la respuesta positiva de los mercados al paquete de ayudas anunciado por las autoridades, las dudas sobre la aplicabilidad del mismo comenzaron a elevar de nuevo los indicadores de riesgo soberano. De esta forma los retos de las economías europeas en el mediano plazo aún son grandes, pues se hace necesario garantizar la austeridad en el gasto, así como tener una mayor coordinación fiscal¹².

12 En el pasado la región ha fracasado en la imposición de sanciones creíbles y fuertes a los países que han violado los límites fiscales.

MEDIDAS DE POLÍTICA FISCAL Y MONETARIA FRENTE A LA CRISIS EUROPEA

Los países miembro de la zona del euro están obligados a cumplir un pacto para garantizar la estabilidad de la región¹. Parte de dicho acuerdo implica límites máximos al endeudamiento público, lo cual fue incumplido inicialmente por algunos países, y en mayor medida por Grecia. Ante esta situación, el FMI, la CE y el BCE decidieron anunciar un paquete de medidas para evitar que la crisis se ampliara y amenazara la estabilidad de la zona del euro. No obstante, estos anuncios fueron calificados como insuficientes por los mercados y, por tal motivo, las autoridades europeas se vieron abocadas a ofrecer un paquete de ayudas sin precedentes. A continuación se describirá la evolución de la crisis y el paquete de ayudas.

En Irlanda empezaron a ser evidentes los problemas de sostenibilidad fiscal cuando, en un período de apenas dos años, el balance fiscal se deterioró de un superávit de 0,05% del PIB en 2007 a un déficit de 11,7% en 2009, al tiempo que la deuda pública pasó de 25% del PIB a un estimado de 65% el año pasado. Como respuesta a dicha situación, en 2009 el gobierno irlandés propuso una serie de medidas para reducir el gasto público y así restaurar la confianza en los mercados y disminuir el costo del endeudamiento. Con este objetivo, el año pasado se implementó un plan de ajuste fiscal para llevar a Irlanda a un nivel de déficit menor a 3% en 2014. Para alcanzar esta meta se introdujeron medidas, tales como: un recorte de 13% en los salarios de los trabajadores públicos, la creación de un impuesto para las pensiones, la ampliación del número de trabajadores que pagan impuestos sobre el salario², recortes a los beneficios de seguridad social y el aumento de impuestos. En consecuencia, en 2009 el gasto público se contrajo 4,9% del PIB, y para este año se espera igualmente un recorte de 2,5% del PIB en éste. Sin embargo, aunque Irlanda empezó a implementar medidas de austeridad fiscal antes que los otros países, sus retos todavía son grandes, pues se espera

que este año el producto caiga por tercer año consecutivo, lo que mantiene la tensión sobre la sostenibilidad fiscal, y ha obligado al gobierno a seguir promulgando nuevos ajustes.

Por su parte, al inicio de 2010 Grecia anunció un programa de ajuste económico y financiero con el objetivo de restablecer la confianza de los mercados en la sostenibilidad de sus finanzas públicas. El programa incluye un recorte fiscal de 11 pp del PIB hasta 2013 (con recortes adicionales si no se consigue un déficit inferior al 3% en 2014), la congelación de salarios y pensiones por tres años, y el aumento de los impuestos con el fin de alcanzar una trayectoria decreciente de la deuda a partir de 2013. Adicionalmente, el Gobierno se comprometió a implementar políticas para restablecer la competitividad y garantizar la estabilidad financiera, así como a realizar reformas al sistema de seguridad social, modernizar el sector público, combatir la corrupción y flexibilizar el mercado de trabajo. Por su parte, la CE, el BCE y el FMI se comprometieron a brindar apoyo financiero a Grecia, partiendo de estrictos requisitos y con el compromiso griego de cumplir el programa de ajuste puesto en marcha. Así, estas entidades entregarán €110.000 m a Grecia dentro de los próximos tres años para garantizar la solvencia del país³.

A pesar de que el anuncio de austeridad por parte del gobierno griego llevó a una disminución en las primas de riesgo, la incertidumbre sobre el alcance de dicho ajuste, junto con los problemas fiscales de otros países de la región, llevaron a que el riesgo de la deuda soberana de Grecia alcanzara sus máximos históricos (Gráfico 27).

Lo anterior contribuyó a que se anunciara un paquete de apoyo fiscal y monetario sin precedentes, destinado a todos los países de la región con problemas de deuda. De esta forma, el 10 de mayo de 2010 el BCE, la CE y el FMI anunciaron un paquete de rescate por €750.000 m para asistir a los países de la zona del euro que enfrenten problemas para refinanciar su deuda. La ayuda incluye, en primer lugar, €440.000 m en préstamos y garantías de los países de la región por un plazo de tres años, siguiendo el modelo de rescate a Grecia. Sin embargo, existe gran incertidumbre acerca de la activación de estos recursos, pues a pesar de

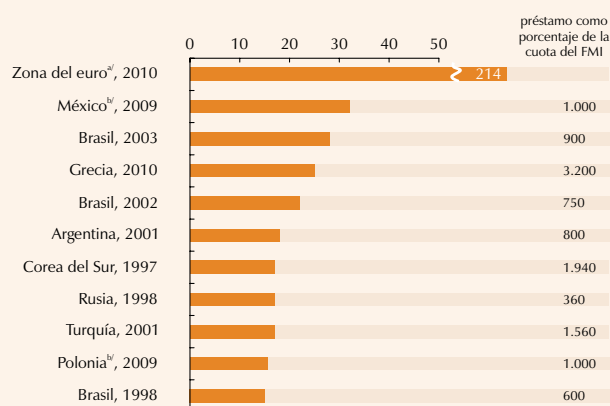
1 El Pacto de estabilidad y crecimiento es un acuerdo de los Estados miembro de la zona del euro en relación con su política fiscal, con el objetivo básico de facilitar y mantener la unión económica y monetaria. El Pacto consiste en una supervisión fiscal de los países miembro y en un régimen sancionatorio del incumplimiento de lo que el mismo condiciona. Dentro del pacto se imponen como límites de déficit fiscal 3% del PIB y de deuda pública 60% como porcentaje del PIB.

2 Antes de esta medida, el 40% de los trabajadores irlandeses recibían un salario por debajo del mínimo exigido para tributar; por lo que con aquella norma se busca que todos los trabajadores tributen sobre su salario.

3 De esta suma, €80.000 m serán otorgados por la CE y €30.000 por el FMI.

que la CE afirma que se pueden ejecutar en cuestión de semanas, cada Estado deberá aprobar los recursos en su respectivo Congreso. La segunda parte del fondo de rescate consiste en €60.000 m del mecanismo de ayuda financiera a la balanza de pagos de la CE⁴. Estos recursos serán los primeros que estén disponibles ya que, al tratarse de un instrumento comunitario, podrán activarse rápidamente. En la actual crisis este mecanismo ha sido utilizado para asistir a Hungría, Rumania y Letonia, y su uso (que estaba prohibido para las economías de la zona del euro) fue habilitado para los países de la región que lo necesiten. Por último, el FMI haría una contribución por €250.000 m al nuevo fondo de salvamento. Sin embargo, dado que esa magnitud no ha sido prestada antes por dicha entidad (Gráfico A), el empréstito dependerá tanto de la capacidad que ésta tenga para hacer préstamos, así como de la consecución de nuevos recursos, pues en la actualidad el FMI no cuenta con dicha cantidad⁵.

Gráfico A
Mayores préstamos del FMI
(miles de millones de DEG^{c/})



a/ Propuesto.

b/ Acuerdos de carácter precautelativo.

c/ DEG: Derechos especiales de giro.

Fuentes: The Economist y FMI.

Por su parte, el BCE anunció intervenciones en los mercados europeos de deuda pública y privada para

limitar el contagio de la crisis de la deuda griega, asegurar la liquidez de esos títulos y restablecer los canales de transmisión de la política monetaria. Así mismo, estableció una opción de subastas ilimitada a una tasa fija y reactivó una línea de intercambio de liquidez con la Fed y otros bancos centrales para estabilizar la convertibilidad euro-dólar.

Como contrapartida de las anteriores ayudas, los países con problemas de deuda se comprometieron a implementar medidas de ajuste fiscal más severas. Además de las ya mencionadas para Irlanda y Grecia, España acordó disminuir el gasto fiscal en 0,5% del PIB en 2010 y en 1% para 2011 mediante un recorte de 5% en los salarios del sector público⁶ y una reducción de la inversión pública en €6.000 m. De esta forma, se espera que el déficit fiscal de España se reduzca de 11,2% del PIB en 2009 a 6% en 2011. Por su parte, Portugal se comprometió a reducir su déficit de 9,4% del PIB en 2009 a 7,3% en 2010 y a 4,6% en 2011, hasta alcanzar 2,8% en 2013. Con este fin se retiraron todas las medidas de estímulo contracíclicas implementadas en los años anteriores, se retrasarán algunas obras de inversión pública, se recortarán los salarios en 5%, se reducirán las transferencias a los gobiernos locales, se disminuirá el gasto del gobierno central y se reestructurarán los subsidios al desempleo. Por el lado de los ingresos, se eliminarán las exenciones tributarias y subirán los impuestos⁷.

A pesar de lo anterior, existen varias dudas y críticas al paquete de medidas. En primer lugar, faltan detalles sobre la implementación de las ayudas ofrecidas. También se cuestiona la independencia del BCE dada su decisión de comprar deuda de países en crisis, así como los problemas de mediano plazo que esto puede generar. Por último, el paquete en sí conlleva un mal incentivo (llamado riesgo moral) por parte de los gobiernos para cumplir los acuerdos de ajuste fiscal, por cuanto las compras de títulos de deuda, junto con los recursos disponibles para los países en problemas, liberan presión sobre los gobiernos y, en consecuencia, se pueden dilatar los recortes fiscales⁸.

4 El dinero se prestará al país necesitado a un interés de alrededor del 5%.

5 Sobre esta parte de los recursos existe gran incertidumbre, pues de acuerdo con el FMI esa sería una cifra hipotética basada en la participación que dicha institución ha tenido en los paquetes de ayuda en Europa (aproximadamente un tercio). Al 6 de mayo pasado la capacidad del FMI para hacer préstamos era de €215.000 m; sin embargo, el Consejo de Administración aprobó recientemente una ampliación de sus acuerdos permanentes para contraer empréstitos de los gobiernos y bancos centrales por más de US\$500.000 m (no obstante, alrededor de la mitad de esa cantidad ya está incluida en su capacidad de préstamo actual). De otro lado, aunque el FMI tiene otras opciones para conseguir recursos, esto tomaría tiempo, pues implica que los gobiernos obtengan la aprobación legislativa.

6 Éstos se mantendrán congelados en 2011.

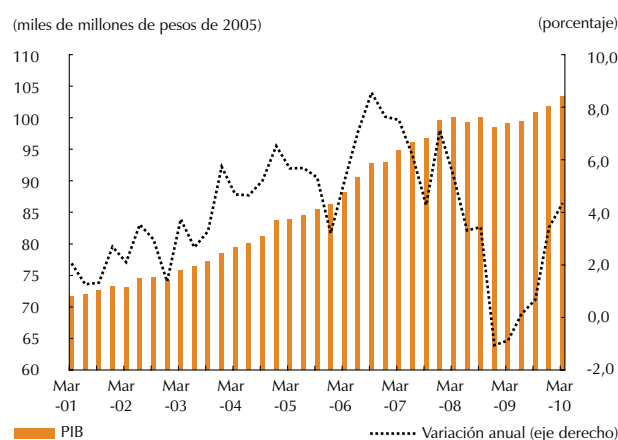
7 El IVA subirá 1 pp y el impuesto a la renta se incrementará tanto para personas naturales como para empresas en niveles altos de renta.

8 Con las medidas de apoyo los gobiernos con una situación fiscal comprometida saben que ahora tienen a dónde recurrir si se desata una crisis y, por tanto, las ayudas se pueden ver como una invitación a realizar menos ajustes que los requeridos.

II. LA ECONOMÍA COLOMBIANA: RESULTADOS Y PERSPECTIVAS PARA EL AÑO 2010

En los tres primeros meses el PIB creció 4,4% en términos anuales, lo que en materia de crecimiento señaló un muy buen comienzo para 2010. Los mejores guarismos de actividad económica se deben, tanto a la mejor demanda privada, como al impulso que la demanda pública ha venido proporcionando al crecimiento desde mediados de 2009. La información del PIB del primer trimestre permite augurar que la reactivación de sus componentes, consumo e inversión, será mucho más acentuada que la estimada meses atrás.

Gráfico 32
Producto interno bruto (PIB)



Fuente: DANE

A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

Durante el primer semestre la información disponible sobre el sector real da cuenta de una reactivación de la actividad económica en Colombia más rápida que la inicialmente prevista. En los tres primeros meses el PIB creció 4,4% en términos anuales (Gráfico 32), lo que en materia de crecimiento señaló un muy buen comienzo para 2010. Esta tasa, si bien no es tan alta como la observada en otros países de la región, es mayor a la esperada hace algunos meses por el consenso del mercado y por el Banco de la República en su *Informe sobre Inflación* de marzo.

La demanda privada comenzó a reaccionar dinámicamente, producto de la rápida restitución de la confianza y de una política monetaria expansiva.

Cabe señalar que cerca de la mitad de la diferencia entre el comportamiento observado del PIB y el esperado estuvo asociado con el cambio del año de referencia de las cuentas nacionales de 2000 a 2005, junto con otras modificaciones metodológicas importantes en su cálculo. Estas innovaciones, que son usuales internacionalmente y que se realizan con el objeto de tener una mejor aproximación de la evolución del valor agregado de los distintos sectores y del aporte de los diferentes agentes a la producción nacional, implicaron una revisión del crecimiento de 2009 (de 0,4% a 0,8%, en buena parte relacionado con el cambio del crecimiento anual del cuarto trimestre, de 2,5% a 3,4%), y un cambio en las distintas participaciones de los sectores productivos, como se ilustra en el sombreado de la página 33.

Al margen de los cambios metodológicos, los mejores guarismos de actividad económica en lo corrido del año frente a los previstos se deben, en buena parte, a la combinación de varios factores. En primera instancia, a que la demanda privada comenzó a reaccionar dinámicamente, producto de la rápida restitución de la confianza y de una política monetaria expansiva que, en un contexto de inflación moderada y manteniéndose activos los canales de transmisión de las tasas de interés, ha permitido acelerar las decisiones de consumo de los hogares. Este hecho se unió al impulso que la demanda pública ha venido proporcionando al crecimiento desde mediados de 2009, para permitir que la demanda interna total fuera el motor de crecimiento durante la recuperación.

Lo anterior se unió al impulso que la demanda pública ha venido proporcionando al crecimiento desde mediados de 2009.

De otro lado, los empresarios colombianos han respondido a la caída de la demanda venezolana con procesos graduales de sustitución de mercados, lo que, en un contexto de términos de intercambio altos que impiden el deterioro del ingreso disponible vía precios, ha permitido que el impacto de la contracción del comercio con Venezuela sobre el empleo y el ingreso nacional fuera más leve de lo que inicialmente se esperaba.

Aunque se prevé que los anteriores factores sigan incidiendo en el comportamiento de la economía colombiana durante todo 2010, aún persisten riesgos que no se pueden subestimar, en especial en el frente externo. En particular, el nerviosismo de los mercados de capitales frente a los problemas de deuda de algunos países europeos puede generar mayor volatilidad en las primas de riesgo colombianas, con un efecto adverso sobre el financiamiento externo. En un escenario como éste los flujos comerciales y los términos de intercambio también podrían ser afectados negativamente, todo lo cual puede tener efectos sobre la confianza de consumidores e inversionistas, sobre el ingreso nacional disponible y, en últimas, sobre el crecimiento interno.

1. Crecimiento del PIB por tipo de gasto en el primer trimestre de 2010

De esta forma la demanda interna total fue el motor de crecimiento durante la recuperación.

En el primer trimestre de 2010 la mayor contribución al crecimiento la realizó el consumo de los hogares. A diferencia de lo registrado el año anterior, en este período el aporte de este tipo de gasto superó significativamente al brindado por el consumo público y, por tanto, señala que el crecimiento estaría siendo nuevamente liderado por el sector privado.

CAMBIO DE BASE DEL PIB

A finales de junio el DANE dio a conocer el crecimiento anual del PIB para el primer trimestre de 2010, calculado con un nuevo año base de referencia en cuentas nacionales (el cual pasó de ser 2000 a 2005) y con modificaciones metodológicas importantes. Estas innovaciones tratan de acercar los métodos de cálculo a los estándares de los países más desarrollados y se realizan con el objeto de poder contar con una mejor aproximación a la evolución y la participación del valor agregado que generan los diferentes agentes dentro de la producción nacional.

La principal innovación metodológica consistió en la introducción de índices encadenados para medir la evolución real del PIB y sus componentes. Este método tiene la ventaja de actualizar año tras año las ponderaciones de los elementos que conforman el PIB, lo cual permite capturar de manera más fiel su comportamiento real. La conveniente mejoría que esto representa, sin embargo, tiene un costo, pues los índices encadenados carecen de la propiedad de *aditividad*. Por consiguiente, a diferencia de lo que se tenía antes, con la nueva base 2005 el valor del PIB no corresponde a la suma de sus componentes, lo que genera, por tanto, una discrepancia estadística. Esta discrepancia es inherente al proceso de estimación y cálculo del PIB, y se encuentra presente en las cuentas nacionales de otros países que utilizan la metodología de encadenamiento, como los Estados Unidos, Japón, y buena parte de las naciones europeas.

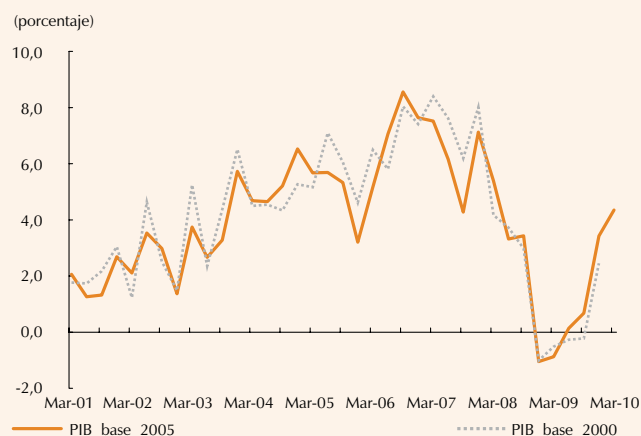
Además de la implementación de índices encadenados y de la actualización del año base de referencia, se realizaron varias modificaciones en los métodos de cálculo de algunos de los componentes del PIB. Entre ellos, cabe destacar:

1. En los servicios financieros se excluyó la valorización de títulos (TES, bonos, etc.) del cálculo del PIB y se incorporó información más detallada.
2. Se incluyó el gravamen a los movimientos financieros (cuatro por mil) como un impuesto específico.
3. En la rama de alquiler de vivienda se actualizó la metodología de cálculo del *stock* de vivienda, utilizando el censo de 2005.

4. En agricultura se trabajó en año civil y no en año agrícola, como se hacía antes.
5. La variación de existencias se estimó directamente.
6. Se calculó el consumo final de los hogares a partir de la Encuesta nacional de ingresos y gastos.

En el Gráfico A se aprecia que los cambios efectuados en la base 2005 generan un crecimiento anual promedio del PIB 0,2 pp inferior al que se registraba con la antigua base. Esto para el período comprendido entre 2000 y 2009, cuando se encuentran disponibles los resultados con ambas bases.

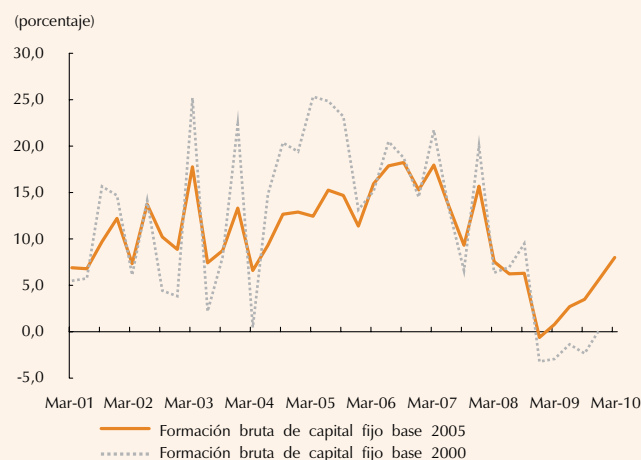
Gráfico A
Producto interno bruto (PIB)
(crecimiento anual)



Fuente: DANE.

La revisión de las series de los diferentes tipos de gasto, producto de la nueva base, es particularmente evidente en el crecimiento del consumo del Gobierno y de la formación bruta de capital fijo. En la base 2005 la inversión en capital fijo (la cual no tiene en cuenta la variación de los inventarios) presenta menos volatilidad y, en general, tasas de crecimiento que oscilan dentro de un menor rango (Gráfico B). Se destaca un crecimiento más modesto durante 2004 y 2005, así como una caída menos pronunciada en el último año. Esto indica que la crisis financiera internacional, cuyos efectos se sintieron principalmente durante 2009, no habría afectado a este tipo de inversión en la medida en que se apreciaba anteriormente.

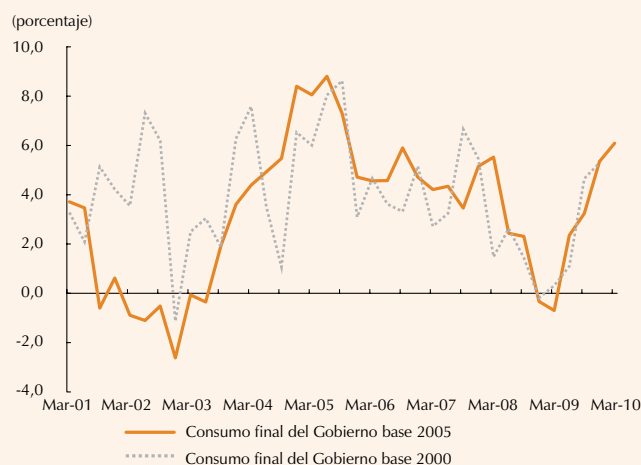
Gráfico B
Formación bruta de capital fijo
(crecimiento anual)



Fuente: DANE.

Una menor volatilidad se observa también en el crecimiento del consumo del Gobierno. Este agregado presentó la mayor diferencia con respecto a la base 2000 en el período 2001-2002, y no registró cambios considerables en los últimos dos años (Gráfico C).

Gráfico C
Consumo público
(crecimiento anual)

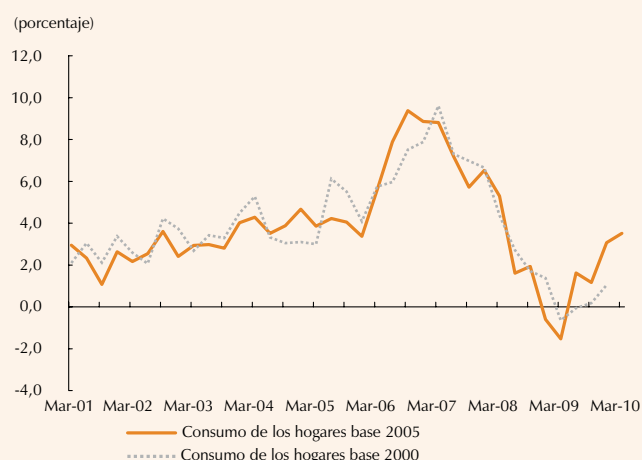


Fuente: DANE.

El consumo de los hogares, por su parte, mostró ajustes de poca magnitud, a excepción del período a partir del tercer trimestre de 2008. En este último lapso la caída del gasto privado fue mayor con la nueva base (aproximadamente 1 pp) pero, a su vez, la recuperación habría sido más pronunciada (Gráfico D).

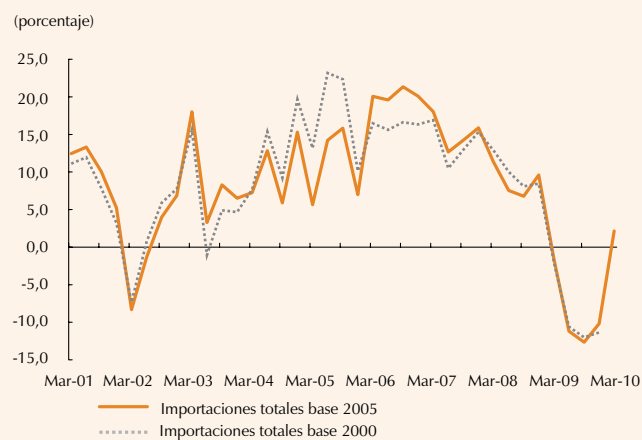
Las importaciones muestran crecimientos similares con las dos bases, particularmente en los últimos trimestres (Gráfico E). Por el contrario, la revisión en la

Gráfico D
Consumo de los hogares
(crecimiento anual)



Fuente: DANE.

Gráfico E
Importaciones
(crecimiento anual)



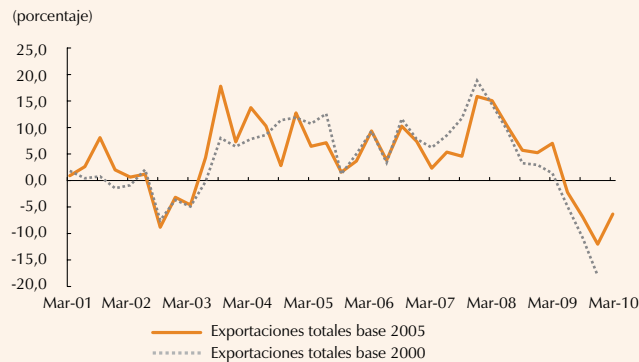
Fuente: DANE.

serie de exportaciones fue mayor, específicamente en el último año, pues, de acuerdo con los datos de la base 2005, las exportaciones habrían caído en un porcentaje menor (Gráfico F). Finalmente, cabe resaltar la disminución en la importancia de las exportaciones netas¹ como porcentaje del PIB. En la base 2005 el déficit es menor durante todo el período (Gráfico G).

Por último, desde el punto de vista de la oferta, las grandes ramas de actividad económica que mayores variaciones tuvieron fueron establecimientos financieros y agricultura, como se aprecia en el Gráfico H, paneles 1 y 2. Al comparar las participaciones sectoriales para

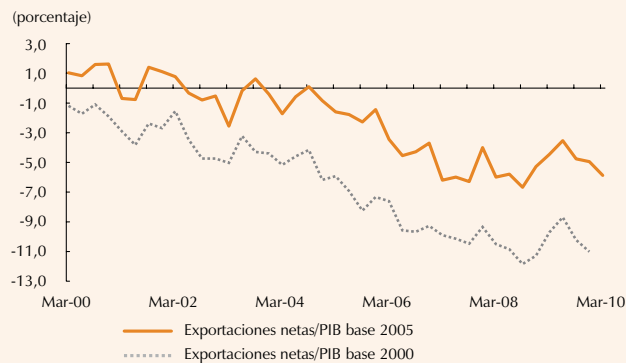
1 Para calcular este agregado con la base 2005 se supone que la discrepancia estadística es igual a cero.

Gráfico F
Exportaciones
(crecimiento anual)



Fuente: DANE.

Gráfico G
Exportaciones netas como porcentaje del PIB

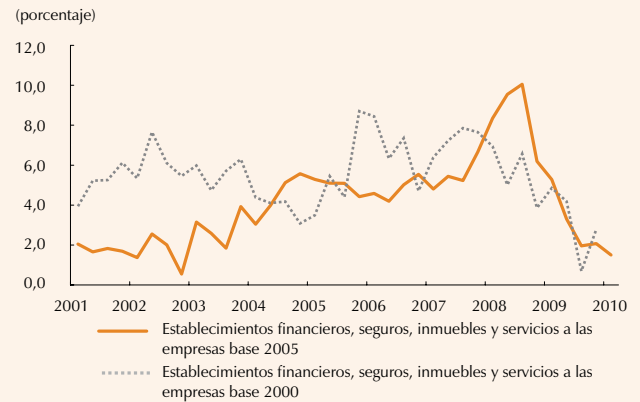


Fuente: DANE.

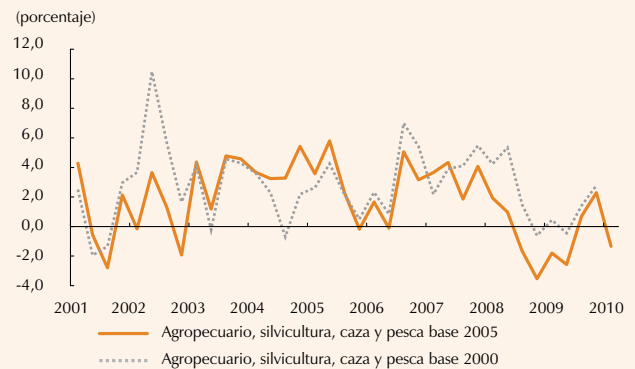
el último año disponible (2009) entre ambas bases, se evidencia que los sectores que más aumentaron su participación con el nuevo cálculo fueron construcción, minería y electricidad, gas y agua, mientras que los que más la disminuyeron fueron agricultura y servicios sociales, comunales y personales (Gráfico I)

Gráfico H

1. Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas
(crecimiento anual)

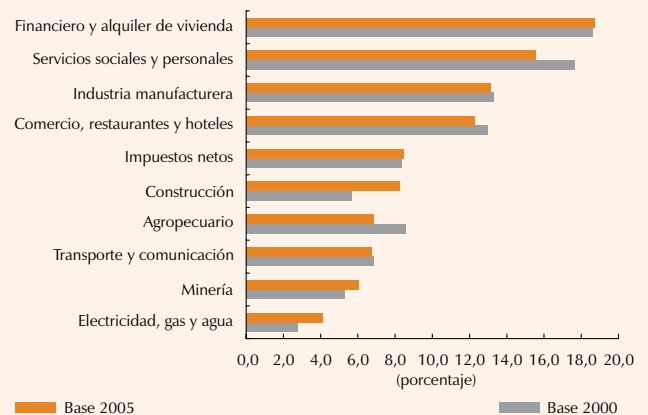


2. Agropecuario, silvicultura caza y pesca
(crecimiento anual)



Fuente: DANE.

Gráfico I
Participaciones de las ramas de actividad en el PIB para el año 2009
(precios corrientes)



Fuente: DANE.

El consumo de los hogares aumentó 3,5% de la mano de cada uno de sus componentes (Cuadro 3). Se destacó especialmente el comportamiento de la compra de bienes durables, que creció 14,5% en términos anuales, impulsado en gran medida por la adquisición de automóviles.

Cuadro 3
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto
(porcentaje)

	2009				2009	2010	I trimestre de 2010
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.	contribuciones (pp) ^{a/}
Consumo total	(0,0)	1,4	1,3	2,5	1,3	4,0	3,2
Consumo final del Gobierno	(0,7)	2,4	3,2	5,3	2,6	6,1	0,9
Consumo de hogares	(1,5)	1,6	1,2	3,1	1,1	3,5	2,3
Formación bruta de capital							
Formación bruta de capital fijo	0,8	2,7	3,5	5,7	3,2	8,0	1,9
Exportaciones totales	7,0	(2,2)	(6,8)	(12,0)	(3,9)	(6,3)	(1,2)
Importaciones totales	(1,6)	(11,2)	(12,7)	(10,2)	(9,0)	2,2	(0,5)
Producto interno bruto	(0,9)	0,1	0,7	3,4	0,8	4,4	4,4

a/ Cálculos del Banco de la República.
Fuente: DANE.

En general, durante el primer trimestre los consumidores contaron con condiciones favorables, que se reflejaron en un aumento sostenido de la confianza. Además del efecto de las bajas tasas de interés y de inflación mencionadas, durante el período se observó un aumento en el nivel del empleo, que estimuló el ingreso de los hogares, así como una apreciación de la moneda, que permitió una mayor capacidad de compra de bienes importados.

Por su parte, el consumo público, con un crecimiento anual de 6,1%, mantuvo el dinamismo que se viene observando desde el segundo semestre de 2009, luego de la contracción que se registró en el último trimestre de 2008 y primero de 2009 (Cuadro 3). El gasto del Gobierno no sólo se expande desde entonces sino que, además, su tasa de crecimiento se ha venido acelerando.

Con relación a la inversión, en el primer trimestre se observó un aumento de su nivel, así como un importante crecimiento anual (8,0%). En esta oportunidad, tal como ha ocurrido en los últimos trimestres, la inversión más dinámica fue la destinada a obras civiles. El crecimiento anual en este sector fue de 37,5%, el cual se concentró en carreteras y puertos. En cuanto a la inversión diferente a las obras civiles, las cifras muestran un aumento en la producción nacional de maquinaria y equipo, y una ligera recuperación de la construcción de vivienda frente al trimestre inmediatamente anterior, la cual puede obedecer al estímulo generado por el subsidio del Gobierno a la tasa de interés para los créditos de vivienda nueva.

Tal como ha ocurrido en los últimos trimestres, la inversión más dinámica fue la destinada a obras civiles.

La evolución del comercio exterior se caracterizó por una desaceleración en la caída de las exportaciones y por un crecimiento de las importaciones.

La evolución del comercio exterior se caracterizó por una desaceleración en la caída de las exportaciones y por un crecimiento de las importaciones (2,2%) por primera vez en cuatro trimestres. Las ventas externas registraron una disminución de 6,3% en términos anuales, pero por primera vez desde finales de 2008 la caída es menor a la observada en el trimestre inmediatamente anterior, lo que sugiere que el peor momento de las exportaciones habría quedado atrás. Esta recuperación se explica por los mejores términos de intercambio, así como por el relativo éxito de la sustitución de las exportaciones a destinos diferentes a Venezuela. Las importaciones, por su parte, tuvieron un desempeño mejor que el de finales del año pasado. Las compras de productos externos se concentraron principalmente en bienes intermedios y de consumo, en línea con la recuperación que se ha observado en el gasto de los hogares y en la industria.

2. Crecimiento del PIB por ramas de actividad en el primer trimestre de 2010

Durante el primer trimestre de 2010 la construcción fue la rama de actividad económica que más contribuyó al crecimiento anual del PIB, al aumentar 16% con respecto al mismo período del año anterior (Cuadro 4). Cuando se discrimina este

Cuadro 4
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica
(porcentaje)

	2009				2009 Año completo	2010 I trim.	I trimestre de 2010 contribuciones (pp) ^{a/}
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.			
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	(1,8)	(2,6)	0,7	2,3	(0,4)	(1,3)	(0,1)
Explotación de minas y canteras	10,3	8,6	7,5	11,9	9,6	13,2	0,8
Industria manufacturera	(7,9)	(9,9)	(4,9)	(0,5)	(5,9)	3,9	0,5
Electricidad, gas y agua	(0,6)	(0,5)	2,1	4,6	1,4	6,5	0,2
Construcción	1,1	18,3	14,7	25,2	14,6	15,9	1,0
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	(2,7)	(2,0)	(3,2)	(1,1)	(2,3)	3,6	0,4
Transporte, almacenamiento y comunicación	0,8	0,6	(2,0)	0,7	0,0	2,6	0,2
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas	5,3	3,3	1,9	2,0	3,1	1,5	0,3
Servicios sociales, comunales y personales	0,5	0,7	2,5	1,6	1,3	4,1	0,6
Subtotal valor agregado	(0,5)	0,3	1,2	4,0	1,2	4,6	4,0
Impuestos menos subsidios	(4,7)	(4,9)	(4,5)	(2,5)	(4,2)	3,7	0,3
Producto interno bruto	(0,9)	0,1	0,7	3,4	0,8	4,4	4,4

a/ Cálculos del Banco de la República.
Fuente: DANE.

La construcción fue la rama de actividad económica que más contribuyó al crecimiento anual del PIB.

sector por tipo, se aprecia que el importante dinamismo observado fue resultado del comportamiento de las obras civiles (como ya se señaló). Por su parte, el PIB de edificaciones, que incluye el valor agregado generado por la construcción de vivienda, oficinas, locales y bodegas, entre otros, mostró por sexto trimestre consecutivo una contracción anual (-2,3%). Sin embargo, este agregado registró un tímido aumento con respecto al trimestre anterior, en parte asociado con la expansión que logró la vivienda de interés social (VIS), que compensó el regular comportamiento de los otros tipos.

La minería fue el segundo sector de en aportar al crecimiento del PIB.

Luego de la construcción, la minería fue la segunda rama de actividad económica en aportar al crecimiento del PIB, al expandirse 13,2% en términos anuales. El buen desempeño del sector minero continúa siendo el resultado del persistente aumento de la producción petrolera, como consecuencia de los importantes montos de recursos tanto extranjeros como nacionales destinados a esta rama durante los últimos años. Así mismo, la extracción de otros productos mineros, como el carbón y especialmente productos no metálicos (que son dirigidos principalmente a la construcción), se mantuvo dinámica, creciendo a ritmos superiores al 5% anual.

La industria mostró en el primer trimestre de 2010 un importante repunte frente al nivel de finales del año pasado.

Otros sectores que hicieron una contribución no despreciable al crecimiento fueron los servicios, el comercio y la industria. En los casos de estos dos últimos se presentaron signos claros de reactivación, luego de un comportamiento muy pobre en 2009. En el comercio, el significativo crecimiento del consumo interno de bienes durables se reflejó en un importante incremento de la comercialización minorista de automóviles, electrodomésticos y equipos de informática, lo que, junto con una notoria dinámica de los servicios de hotelería y de restaurantes, explicaron que el PIB del sector se expandiera a una tasa anual de 3,6%.

Por su lado, la industria, que fue el sector más afectado durante la fase contractiva de la economía asociada con la crisis internacional, en el primer trimestre de 2010 mostró un importante repunte frente al nivel de finales del año pasado, creciendo a una tasa anual de 3,9%. A pesar de ello, las ventas industriales al mercado externo siguen golpeadas por la menor demanda venezolana, producto tanto de las restricciones comerciales impuestas desde el segundo semestre de 2009 como del débil comportamiento de su demanda interna. Lo anterior sugiere que las ventas internas industriales, junto con el proceso de sustitución de mercados que en algunos segmentos de la industria se ha venido efectuando gradualmente, en especial a Ecuador, Brasil y Centroamérica, han sostenido en gran parte la recuperación de la actividad productiva de dicho sector.

El sector de más pobre desempeño durante los tres primeros meses del año fue la agricultura.

En contraste, el sector de más pobre desempeño durante los tres primeros meses de 2010 fue la agricultura, cuya actividad económica se contrajo 1,3% en términos anuales. La caída del PIB agrícola en el primer trimestre obedeció a que parte de la producción de cultivos transitorios y de ganado bovino se vio afectada por el fenómeno de El Niño, tal como ha ocurrido en otros momentos de la historia. Adicionalmente, la producción cafetera siguió mostrando niveles muy bajos con respecto al primer trimestre del año anterior y a su promedio histórico.

Para el resto de 2010 se espera que la expansión de la actividad económica continúe impulsada en buena parte por la demanda interna.

La mayor contribución al crecimiento será del consumo privado.

La inversión será el segundo tipo de gasto con mayor aporte al crecimiento de la economía.

La contribución de la demanda externa neta será negativa como resultado de un mayor crecimiento de las importaciones frente a la dinámica de las exportaciones.

3. Perspectivas de la actividad económica para el resto de 2010

Para el resto de 2010 se espera que la expansión de la actividad económica continúe impulsada en buena parte por la demanda interna. Así, aunque permanecen los riesgos en el contexto internacional ya comentados, en particular los asociados con la repercusión de los problemas de deuda soberana de algunos países europeos en el financiamiento externo, se espera que el dinamismo de la demanda interna ayude a mitigar un eventual efecto adverso, siempre y cuando la recuperación de la confianza de los agentes se siga consolidando, tal como se observó en el primer semestre del año.

Así las cosas, se espera que en el presente año la mayor contribución al crecimiento provenga del consumo privado. La dinámica del gasto de los hogares será estimulada esencialmente por cinco factores: i) las bajas tasas de interés que percibirán los consumidores, producto de los efectos rezagados de la política monetaria; ii) los bajos niveles de inflación; iii) la rápida reactivación de la confianza de los agentes; iv) un mejor comportamiento del empleo, especialmente del asalariado, y v) una mayor disponibilidad de crédito, como lo sugieren las diversas encuestas de opinión aplicadas al sistema financiero.

El consumo público, así como en el año anterior, contribuirá en buena medida al crecimiento del PIB, a pesar de que en 2010 su aporte se prevé sólo levemente superior al registrado en 2009. De esta forma, la importancia relativa de este tipo de gasto será menor pues, a diferencia de lo acontecido el año pasado, su contribución al crecimiento de la producción nacional será superado por la del consumo de los hogares.

La inversión será el segundo tipo de gasto con mayor aporte al crecimiento de la economía. En particular, se espera que la inversión en capital fijo continúe con la dinámica que mantuvo durante todo el año pasado, registrando un crecimiento positivo, aunque bajo comparado con los observados antes de 2008. Este mejor comportamiento será consecuencia de una aceleración del gasto destinado a bienes de capital para la industria y el transporte a partir del segundo trimestre. Por su parte, la inversión en obras civiles, otro componente de la formación bruta de capital fijo, el resto del año mantendría los niveles alcanzados en el primer trimestre. Dado que la base de comparación es alta, esto podría implicar crecimientos anuales negativos.

La contribución de la demanda externa neta será negativa como resultado de un mayor crecimiento de las importaciones frente a la dinámica de las exportaciones. Las compras externas durante todo el año continuarán aumentando en la misma forma como lo hicieron a finales de 2009. Por otro lado, las exportaciones también crecerán, pero en menor medida, pues se espera, entre otras cosas, que el efecto de la recuperación de las ventas al Ecuador en el crecimiento anual sólo se empiece a apreciar en el segundo semestre del año. La reactivación de la dinámica exportadora dependerá, también, del éxito que se tenga en el objetivo de posicionar los productos locales en los mercados asiáticos, así como en los de Brasil, Perú y Centroamérica.

Los primeros meses del año estuvieron caracterizados por una estabilización en las condiciones del mercado laboral.

En resumen, la recuperación de la economía colombiana en 2010 tendrá como principal motor la demanda interna y, en menor medida, el mejor desenvolvimiento de nuestros principales socios comerciales. En lo que respecta al comportamiento de la primera, la información del PIB del primer trimestre permite augurar que la reactivación de sus componentes, consumo e inversión, será mucho más acentuada que la estimada meses atrás. Por tal razón, el Banco de la República aumentó el crecimiento esperado para este año a un rango entre 3,5% y 5,5%, superior al previsto anteriormente (entre 2% y 4%).

B. MERCADO LABORAL

Los primeros meses del año estuvieron caracterizados por una estabilización en las condiciones del mercado laboral. Por un lado, la tasa de desempleo (TD) comenzó a ceder desde diciembre de 2009, especialmente en las grandes áreas urbanas. Lo anterior estuvo asociado con una oferta laboral que se ha desacelerado, posiblemente como consecuencia de una mejor situación de los hogares. Adicionalmente, la calidad del empleo ha ido en aumento; sin embargo, persisten algunos hechos preocupantes, sobre todo en la duración del desempleo, por lo que los avances en las condiciones laborales son aún incipientes.

la tasa de desempleo comenzó a ceder desde diciembre de 2009,

1. Desempleo

Los movimientos de la TD están determinados por el comportamiento de la oferta (medida con la tasa global de participación [TGP]) y de la demanda de trabajo (medida con la tasa de ocupación [TO]). El deterioro del mercado laboral que se observó a finales de 2008 y durante gran parte de 2009 estuvo caracterizado por una fuerte expansión de la oferta laboral, hecho que se tradujo en un flujo de personas que entraron al mercado buscando compensar el ingreso familiar que se había visto afectado con la crisis económica. Esa mayor participación laboral no pudo ser absorbida por la economía y, a pesar de un incremento en la ocupación, el desempleo aumentó.

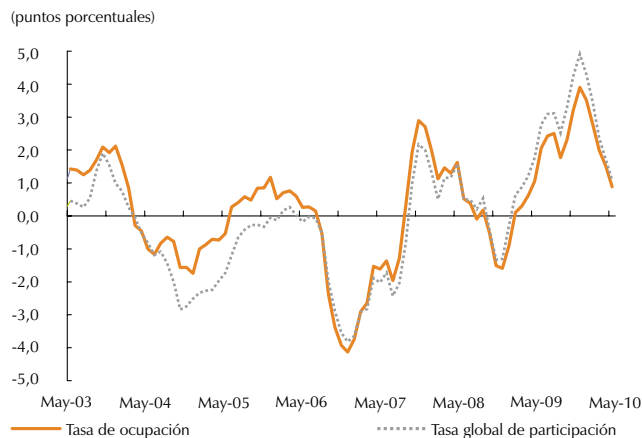
Dicha situación parece haberse detenido en lo corrido de 2010. Según la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH), la expansión de la oferta laboral tocó su punto máximo en diciembre de 2009 y ha ido desacelerándose hasta el trimestre móvil terminado en mayo. Esta situación caracterizó al total nacional (Gráfico 33, panel A), y fue aún más clara en las trece áreas principales, dominio en donde desde febrero de 2010 la ocupación creció en mayor medida que la participación (Gráfico 33 panel B).

La oferta laboral se ha desacelerado y la calidad del empleo ha ido en aumento

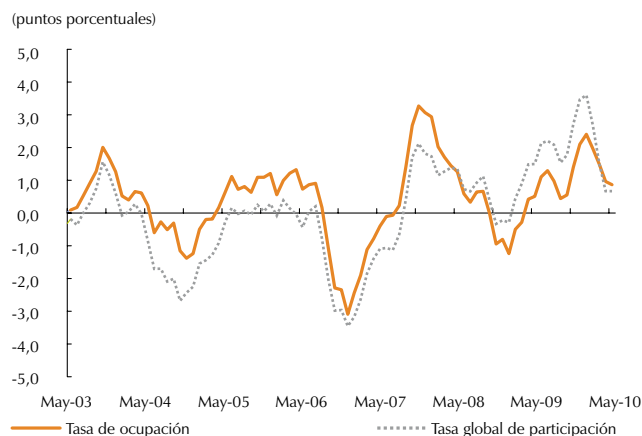
Lo anterior resultó en una TD que comenzó a estabilizarse en el total nacional, y que se redujo en términos anuales para las áreas urbanas. Con información del promedio móvil de los meses marzo a mayo, el desempleo en el total nacional fue de 12,0%, ligeramente por encima del observado en el mismo período de 2009. Para las trece ciudades principales el desempleo fue de 12,5%, frente al 12,9% alcanzado un año atrás. Por su parte, la TD de las zonas rurales llegó a 8,6%, superior al 8,1%

Gráfico 33
Variación absoluta anual de la tasa global de participación y de la tasa de ocupación

A. Total nacional, trimestre móvil

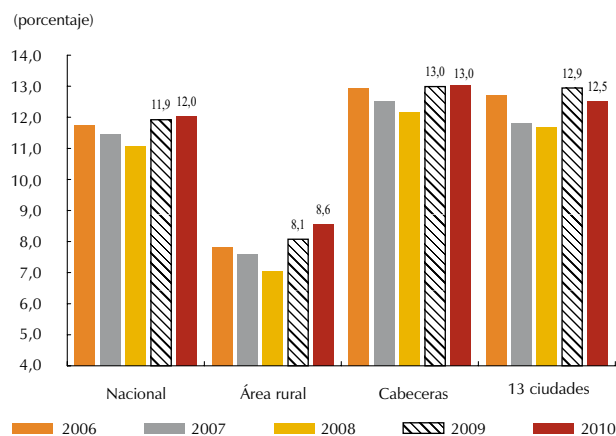


B. 13 áreas, trimestre móvil



Fuente: DANE (GEIH).

Gráfico 34
Tasa de desempleo, según áreas
(promedio móvil marzo, abril y mayo)



Fuente: DANE (GEIH).

observado un año atrás y haciendo que sea éste el único dominio geográfico que aún presente deterioros en la desocupación (Gráfico 34).

Al examinar las series desestacionalizadas¹³ para el total nacional y las trece áreas, se observa que la TD presentó descensos desde los picos alcanzados en los últimos meses de 2009 (Gráfico 35). Aunque en mayo el desempleo presentó un pequeño repunte, es probable que éste resulte ser un incremento transitorio, por varias razones. Primero, la TD de los jefes de hogar no detuvo su tendencia decreciente en el mes de mayo, lo cual podría evidenciar que el leve deterioro del desempleo en ese mes no es generalizado (Gráfico 36). Segundo, el mayor crecimiento económico que se proyecta para 2010 y los indicios de una actividad productiva que se ha recuperado en lo corrido del año pueden llevar a pensar que la reducción del desempleo se mantendrá.

2. Oferta y demanda de trabajo

Algunos de los determinantes de la expansión de la oferta laboral en 2008 y 2009 fueron la estabilidad y calidad del empleo del jefe de hogar. La información disponible apunta a que estos factores han presentado

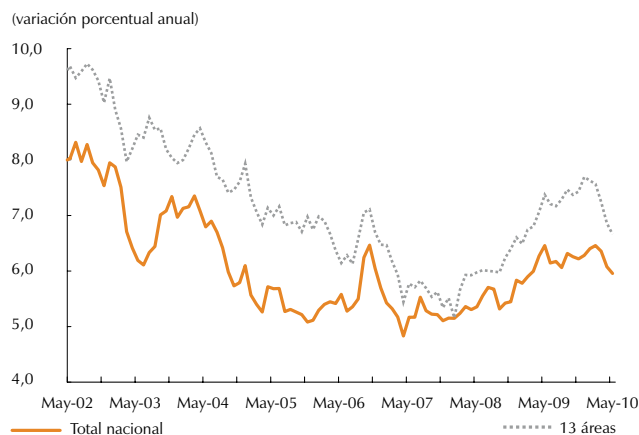
Gráfico 35
Tasa de desempleo (TD)
(trimestre móvil, serie desestacionalizada)



Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

13 La información del mercado laboral suele presentar problemas de estacionalidad. Por ejemplo, la TD suele ser alta a principios de un año, y tiende a descender a lo largo del mismo, por lo que es conveniente analizar las series desestacionalizadas.

Gráfico 36
Tasa de desempleo de los jefes de hogar
(trimestre móvil, serie desestacionalizada)



Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 37
Tasa de subempleo (TS) de jefes de hogar frente a la tasa global de participación (TGP) de agentes distintos al jefe de hogar
(trece áreas, trimestre móvil, serie desestacionalizada)



Nota: la TS corresponde a la tasa de subempleo objetivo.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

una mejoría en 2010, la cual estaría detrás del alivio en la participación laboral. Por un lado, como se mostró, la TD de los jefes de hogar ha descendido en términos desestacionalizados desde febrero del presente año, lo cual da indicios de una mayor estabilidad del empleo de este grupo poblacional (Gráfico 37). Por otro, la calidad del empleo del jefe de hogar también podría estar mejorando, como lo muestra la reducción en la tasa de subempleo desde febrero (Gráfico 37). La combinación de ambos factores podría estar logrando que los agentes secundarios del hogar detengan su entrada al mercado en busca de empleos complementarios. Lo anterior se evidencia en la TGP de agentes distintos al jefe de hogar, la cual ha mostrado disminuciones desde principios de 2010 (Gráfico 38).

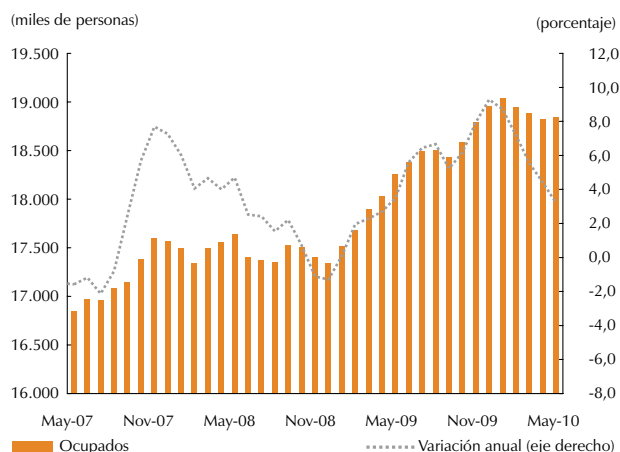
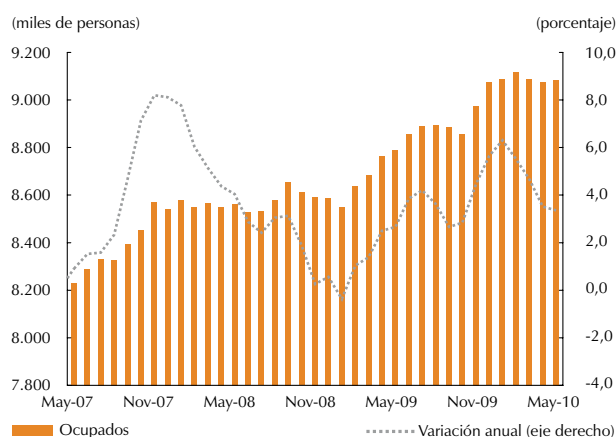
Por el lado de la demanda de trabajo, los comportamientos han sido diferentes de acuerdo con el dominio geográfico que se analice. Según la GEIH, desde enero de 2010 el número de ocupados en el total nacional viene disminuyendo (en términos desestacionalizados). Sin embargo, el número de empleados en las trece áreas principales aumentó desde noviembre del año pasado hasta febrero de 2010 (Gráfico 38, paneles A y B). A pesar de algunas disminuciones en marzo y en abril, en mayo el número de ocupados presentó de nuevo un crecimiento, y se ubica en niveles por encima de los observados en todo 2009. Al igual que en el caso de la tasa de desempleo, lo anterior es consistente con la idea de que la recuperación del mercado laboral se ha dado con mayor claridad en las grandes ciudades.

3. Calidad del empleo y condiciones laborales

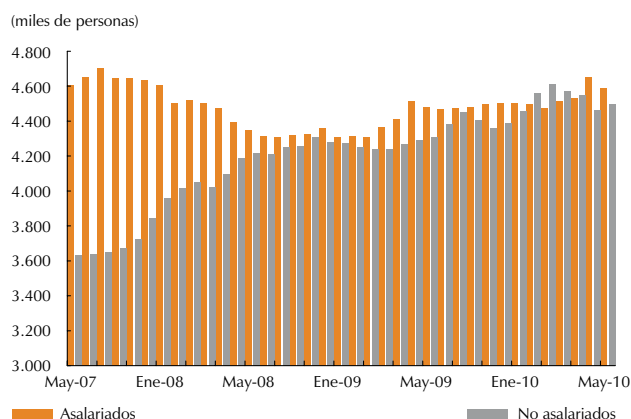
La información disponible apunta a que la creación de empleo en las áreas urbanas es de alta calidad. Al descomponer el número de empleados por tipo de ocupación se observa que el empleo no asalariado ha disminuido desde el trimestre móvil terminado en enero, mientras que el asalariado creció en lo corrido de 2010 frente a los niveles de finales de 2009¹⁴ (Gráfico 39). Dado que este último tipo de ocupación se asocia con trabajos estables y con acceso a la seguridad social, lo anterior indica que la formalidad habría aumentado en Colombia durante el presente año. Esta información se corrobora con el reporte de informalidad del DANE, el cual registra que en las trece áreas el porcentaje de la fuerza laboral ocupada que tiene acceso a seguridad social (es decir, salud

14 Aunque en mayo el empleo asalariado presentó un descenso, no hay información suficiente para afirmar que se trate de un cambio en la tendencia. Es más probable que se trate de una corrección estadística, dado el fuerte incremento que se dio en abril.

Gráfico 38

A. Ocupados total nacional
(trimestre móvil, serie desestacionalizada)B. Ocupados 13 áreas
(trimestre móvil, serie desestacionalizada)

Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 39
Ocupados por tipo de empleo
(trece áreas, trimestre móvil, serie desestacionalizada)

Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

y pensiones) aumentó, pasando de 41,3% en el trimestre móvil terminado en diciembre a 42,7% en el terminado en abril¹⁵ (Gráfico 40).

Para entender los factores que podrían estar detrás de este comportamiento del empleo, puede darse una mirada a la evidencia histórica. En épocas de recuperación de la actividad económica el empleo de alta calidad tiende a responder de manera importante al PIB y, en menor medida, a los salarios. De esta manera, la dinámica del empleo asalariado ha sido coherente con el mayor crecimiento de la actividad productiva y con la reducción en el ajuste anual de salarios reales en los primeros meses de 2010 (Gráfico 41).

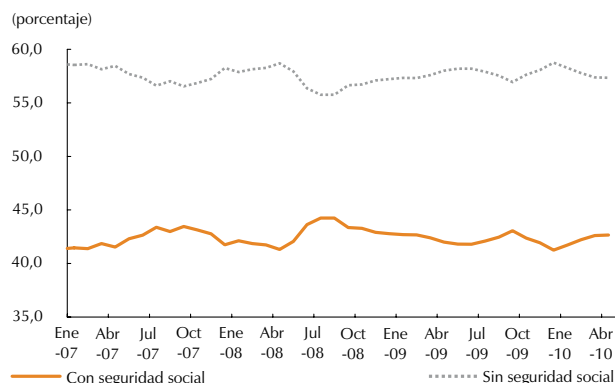
Adicionalmente, con información a diciembre de 2009, al desagregar el número de ocupados por nivel de educación se observa que la creación de empleo se dio tanto en los trabajadores de baja calificación como en los calificados, es decir, aquellos con más de doce años de educación. A pesar de que la cantidad de nuevos empleos de menor nivel educativo es mayor que los de educación superior, este último segmento viene acelerándose y se tornó positivo desde finales del año pasado (Gráfico 42).

Además de la mejoría en la calidad del empleo, hay indicios adicionales de la estabilización y recuperación del mercado laboral. En primer lugar, mientras que en 2009 hubo un flujo de estudiantes que abandonaron su estudio y entraron a la fuerza de trabajo (hecho que perjudica la acumulación de capital humano), desde enero de 2010 este proceso se ha revertido. Así, como lo muestra el Gráfico 43, el número de personas inactivas que se encuentran estudiando se ha incrementado en términos anuales¹⁶. De la misma manera, la entrada al mercado laboral de personas que se dedicaban a

15 Cabe notar que la normatividad que cobija la Planilla integrada de liquidación de aportes (PILA), según la cual se obliga a la cotización conjunta de pensiones y de salud, puede haber ayudado a que el acceso a seguridad social no presentara reducciones importantes en 2008 y 2009, a pesar de la menor actividad económica.

16 Las personas inactivas son aquellas que, en edad de trabajar, no están ocupadas porque no necesitan, no pueden o no están interesadas en tener actividad remunerada. Una variación positiva implica que quienes estaban ofreciendo su trabajo dejaron de hacerlo, ya sea porque no les interesa o no necesitan participar en una actividad productiva.

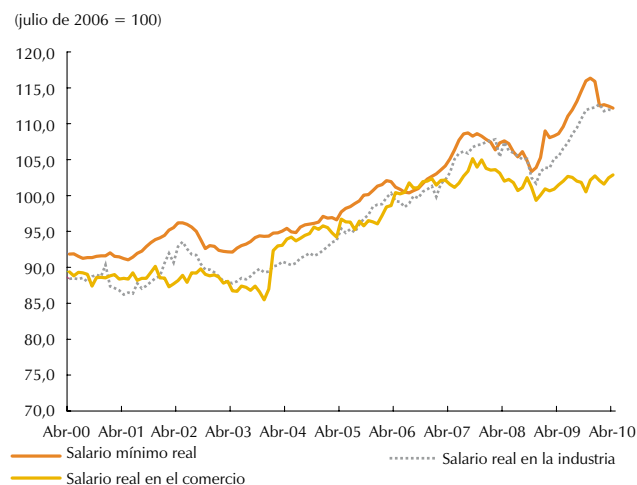
Gráfico 40
Proporción de ocupados según acceso a seguridad social



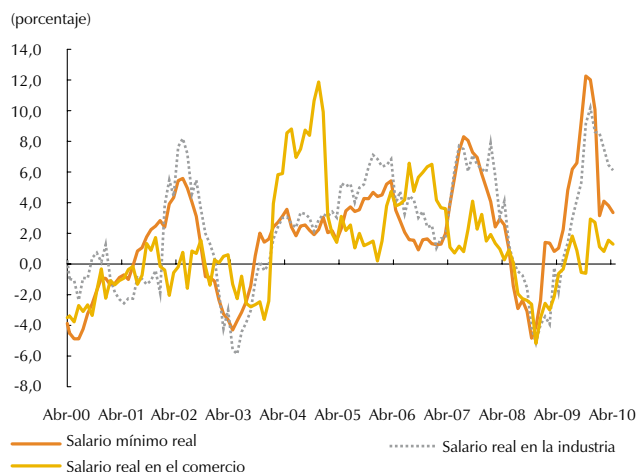
Fuente: DANE

Gráfico 41

A. Salarios reales
(serie desestacionalizada)



B. Variación anual de los salarios reales



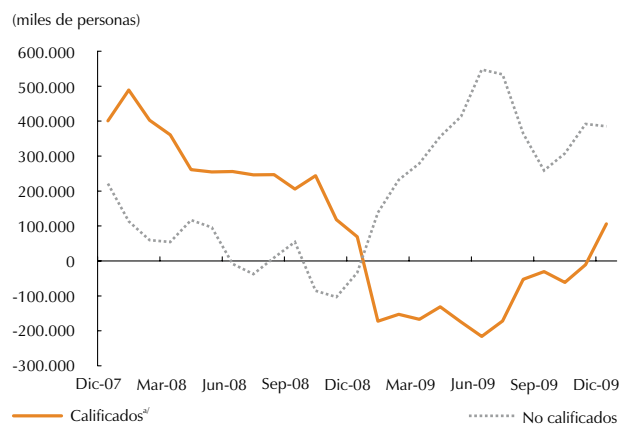
Nota: salario mínimo real calculado con el IPC total, salario real de la industria calculado con el IPP industrial y salario real del comercio calculado con el IPC.

Fuentes: DANE y Ministerio de la Protección Social; cálculos del Banco de la República.

oficios del hogar ha perdido fuerza. Este hecho es consistente con la hipótesis de que, una vez se observan mejorías en la estabilidad del empleo y de los ingresos del jefe de hogar, los agentes secundarios se abstienen de participar en dicho mercado. Esto es significativo ya que, como se mencionó en el *Informe al Congreso* pasado, la experiencia en Colombia ha mostrado que el flujo de oferentes proveniente de los oficios del hogar suele emplearse en la informalidad.

En segundo lugar, la calidad del empleo puede estar incidiendo positivamente en el consumo de los hogares. En términos generales, existen distintos determinantes del consumo en el PIB, y uno de ellos es la

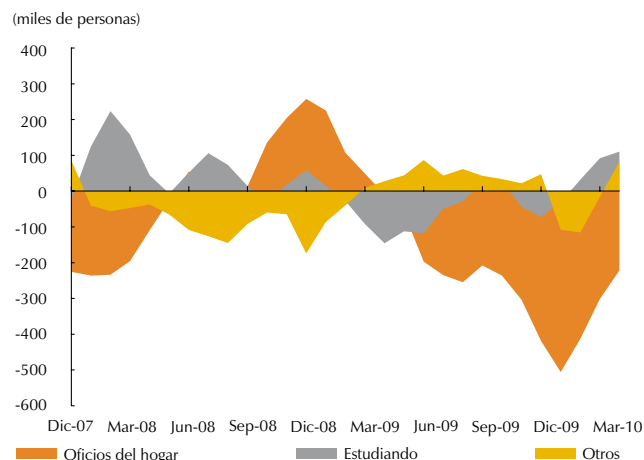
Gráfico 42
Variación absoluta anual de ocupados



a/ Con educación superior.

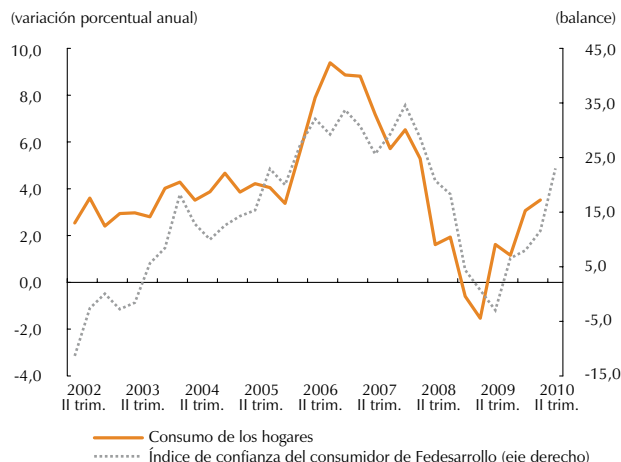
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 43
Variación absoluta anual de inactivos
(trece áreas, trimestre móvil)



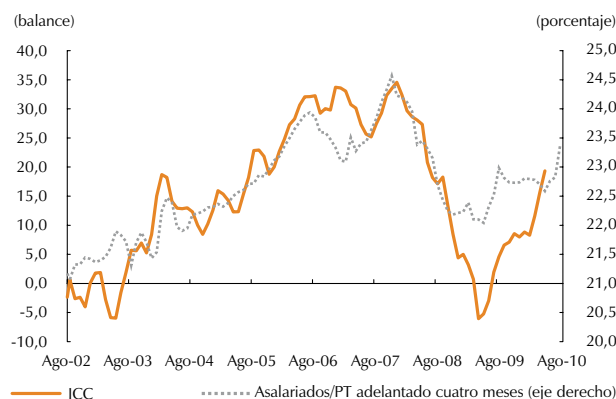
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 44
Consumo de los hogares e indicador de Fedesarrollo



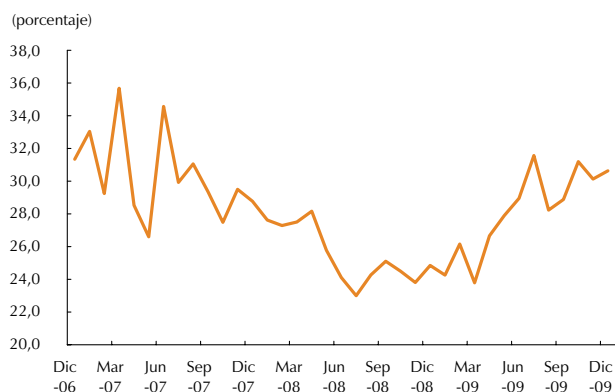
Nota: el ICC corresponde al promedio móvil de tres meses.
Fuentes: DANE y Fedesarrollo.

Gráfico 45
Asalariados como proporción de la población total (PT) e ICC (trece áreas, trimestre móvil, serie desestacionalizada)



Nota: el ICC corresponde al promedio móvil de tres meses, y los asalariados corresponden a la serie desestacionalizada.
Fuentes: DANE y Fedesarrollo; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 46
Porcentaje de desocupados buscando trabajo por más de 26 semanas (trimestre móvil, serie desestacionalizada)



Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

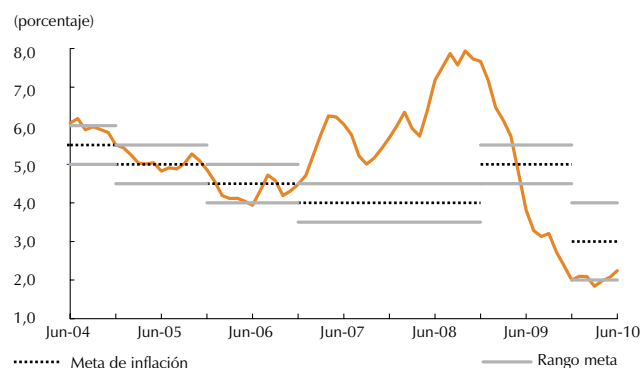
confianza de los hogares (Gráfico 44). Ésta podría estar relacionada con la estabilidad de los ingresos del hogar y con la calidad del empleo, por lo que a medida que se observe una mayor disponibilidad de trabajos asalariados podrían esperarse mejoras en la confianza. Por ello, la cercana relación entre el índice de confianza del consumidor (ICC) de Fedesarrollo y el número de puestos de trabajo asalariados, por habitante en las trece áreas¹⁷ indicaría que el mayor acceso a trabajos de calidad fue uno de los motores de la recuperación del consumo de los hogares durante el primer trimestre del año (Gráfico 45).

A pesar de las señales positivas del mercado laboral, aún persisten en él algunas condiciones precarias. El número de desocupados que ha buscado trabajo por más de 26 semanas ha ido en aumento. De esta manera, en el cuarto trimestre de 2009 cerca del 31% de los desocupados había buscado trabajo por más de seis meses, cifra superior a lo observado en la mayoría del año (Gráfico 46). Lo anterior indica que el desempleo continuó concentrándose en el de larga duración, también considerado desempleo estructural. Dado que usualmente las personas que perduran en el desempleo encuentran mayor dificultad para encontrar trabajo y tienden a perder su calificación, esto podría impactar negativamente la productividad laboral de la economía.

Finalmente, los indicadores de desempleo y de subempleo aún se encuentran en niveles históricamente altos, a pesar de las disminuciones de los últimos meses. Además, los indicadores de confianza y de calidad del empleo son aún menores que los de años previos a la contracción de la actividad económica, y el incremento de los trabajadores con acceso a seguridad social es aún muy leve. Por esto, debe tenerse cautela al reconocer los avances en términos del mercado laboral, y es probable que sólo una recuperación sostenida genere una disminución significativa del desempleo y un avance importante en la creación de empleo formal.

17 El número de trabajos asalariados por habitante en las trece áreas lidera al ICC con cuatro meses de rezago.

Gráfico 47
Inflación anual al consumidor



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Las presiones inflacionarias se mantuvieron contenidas durante la primera mitad de 2010.

C. INFLACIÓN

1. La inflación en el primer semestre de 2010

Las presiones inflacionarias se mantuvieron contenidas durante la primera mitad de 2010. En la mayor parte de este tiempo la inflación anual al consumidor fluctuó alrededor de 2,0%, que corresponde al piso del rango meta definido por la JDBR para este año. En los dos últimos meses se observó una leve tendencia ascendente que era esperada y que situó la inflación en 2,3% en junio (Gráfico 47).

En general, los resultados de estos primeros seis meses estuvieron por debajo de las proyecciones efectuadas por el mercado y por el Banco de la República en documentos anteriores. A finales de 2009 y a comienzos de 2010 se consideraba que la inflación al consumidor podía aumentar de una manera significativa, especialmente durante el segundo trimestre, como resultado del efecto del fenómeno de El Niño sobre los precios de los alimentos y de algunos servicios regulados como la energía. Sin embargo, factores relacionados con las bajas presiones de demanda interna y externa (esto último debido al bloqueo del comercio con Venezuela, cuyo impacto desinflacionario se subestimó), junto con un peso que se fortaleció y unos precios externos de manufacturas más bajos que los previstos, compensaron los efectos del fenómeno climático. A lo anterior se puede haber sumado una menor vulnerabilidad de los precios agrícolas a las variaciones climáticas, como se mencionará adelante.

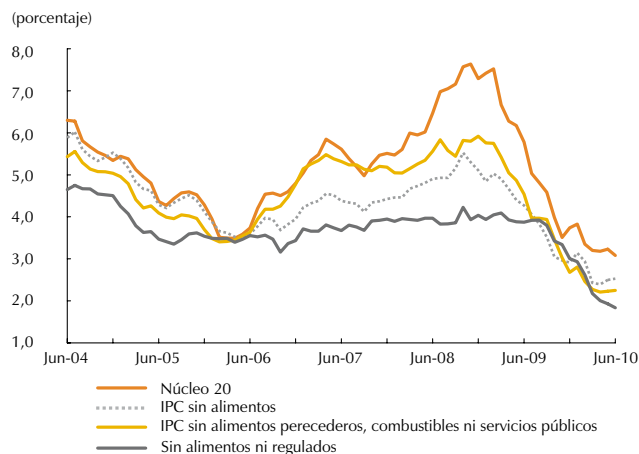
Así mismo, hay que tener en cuenta que en anteriores episodios de El Niño los precios al consumidor no siempre fueron afectados de igual manera debido a que la intensidad y extensión de este fenómeno tiende a variar a lo largo del tiempo, lo que hace difícil anticipar sus efectos.

En el caso de la inflación al consumidor, los errores de pronóstico se concentraron en los precios de los alimentos. En el IPC sin alimentos y en los otros indicadores de inflación básica el comportamiento estuvo en línea con lo previsto por el Banco de la República y el mercado. Así, la variación anual del IPC sin alimentos pasó de 2,9% en diciembre de 2009 a 2,5% en junio del presente año (Gráfico 48). Descensos similares se observaron en todos los otros tres indicadores calculados por el Banco, permitiendo que el promedio se situara en 2,4% frente a 3,1% de diciembre. A junio la totalidad de indicadores de inflación básica se situaba dentro o por debajo del rango meta de largo plazo, lo que corrobora la ausencia de presiones inflacionarias de importancia en la primera mitad del año (Gráfico 48).

La disminución de la inflación básica y, en particular, de la inflación anual sin alimentos en lo corrido del año, se concentró en los precios de los bienes y servicios que tienen una conexión más estrecha con el comportamiento del tipo de cambio; es decir, con la variación anual del IPC de transables sin alimentos ni

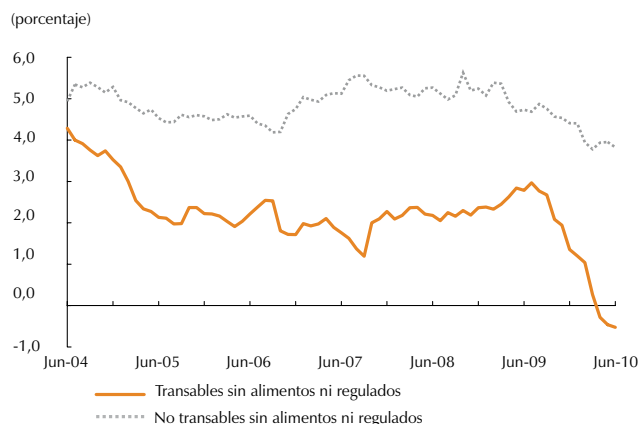
Los resultados de estos primeros seis meses estuvieron por debajo de las proyecciones efectuadas por el mercado y por el Banco de la República en documentos anteriores.

Gráfico 48
Indicadores de inflación básica anual



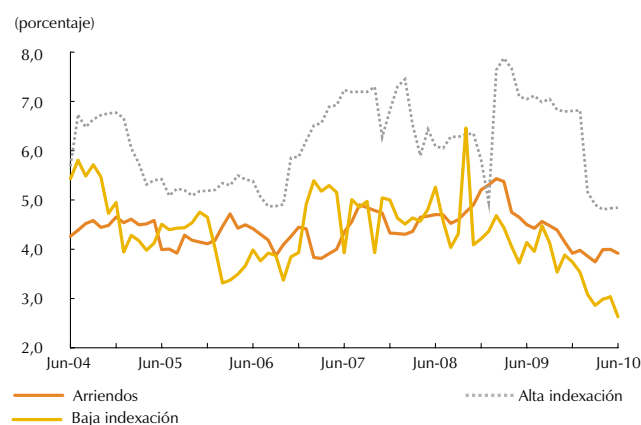
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 49
Inflación anual de transables y no transables sin alimentos ni regulados



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 50
Inflación anual de no transables sin alimentos ni regulados



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

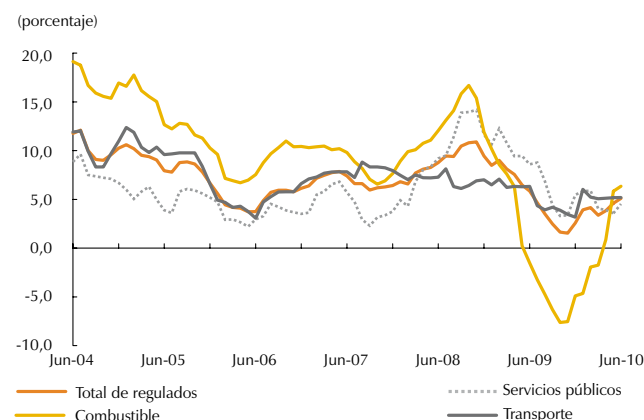
regulados. El cambio anual de este último grupo, que ya mostraba niveles bajos a finales de 2009, continuó disminuyendo en la primera mitad de 2010, hasta alcanzar un valor negativo por primera vez desde que se tienen cifras, muy por debajo de los pronósticos del Banco: a junio el resultado fue -0,5% frente a 1,4% de diciembre del año pasado (Gráfico 49).

Además de la apreciación acumulada desde mediados del año anterior, que lentamente se ha transmitido a los precios internos, un factor que pudo influir en esta tendencia del IPC de transables sin alimentos ni regulados fueron los pocos aumentos que se habrían registrado en los precios internacionales de manufacturas, como consecuencia de la debilidad de la demanda global. Esto ha permitido reducciones absolutas de precios en una amplia gama de bienes importados, con los automóviles y los aparatos electrónicos y de comunicaciones liderando las bajas. Un impacto similar había tenido el nivel de la demanda interna por debajo de su potencial desde finales de 2008, y el colapso de las exportaciones de manufacturas a Venezuela, dentro de las que el segmento de vehículos era uno de los más importantes.

La debilidad relativa de la demanda interna y las expectativas de inflación decrecientes, junto con la indexación de los precios y salarios, explican los menores ajustes observados en el IPC de no transables sin alimentos ni regulados durante el primer semestre de este año frente a igual período de 2009. Esto permitió una reducción de la variación anual de dicho índice desde 4,5% en diciembre de 2009 a 4,4% en junio de 2010, en buena medida anticipada por el Banco (Gráfico 49). Descomponiendo esta canasta se observa que una parte importante del descenso es atribuible a servicios que en el pasado han sido altamente indexados, como los servicios de educación, de salud y financieros, entre otros. En el caso de los arriendos, donde también ha existido un alto componente indexado, la menor inflación a finales de 2009 no se tradujo en una disminución de los ajustes en lo corrido de 2010 (Gráfico 50).

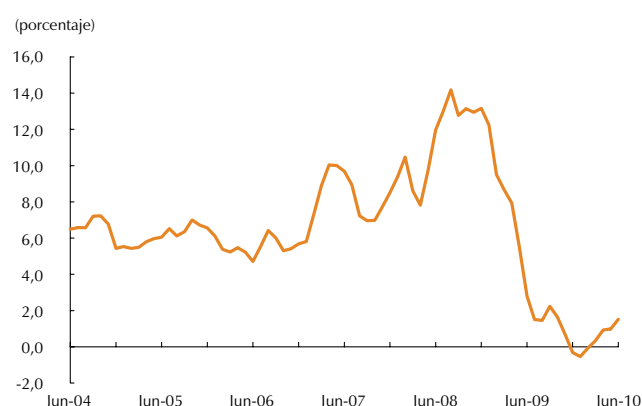
Dentro del IPC sin alimentos las principales presiones alcistas durante el primer semestre provinieron de los precios regulados (servicios públicos, transporte público y combustibles) (Gráfico 51). Esta situación, que estuvo dentro de lo previsto, es atribuible a los

Gráfico 51
Inflación anual de regulados y por componentes



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 52
Inflación anual de alimentos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

aumentos en el precio de la gasolina, decretados por el Gobierno para cerrar la brecha entre precios internos y externos, y en los reajustes en las tarifas de energía eléctrica. En este último caso los aumentos obedecieron al encarecimiento de la generación de energía por el riesgo que impuso el fenómeno de El Niño¹⁸ y a la nivelación de tarifas entre zonas urbanas y rurales en Bogotá y el oriente del país.

Además de los regulados, la variación anual del IPC de alimentos también aumentó en estos seis meses, pero a un ritmo mucho más pausado que el previsto inicialmente por el Banco de la República y por el mercado. Entre diciembre de 2009 y junio de 2010 dicha variación pasó de -0,3% a 1,5% (Gráfico 52).

El período inusualmente seco por el que atravesaron diferentes zonas del país debido al fenómeno de El Niño condujo a un aumento en los precios de varios alimentos perecederos, tal como se esperaba. Sin embargo, estos incrementos fueron menores que los de episodios anteriores de El Niño y se transmitieron a la inflación total en menor medida que antes por varias razones, dentro de las que sobresale el menor peso que hoy en día tienen los alimentos primarios dentro de la canasta del IPC. En la canasta actual esta participación es de 3,9%, mientras que en las de 1988 y 1998 era de 20,4% y 5,6%, respectivamente. Así mismo, es posible que otros factores que van desde una mayor tecnificación de la agricultura, con una mayor disponibilidad

de riego, hasta una ampliación o cambio en la frontera agrícola, puedan haber ayudado a este resultado.

Para los alimentos procesados o semiprocesados los aumentos tendieron a ser pocos, e incluso se continuaron observando caídas en los primeros meses de 2010 en productos como la carne, como sucedió en la segunda mitad del año pasado. Esto, que estuvo vinculado con el cierre de las ventas a Venezuela, tendió a revertirse a partir de abril, cuando nuevamente se observaron aumentos en precios que podrían ser resultado de la reactivación de la demanda interna y de una oferta algo debilitada por los deterioros en los márgenes de rentabilidad en meses anteriores.

18 La capacidad de generación de energía a partir de fuentes hídricas se ve disminuida en períodos de El Niño, cuando el volumen de lluvia se reduce por debajo de lo normal. En estas ocasiones los embalses caen a niveles críticos, lo que obliga a sustituirlos por fuentes de energía térmica que son más costosas. Las empresas de energía eléctrica en Colombia están en capacidad de transmitir parte de estos mayores costos a los consumidores mediante aumentos en las tarifas.

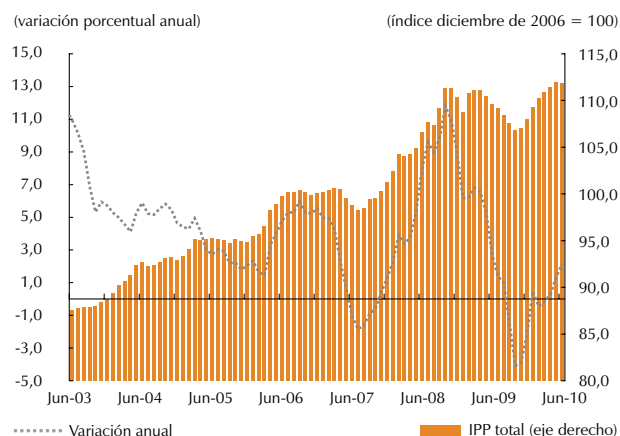
2. Perspectivas de la inflación en 2010

En general, los modelos del Banco señalan que el cumplimiento de la meta de inflación para finales de 2010 es altamente probable. Aunque se prevé que la recuperación de la actividad económica sucederá a un ritmo mayor que el previsto hace algunos meses, se considera que el resto del año la economía seguirá contando con una amplia capacidad instalada subutilizada que le permitirá absorber la mayor demanda sin generar presiones sobre los precios. En un escenario de restablecimiento de la estabilidad financiera internacional tampoco se vislumbran presiones inflacionarias por cuenta del tipo de cambio o de los precios internacionales de las materias primas y el transporte, ya que ninguna de estas variables deberá presentar aumentos de consideración en lo que resta del año o a comienzos de 2011.

En materia de costos no laborales tampoco se anticipan aumentos significativos que comprometan el cumplimiento de la meta de largo plazo en 2010 y hacia 2011. Aunque la inflación anual de los precios al productor (IPP) se ha acelerado

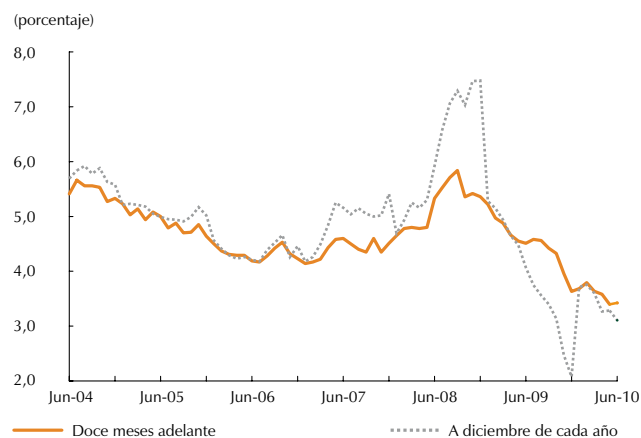
recientemente (pasó de -2,2% en diciembre de 2009 a 2,1% en junio de 2010) y podría seguir haciéndolo en los próximos meses, esto es en buena parte consecuencia de una base de comparación muy baja el año pasado más que el resultado de aumentos sostenidos en el nivel de precios. Los aumentos que se han dado recientemente se concentraron en los precios de los alimentos perecederos y son el resultado de las condiciones climáticas menos favorables o del ciclo normal de estos productos. Por estas razones, y porque no deberán presentarse aumentos en los precios internacionales, dada la debilidad de la demanda mundial, no se considera que la aceleración de la inflación anual del IPP, que se ha observado en los últimos meses, vaya a ser permanente, esperándose que ceda hacia finales de año (Gráfico 53).

Gráfico 53
IPP total



Fuente: DANE

Gráfico 54
Pronóstico de inflación anual según bancos y comisionistas de bolsa



Fuente: cálculos del Banco de la República.

Un factor fundamental para confiar en el cumplimiento de la meta de inflación de largo plazo en este año y en 2011 es el comportamiento de las expectativas de inflación. En lo corrido del año la encuesta mensual efectuada por el Banco a los operadores financieros muestra que las expectativas a fin de 2010 pasaron de 3,7% en enero a 3,1% en junio, mientras que las expectativas a doce meses se redujeron en el mismo lapso de 3,7% a 3,3% (Gráfico 54). La encuesta trimestral del Emisor aplicada a un conjunto más amplio de agentes, que incluye empresarios del sector real, y la de expectativas derivadas del diferencial de tasas entre TES unidad de valor real (UVR) y TES tasa fija también muestra un comportamiento similar.

Los modelos del Banco señalan que el cumplimiento de la meta de inflación para finales de 2010 es altamente probable.

Otro aspecto que puede contribuir a mantener la inflación dentro del rango meta en el mediano plazo es la indexación, debido a que por ley o por costumbre todavía muchos contratos de precios y salarios en Colombia (incluyendo el salario mínimo) tienen en cuenta la inflación pasada para determinar los ajustes futuros de precios. En las condiciones actuales, cuando la inflación ha alcanzado un nivel bajo, estas circunstancias deben contribuir a mantenerla en niveles compatibles con el rango meta de largo plazo.

Dado lo anterior, canastas como la de transables o no transables sin alimentos ni regulados, que hoy en día presentan una variación anual dentro o por debajo del rango meta, tenderán a mantenerse en niveles bajos hacia los próximos trimestres, contribuyendo decisivamente al cumplimiento de las metas. Gracias a ello se puede esperar que la inflación sin alimentos y otros indicadores de inflación básica converjan lentamente hacia el punto medio del rango meta en lo que resta del año y en 2011.

Los modelos del Banco también sugieren que durante el segundo semestre de este año puede presentarse un aumento de la inflación anual de alimentos que obedecería no tanto a los efectos de El Niño, el cual ya habría desaparecido para esa fecha, sino al comportamiento cíclico de la oferta de alimentos. Según los modelos, esta tendencia se mantendría hasta los primeros meses de 2011 y luego se revertiría parcialmente.

El aumento temporal del IPC de alimentos deberá repercutir en la inflación total en los próximos meses ubicándola en niveles cercanos al punto medio del rango meta de inflación de largo plazo. Así las cosas, los pronósticos del Emisor sugieren que el resultado para finales de este año estaría alrededor de 3,0%. Para 2011 no se espera un aumento de la inflación, dadas las condiciones expuestas.

Dichos modelos también sugieren que durante el segundo semestre de este año puede presentarse un aumento de la inflación anual de alimentos que obedecería no tanto a los efectos de El Niño, sino al comportamiento cíclico de la oferta de alimentos.

El pronóstico anterior, al igual que todo pronóstico, enfrenta riesgos tanto hacia arriba como hacia abajo. Al alza se puede citar la posibilidad de que se presente una recuperación de la economía colombiana más fuerte que la anticipada y un aumento en los precios de las materias primas y de las manufacturas chinas, si el crecimiento de los países emergentes resulta mayor que el previsto. Sin embargo, los efectos sobre precios internos de estos dos choques tenderían a materializarse, sobre todo en 2011, dados los excesos de capacidad productiva con que hoy en día cuenta la economía colombiana.

Dentro de los riesgos a la baja sobresale un eventual agravamiento de la situación de inestabilidad financiera por la que atraviesan varios países desarrollados, que termine afectando su crecimiento económico. En dicho entorno se podrían dar caídas en los precios de las materias primas, en la demanda por nuestras exportaciones y en la confianza de consumidores e inversionistas, todo lo cual tiende a reducir la inflación, tal y como sucedió a finales de 2008 y comienzos de 2009. Aunque dicho escenario puede traducirse en una depreciación del peso, la posibilidad de que este fenómeno genere alzas en los precios internos es limitada, ya que su transmisión hacia la inflación es baja cuando la demanda es débil.

Dado todo lo anterior, se estima que los riesgos que podrían desviar la inflación de las metas de largo plazo en el próximo año y medio son bajos. Un análisis más detallado de las tendencias de la inflación se podrá encontrar en el *Informe sobre Inflación* de junio que deberá estar disponible en las próximas semanas.

D. POLÍTICA MONETARIA, TASAS DE INTERÉS Y SECTOR FINANCIERO

1. Decisiones de política monetaria en lo corrido de 2010

Durante el primer trimestre de 2010 la economía colombiana presentó un comportamiento favorable en términos de inflación y de crecimiento económico. En marzo de 2010 la inflación anual al consumidor fue menor a lo esperado por el mercado y por el equipo técnico del Banco de la República, y se situó por debajo del límite inferior del rango meta. Adicionalmente, los pronósticos para finales del presente y siguiente años sugerían que la inflación se mantendría dentro de dicho rango (entre 2% y 4%).

En la sesión del 30 de abril de 2010 la JDBR redujo la tasa de interés de política en 50 pb para situarla en 3%.

En materia de actividad económica, las cifras mostraban que la recuperación continuaba y que el crecimiento podría situarse alrededor del punto medio del rango pronosticado para 2010 (entre 2% y 4%). Pese a ello, la holgura de la capacidad instalada en la industria y la debilidad en el mercado laboral y en la demanda externa sugerían que el PIB podría continuar en un nivel inferior al sostenible en el largo plazo (brecha del producto negativa).

La JDBR consideró que este contexto macroeconómico, de una brecha de producto negativa y de una inflación observada y proyectada más baja que la inicialmente prevista, permitía una política monetaria más expansiva que estimulara el crecimiento, sin que ello comprometiera la meta de inflación y la estabilidad macroeconómica. Por tal motivo, en la sesión del 30 de abril de 2010 la JDBR redujo la tasa de interés de política en 50 pb para situarla en 3%.

El 3 de marzo de 2010 la JDBR informó que reanudaría la acumulación de reservas internacionales por medio de subastas competitivas, por un valor de US\$20 m diarios hasta junio de 2010.

A lo largo del segundo trimestre del presente año la inflación subió levemente y en junio se situó en 2,3%. Pese a este incremento, las proyecciones para 2010 y 2011 continuaron mostrando una probabilidad elevada de que la inflación se mantendría dentro del rango meta. Por su parte, las cifras de actividad económica volvían a reflejar un crecimiento más fuerte que el inicialmente previsto. En estas condiciones, la JDBR decidió mantener inalterada la tasa de interés de referencia en 3%.

Adicional a las decisiones sobre tasas de interés, el 3 de marzo de 2010 la JDBR informó que reanudaría la acumulación de reservas internacionales por medio de subastas competitivas, por un valor de US\$20 m diarios hasta junio de 2010. Por otra parte, dados los mayores depósitos de la Tesorería General de la Nación (TGN) en el Banco de la República, la JDBR decidió suspender la venta de TES

que se venía haciendo mensualmente para contrarrestar el efecto monetario de la acumulación de reservas.

2. Comportamiento de las tasas de interés durante 2010

a. Tasas de interés de mercado

Desde el cambio en la postura de la política monetaria, iniciado en diciembre de 2008, las tasas de interés de las distintas modalidades de ahorro y de crédito han seguido tendencias decrecientes respondiendo a los recortes en la tasa de interés de referencia del Banco.

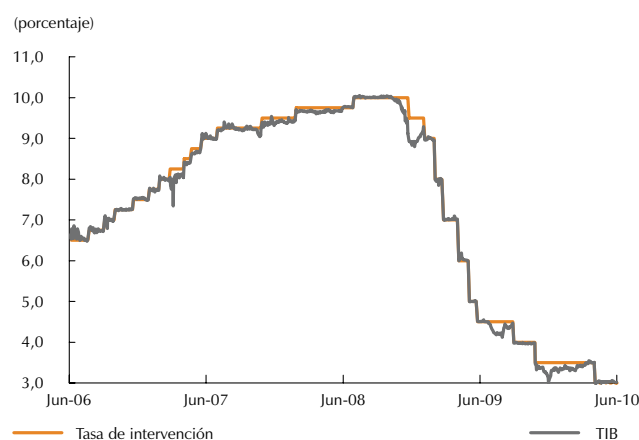
En el primer trimestre de 2010 la tasa de interés de referencia se mantuvo en 3,5%, y a finales de abril la JDBR la redujo en 50 pb, ubicándola en 3%, niveles

a los que convergió la tasa de interés interbancaria a un día (TIB), a pesar de que en los primeros meses del año se ubicara por debajo. Tal desalineamiento fue inducido por la condición de deudor neto del Banco de la República con el sistema financiero, el cual fue corregido con la apertura de las subastas de depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE) y los mayores depósitos de la TGN en el Banco de la República (Gráfico 55).

En lo corrido de 2010 la transmisión de la tasa de interés de política a las tasas de interés pasivas del mercado se reactivó gracias a la reducción acordada por la JDBR en abril (Gráfico 56). En particular, entre enero y junio de 2010 las tasas de interés DTF y de captación de CDT se redujeron en 50 pb y 40 pb, respectivamente¹⁹, y al terminar junio sus niveles se situaron en 3,42% y 3,82%²⁰.

Gráfico 55

Tasa de interés de intervención del Banco de la República y tasa de interés interbancaria (TIB)^{a/}



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles. El último dato corresponde al 30 de junio de 2010.

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

En cuanto a las tasas de interés activas, el impulso de la política monetaria ha sido disperso, destacándose el descenso de las tasas de interés de los créditos destinados a los hogares. De esta manera, durante el primer semestre del año, la tasa de interés de la cartera comercial se redujo 80 pb, al pasar de 8,55% a 7,76%²¹. En

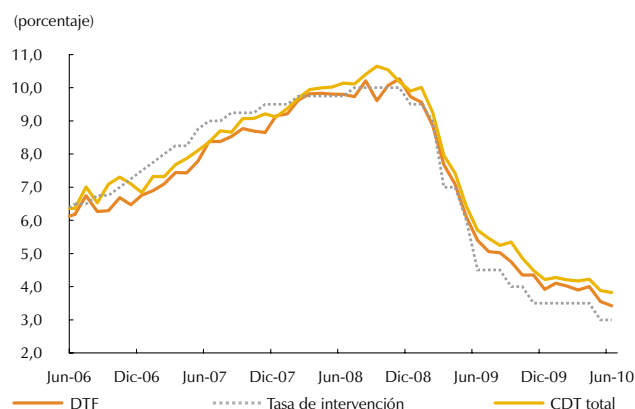
19 La DTF corresponde a la tasa de captación de CDT a noventa días de bancos, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial. La tasa de captación de CDT corresponde a la tasa a todos los plazos, reportada por todos los establecimientos de crédito a la Superintendencia Financiera de Colombia.

20 La DTF el 30 de diciembre es la vigente para la semana siguiente (4 al 10 de enero de 2010). En ese período la DTF se ubicó en 3,92% y la CDT total en 4,21%

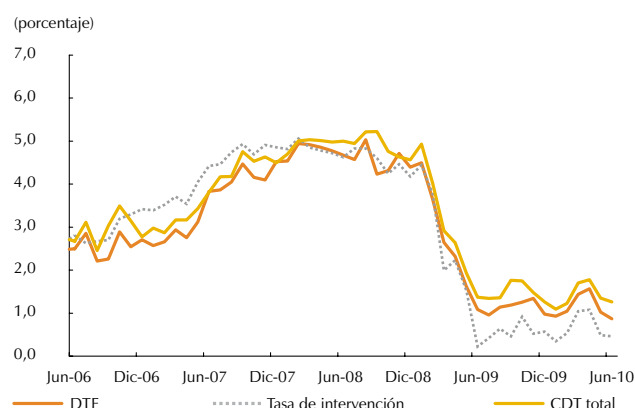
21 Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso.

Gráfico 56
Tasas de interés pasivas y tasa de intervención del Banco de la República^{a/}

A. Nominales



B. Reales^{b/}



a/ La información corresponde a datos de fin de mes. La DTF corresponde a la tasa en el momento de la captación (operación), la cual tiene vigencia en la siguiente semana.

b/ La información corresponde a datos de fin de mes; deflactado con IPC sin alimentos.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE; cálculos del Banco de la República.

esta categoría la tasa de interés que más disminuyó fue la de los créditos preferenciales (139 pb), al pasar de 7,7% a 6,31%. Por su parte, las tasas de interés de los créditos de tesorería y ordinarios se redujeron en 42 pb y 2 pb, respectivamente (Gráfico 57).

En el segmento de crédito a hogares, a finales de junio las tasas de interés de consumo²² y de tarjetas de crédito²³ se situaron en 18,27% y 22,33%, en su orden, con reducciones en lo corrido del año de 196 pb y 288 pb (Gráfico 58)²⁴. En lo corrido de 2010 la tasa de interés para créditos destinados a vivienda se redujo en 116 pb, al pasar de 13,93% en diciembre de 2009 a 12,77% en junio de 2010. La mayor reducción mensual de la tasa hipotecaria se presentó en los meses de mayo y junio, como resultado de las nuevas políticas de créditos hipotecarios lideradas por algunos bancos, en reemplazo de los subsidios otorgados por el Gobierno, los cuales finalizaron en abril pasado (Gráfico 59).

Finalmente, durante 2010 la tasa de interés de microcrédito mantuvo, en promedio, niveles similares a los observados a finales de 2009, constituyéndose en el tipo de cartera cuya tasa de interés no ha respondido a las reducciones en la tasa de interés de referencia del Banco de la República iniciadas a finales de 2008 (Gráfico 59).

b. El mercado de deuda pública

El comportamiento del precio de los TES se puede explicar tanto por las condiciones económicas globales como por factores de oferta y demanda interna. Un entorno económico internacional de bajas tasas de interés y menor aversión al riesgo podría estimular la demanda por activos locales, lo contrario podría incentivar la salida de capitales, afectando así el precio de los TES.

En el nivel interno los precios de los títulos de deuda pública reflejan las decisiones y preferencias de los agentes que participan en este mercado. Para la evaluación

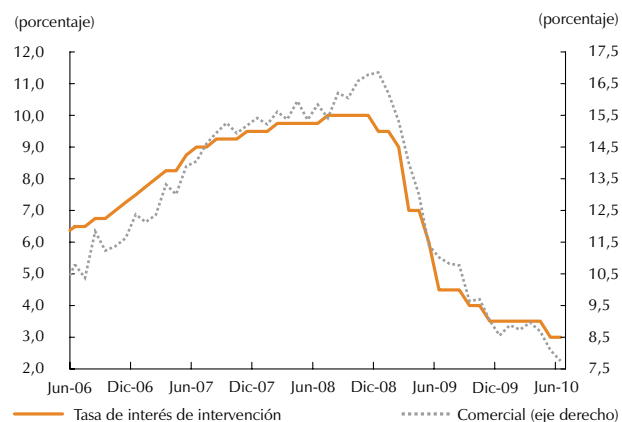
22 Sin incluir tarjetas de crédito.

23 Sin incluir compras a un mes ni avances en efectivo.

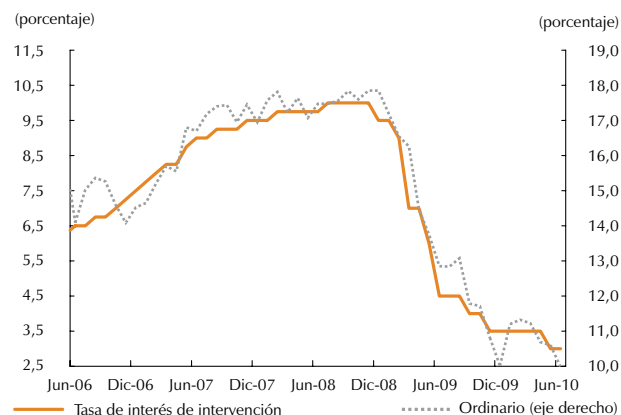
24 Esta última tasa sigue de cerca las variaciones de la tasa de interés de usura, cuyo nivel disminuyó 296 pb en el mismo periodo.

Gráfico 57
Tasas de interés nominales de créditos y de intervención del Banco de la República

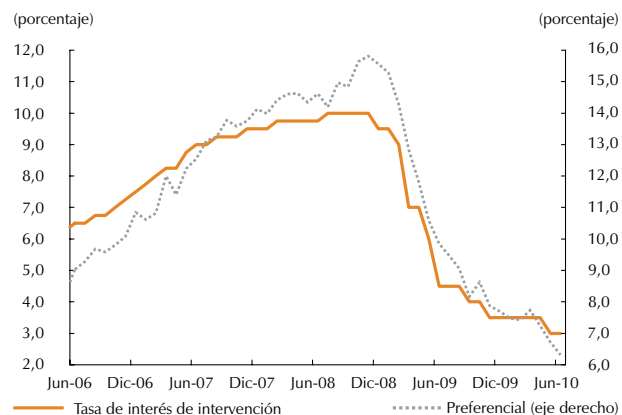
A. Comercial ^{a/ b/}



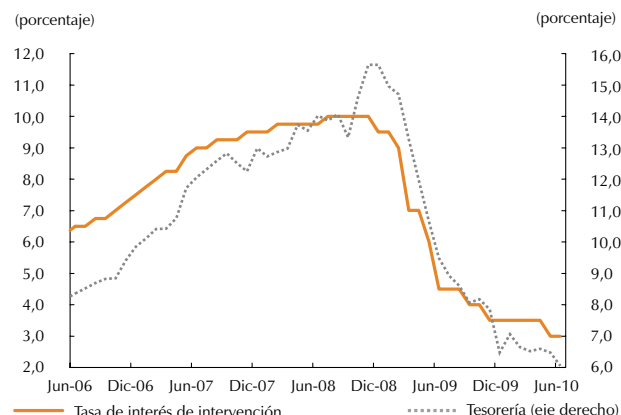
B. Ordinario ^{a/}



C. Preferencial ^{a/}



D. Tesorería ^{a/}



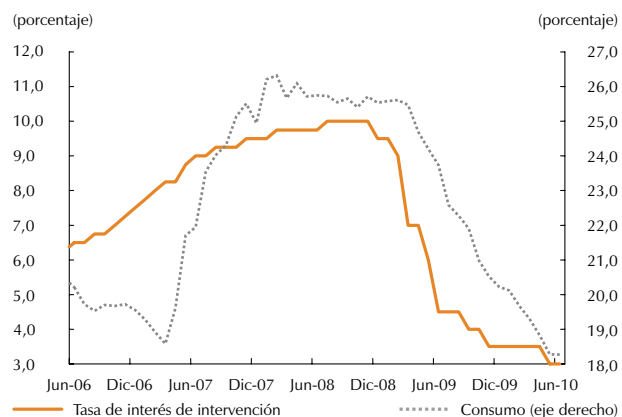
a/ Datos a fin de mes monetario.

b/ Incluye ordinaria, preferencial, y tesorería. Este último debido a la alta rotación, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso.

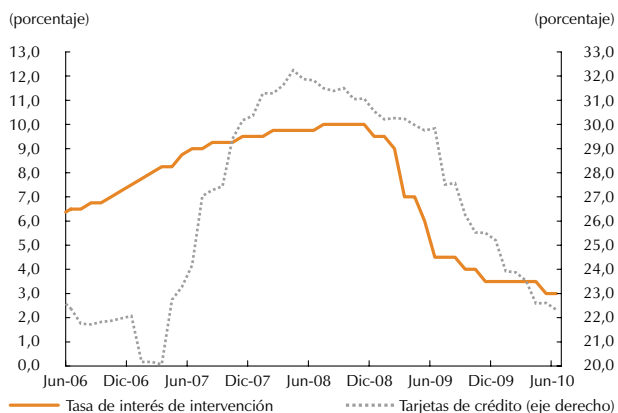
Fuentes: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia.

Gráfico 58

A. Tasas de interés nominales de créditos de consumo y de intervención del Banco de la República ^{a/}



B. Tasas de interés nominales de tarjetas de crédito y de intervención del Banco de la República ^{a/}

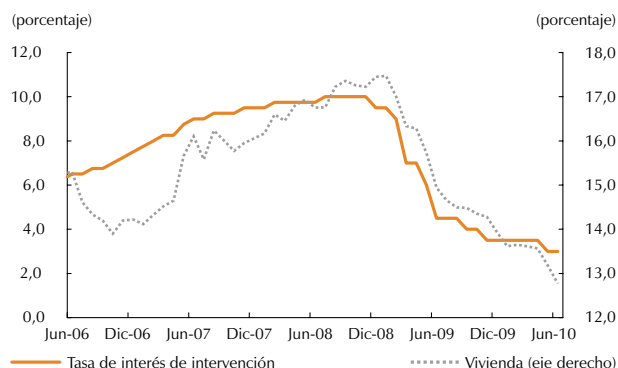


a/ La tasa de interés no incluye compras a un mes ni avances en efectivo.

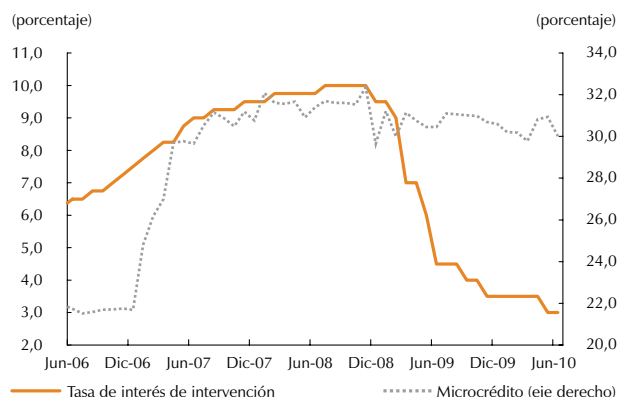
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 59

A. Tasas de interés nominales de créditos de vivienda y de intervención del Banco de la República ^{a/b/}



B. Tasas de interés nominales de microcréditos y de intervención del Banco de la República ^{a/}



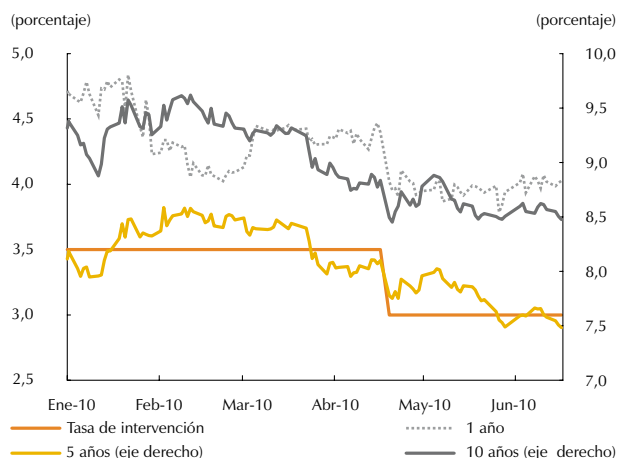
a/ Datos a fin de mes monetario.

b/ Corresponde a la tasa de interés de vivienda para adquisición diferente a VIS.

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

Gráfico 60

Tasa de intervención y tasas cero cupón de TES en pesos



Fuente: Sistema Electrónico de Negociación y Mercado Electrónico Colombiano; cálculos del Banco de la República.

de los títulos del Gobierno por parte de los agentes son relevantes las expectativas que tengan formadas acerca del comportamiento futuro de variables tales como el crecimiento económico, la inflación, el déficit fiscal, la regulación y la trayectoria de las tasas de interés de corto plazo, entre otras.

La demanda y la oferta de títulos de deuda soberana también se ven afectados por la armonización de las preferencias de los agentes, entre rentabilidad y riesgo, con los perfiles de sus portafolios. Además, el mercado de TES también está sujeto a las expectativas de emisiones nuevas y de operaciones de manejo de deuda del Gobierno, a la liquidez en el mercado monetario, y a estacionalidades particulares del mercado local.

En lo corrido de 2010 las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos presentaron un comportamiento mixto. A principios de año todas las tasas aumentaron, y posteriormente disminuyeron. En el caso de los bonos de corto y largo plazos se obtuvieron valorizaciones netas. Las tasas entre 1 y 2 años, y entre 5 y 15 años registraron, en promedio, disminuciones de 7 pb y 57 pb, respectivamente. Por el contrario, las tasas de negociación de los títulos con vencimiento entre 2 y 5 años aumentaron en promedio 20 pb²⁵ (Gráfico 60).

La desvalorización general de los TES durante enero estuvo asociada con expectativas de mayor inflación a causa del fenómeno de El Niño. En febrero, no obstante una inflación observada menor a la prevista, continuó la tendencia a la desvalorización de los TES ante la preocupación del mercado en torno de la financiación del déficit fiscal del Gobierno, por dudas con relación al recaudo tributario e incertidumbre con respecto a la venta de Isagen. Además, se redujo la demanda de TES de participantes importantes del mercado, mientras que la oferta de otros agentes aumentó²⁶.

25 Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el Emisor con metodología de Nelson y Siegel (1987).

26 El 12 de abril de 2010 el Banco de la República anunció que durante los meses de febrero y marzo realizó ventas definitivas de TES por \$800 mm y que su saldo de títulos en ese período había pasado de \$3,5 billones (b) a \$2,7 b.

La posterior valorización de los TES tuvo que ver con varios factores. Entre ellos, los más destacados fueron: la consolidación a la baja de las expectativas de inflación, inducida por la publicación de datos inferiores a los pronosticados, y la calma de los temores fiscales luego de la colocación de un bono global²⁷ y un canje de deuda por parte del Gobierno²⁸. Otro anuncio en materia fiscal por parte del Gobierno que serenó al mercado con relación a las necesidades de emisión de títulos de deuda pública interna²⁹ fue la disminución en la estimación de las colocaciones de TES en 2010, que pasaron de \$26 b a \$25,5 b.

También contribuyeron con la valorización de los títulos el recorte de 50 pb en la tasa de referencia por parte del Banco de la República en la reunión de abril, y la decisión de la JDBR de suspender las ventas de TES³⁰. Adicionalmente, en el segundo trimestre del año la menor colocación de bonos de deuda corporativa redujo las opciones de inversión frente a los títulos de deuda pública. Por último, la mejoría en las perspectivas económicas locales pudo motivar a los agentes a cobrar menores primas de riesgo al Gobierno³¹.

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

El comportamiento de la liquidez, los depósitos y el crédito del sistema financiero es producto de la interacción de los diferentes agentes de la economía, la cual resulta afectada de manera directa por las medidas de política de las autoridades

27 El 7 de abril el Ministerio de Hacienda anunció la exitosa emisión de un TES global denominado en pesos y pagadero en dólares con vencimiento en el año 2021 (11 años), por un monto nominal de \$1,5 b. La entidad señaló que con esta emisión de US\$800 m aproximadamente, se completó el financiamiento externo mediante bonos que habían sido previstos en US\$500 m para el año 2010, y que adicionalmente se sustituyeron desembolsos de entidades multilaterales por un monto de US\$300 m contemplados en el plan financiero del mismo año. El comunicado anotó que el rendimiento era el más bajo de las colocaciones de TES globales que la Nación había realizado hasta el momento (Colombia no participaba en el mercado primario de TES globales desde 2007).

28 El 21 de abril el Ministerio de Hacienda anunció una operación de manejo de deuda interna en la que intercambió \$3,5 b, recogiendo referencias con vencimientos entre 2010 y 2015 y entregando títulos denominados en UVR con vencimiento en 2013 y 2023. Esta operación redujo en \$1,3 b las necesidades de financiamiento de 2010.

29 La Comisión Interparlamentaria de Crédito Público aprobó la emisión de bonos de deuda externa hasta por US\$800 m. El Plan financiero incluía emisión de bonos hasta por US\$500 m.

30 En el comunicado del 30 de abril la JDBR señaló que, debido a los mayores depósitos de la TGN, había tomado la decisión de suspender las ventas de TES que estaba llevando a cabo cada mes para contrarrestar el efecto monetario de la acumulación de reservas.

31 Las perspectivas económicas de varios agentes mejoraron luego de conocer que el crecimiento económico del cuarto trimestre de 2009 había sido 2,5%, dato superior al pronosticado por los analistas (1,7%). Adicionalmente, el Ministerio de Hacienda había anunciado en abril la posibilidad de realizar en junio una revisión al alza de las proyecciones de crecimiento para Colombia, la cual se hizo efectiva el 15 de junio, cuando la proyección de crecimiento para 2010 pasó de 2,5% a 3,0%. Posteriormente, se conoció que durante el primer trimestre de 2010 la economía colombiana había registrado un crecimiento de 4,4% frente al mismo período del año pasado, superando el dato esperado por los analistas (3,6%). Así mismo, el índice de producción industrial y las ventas de comercio al por menor han mostrado resultados mejores a los esperados.

monetarias y, además, contempla los cambios en el panorama macroeconómico, donde se destaca la actividad económica y la inflación.

La fijación de una tasa interés de referencia por parte del banco central influye en la demanda por liquidez primaria de parte del sector real y del sistema financiero, mientras que el desempeño del crédito refleja las necesidades de gasto de todos los agentes, y el de M3 revela la demanda de dinero de los mismos.

a. Base monetaria: fuentes y usos

i. Fuentes de expansión de la base

La liquidez primaria de la economía es suministrada por el Banco de la República cuando adquiere activos, disminuye pasivos o presta recursos al sistema financiero y viceversa. En lo que va del presente año a junio, la base monetaria se redujo en \$607 miles de millones (mm) (para esta última fecha su crecimiento anual fue 13,1%). Las principales fuentes de contracción de la liquidez en pesos en lo corrido de 2010 hasta junio fueron: i) el aumento de \$6.277 mm en el saldo de los depósitos del Gobierno en el Banco de la República; ii) las ventas definitivas de TES en poder del Banco de la República por \$1.999 mm, y iii) los vencimientos netos de TES por \$56 mm (Cuadro 5).

Lo anterior fue en parte compensado por operaciones que implicaron un aumento de la base monetaria, como son: i) las compras de divisas por parte del Banco de la República en el mercado cambiario a partir del 3 de marzo por medio del mecanismo de subastas diarias, por un monto de US\$20 m (US\$1.600 m en total), que representaron un aumento de la liquidez primaria de \$3.103 mm, y ii) las operaciones con el sistema financiero por \$4.208 mm. En particular, el saldo de repos aumentó en \$3.700 mm

Cuadro 5
Fuentes de la base monetaria, variación trimestral ^{a/}
(miles de millones de pesos)

Concepto	2008					2009					2010		
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Total	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Total	I trim.	II trim.	Total
I. Gobierno	(4.187)	271	2.936	4.539	3.559	(3.945)	(4.784)	2.474	6.424	169	(3.363)	(2.914)	(6.277)
Traslado de utilidades ^{b/}	1.415	0	0	0	1.415	0	0	0	0	0	0	0	0
Pesos	1.415				1.415					0	0	0	0
Depósitos en el Banco de la República	(5.602)	271	2.936	4.539	2.144	(3.945)	(4.784)	2.474	6.424	169	(3.363)	(2.914)	(6.277)
II. TES regulación	(147)	(993)	(0)	616	(524)	(501)	(20)	(4)	2.968	2.444	(805)	(1.250)	(2.055)
Compras definitivas	0	0	0	625	625	0	0	0	3.000	3.000	0	0	0
Ventas definitivas	(137)	(823)	0	0	(960)	(499)	0	0	0	(499)	(800)	(1.199)	(1.999)
Vencimiento	(10)	(170)	(0)	(9)	(189)	(1)	(20)	(4)	(32)	(57)	(5)	(52)	(56)

Cuadro 5 (continuación)

Fuentes de la base monetaria, variación trimestral ^{a/}
(miles de millones de pesos)

Concepto	2008					2009					2010		
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Total	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Total	I trim.	II trim.	Total
III. Operaciones de liquidez del Banco de la República	(1.571)	733	(5.077)	693	(5.221)	1.698	5.438	(4.362)	(3.068)	(293)	(158)	4.366	4.208
Expansión ^{d/}	(1.713)	1.102	(3.439)	193	(3.856)	1.194	4.484	(2.690)	(4.075)	(1.087)	526	3.174	3.700
Contracción	142	(369)	(1.638)	500	(1.365)	505	954	(1.672)	1.007	794	(683)	1.192	509
IV. Divisas ^{d/}	505	1.346	2.404	(356)	3.899	(460)	369	355	0	265	763	2.340	3.103
Opciones <i>put</i> para control de volatilidad	505	422	0	5	932	429	369	355	0	1.154	0	0	0
Opciones <i>call</i> para control de volatilidad	0	0	0	(535)	(535)	(888)	0	0	0	(888)	0	0	0
Opciones para acumulación de reservas	0	798	0	0	798	0	0	0	0	0	0	0	0
Subasta de compra directa	0	126	2.404	174	2.705	0	0	0	0	0	763	2.340	3.103
Intervención discrecional	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Venta de divisas al Gobierno	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
V. Otros ^{e/}	275	466	890	434	2.065	242	190	193	142	766	239	174	414
Variación total de la base	(5.124)	1.823	1.154	5.925	3.778	(2.965)	1.194	(1.343)	6.466	3.352	(3.323)	2.716	(607)
Saldo base monetaria	27.290	29.114	30.268	36.193	36.193	33.228	34.422	33.078	39.545	39.545	36.222	38.937	38.937

^{a/} Estas cifras corresponden al cierre del mes calendario.^{b/} El 27 de febrero de 2009 se giraron al Gobierno las utilidades en dólares (US\$320,4 m; es decir, \$818,6 mm). El 28 de febrero de 2007 se giraron al Gobierno las utilidades en dólares (US\$533m; es decir, \$1,186 mm).^{c/} Incluye repos a un día, *overnight*, y a mediano plazo.^{d/} No se incluyen las operaciones con organismos internacionales.^{e/} Dentro del rubro "Otros" se incluye 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.

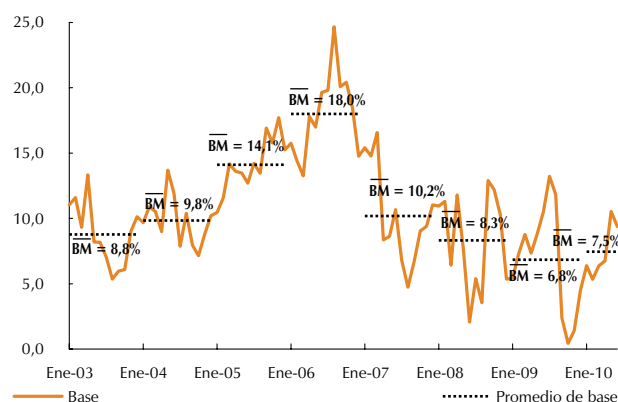
entre diciembre de 2009 y junio de 2010, al tiempo que el nivel de los DRNCE se redujo en \$509 mm durante el mismo período. Otros factores, entre los que se encuentra principalmente el efecto neto expansionista de las operaciones del P y G del Banco de la República, explicaron una expansión de \$414 mm (Cuadro 5).

ii. Usos de la base monetaria

En lo corrido de 2010 hasta junio la base monetaria presentó una variación promedio anual de 9,7%, inferior en 4,5 pp a la registrada entre enero y junio de 2009.

Gráfico 61
Base monetaria real

(variación porcentual anual de promedios mensuales)



Fuentes: Banco de la República y DANE.

En términos reales, este resultado implicó un aumento anual equivalente a 7,5% (Gráfico 61).

Por componentes, entre enero y junio de 2010 los crecimientos promedio anuales del efectivo y de la reserva bancaria fueron 6,9% y 14,9%, respectivamente, inferiores en 4,0 pp y 6,2 pp a los registrados un año antes. Sin embargo, al comparar los aumentos reales, las diferencias fueron menores, con variaciones de 0,2 pp para el efectivo y 2 pp para la reserva.

b. Fuentes y usos de los establecimientos de crédito

i. Fuentes

En lo corrido de 2010 hasta junio la principal fuente de financiación de los establecimientos de crédito correspondió a los pasivos sujetos a encaje (PSE), entre los cuales se incluyen los depósitos en cuentas corrientes y de ahorro, los CDT, los bonos y los depósitos fiduciarios, entre otros (Cuadro 6). En particular, en junio de 2010 el saldo de los PSE presentó un incremento anual de \$13.662 mm (8,3%). Monto del cual la mayor contribución correspondió a los depósitos de ahorro, con \$11.211 mm, cuya tasa de crecimiento anual fue 18,5%, seguidos por las cuentas corrientes con \$3.821 mm y los bonos con \$3.131 mm, entre los más importantes. Por el contrario, el saldo de los CDT se redujo \$6.291 mm, equivalente a una contracción anual de 9,6%.

El comportamiento de los PSE condujo al M3 a un crecimiento promedio anual de 7,3% entre enero y junio de 2010 (5,1% en términos reales) (Gráfico 62). Por otra parte, como se aprecia en el Cuadro 7 con información a mayo de 2010³², al sectorizar el M3 entre público y privado, los crecimientos anuales fueron de 6,2% y de 8,4%, respectivamente. De manera que, comparando con la variación promedio anual del M3 total, el componente público registró una aceleración importante.

ii. Usos

En lo corrido de 2010 hasta junio se ha presentado una recomposición de los activos de los establecimientos de crédito en favor de las inversiones (Cuadro 6 y Gráfico 63). Estas últimas presentaron una variación anual en su saldo de \$8.890 mm (19,9%), mientras que el aumento de la cartera bruta en moneda nacional fue de \$7.535 mm (5,3%). Al incluir las titularizaciones dentro de la cartera, el saldo de la

La principal fuente de financiación de los establecimientos de crédito correspondió a los pasivos sujetos a encaje (PSE).

32 Esta información corresponde a la más reciente disponible de los balances de los intermediarios financieros.

Cuadro 6
Principales cuentas del balance de los establecimientos de crédito
(miles de millones de pesos)

	SalDOS fin de mes			Variación anual absoluta		Variación porcentual anual	
	Jun-08	Jun-09	Jun-10	Jun-09	Jun-10	Jun-09	Jun-10
Saldos							
Activo							
Posición propia de contado ^{a/}	2.757	3.955	415	603	(3.282)	21,9	(83,0)
Reserva bancaria	9.577	11.783	13.464	2.206	1.682	23,0	14,3
OMA pasivas del Banco de la República y depósitos remunerados no constitutivos de encaje	0	14	708	14	693		4.792,8
Total cartera bruta con <i>leasing</i> en moneda nacional	126.680	143.499	151.034	16.819	7.535	13,3	5,3
Cartera	114.995	130.639	137.500	15.644	6.861	13,6	5,3
Total <i>Leasing</i>	11.686	12.861	13.535	1.175	674	10,1	5,2
Inversiones ^{b/}	34.689	44.761	53.651	10.072	8.890	29,0	19,9
Otros activos netos (OAN) ^{c/}	(28.942)	(32.773)	(37.959)	(3.236)	(5.444)	11,2	16,6
Total	144.761	171.240	181.313	26.479	10.074	18,3	5,9
Pasivo							
Repos con el Banco de la República	4.456	7.298	3.709	2.842	(3.589)	63,8	(49,2)
PSE	140.305	163.941	177.604	23.637	13.662	16,8	8,3
Ahorros	55.068	60.645	71.856	5.577	11.211	10,1	18,5
Cuentas corrientes	20.140	21.706	25.526	1.566	3.821	7,8	17,6
CDT	52.028	65.369	59.077	13.341	(6.291)	25,6	(9,6)
Bonos	6.819	9.818	12.950	2.999	3.131	44,0	31,9
Depósitos fiduciarios	3.671	3.777	5.151	107	1.374	2,9	36,4
Depósitos a la vista	2.070	2.394	2.747	324	353	15,6	14,7
Repos con el sector real	508	232	296	(275)	63	(54,2)	27,1
Total	144.761	171.240	181.313	26.479	10.074	18,3	5,9

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

b/ No incluye las titularizaciones de la cartera hipotecaria. Ellas están incluidas en las inversiones.

c/ La variación de los OAN recoge los cambios en las cuentas activas, pasivas y de patrimonio (incluidas las utilidades del período) que no se discriminan en este cuadro junto con las variaciones en la posición propia de contado que no se explican por la variación del saldo de la cuenta.

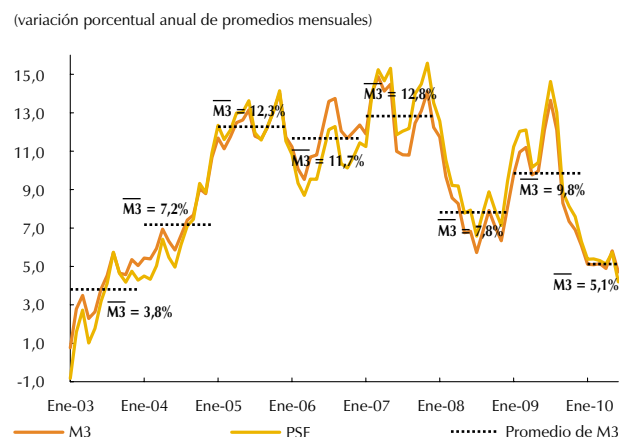
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

cartera bruta en moneda nacional de los establecimientos de crédito fue \$156.467 mm, con una variación anual de \$8.333 mm (5,6%) (Cuadro 8)³³.

Por destino de crédito se advierte una desaceleración importante de la cartera comercial en moneda nacional, pues la variación anual al cierre del primer semestre fue de 0,9% frente a 18,3% en el mismo período del año anterior, caso contrario al de la cartera hipotecaria ajustada con titularizaciones, cuyo crecimiento anual

33 Este saldo estuvo afectado negativamente por los castigos de cartera, cuya variación anual ha sido de cerca de \$2 b, en promedio, entre enero y mayo de 2010.

Gráfico 62
Agregado amplio M3 real



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

de 22,2% fue superior en 8,2 pp al registrado un año atrás. La cartera de consumo también mostró una tendencia creciente durante el presente año, cuyo saldo a finales de junio aumentó un 8,9% anual, esto es, 6,1 pp más que en el mismo mes de 2009. Finalmente, el crecimiento anual de la cartera de microcrédito fue 11,7% a finales del primer semestre de 2010³⁴.

La combinación del crecimiento nominal de la cartera en moneda nacional, junto con la menor inflación durante el año, determinó la recuperación de la cartera en términos reales. Lo cual representó un cambio en la tendencia negativa observada desde comienzos de 2007. De acuerdo con los balances de los establecimientos de

Cuadro 7
Oferta monetaria ampliada: M3 público y privado
(miles de millones de pesos)

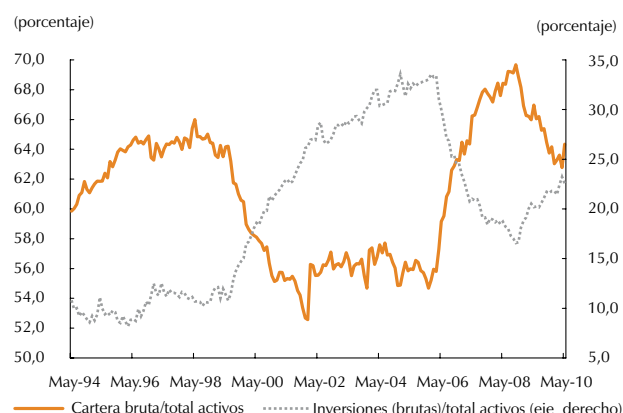
	Saldos a mayo		Crecimiento anual (porcentaje)
	2009	2010	
M3 privado	152.909	162.430	6,2
Efectivo	21.236	22.997	8,3
PSE	131.673	139.433	5,9
Cuentas corrientes	14.840	17.175	15,7
CDT	61.920	54.553	(11,9)
Ahorro	43.060	52.725	22,4
Otros	11.853	14.980	26,4
M3 público	32.998	35.760	8,4
Cuentas corrientes	6.105	7.365	20,6
CDT	3.992	3.471	(13,1)
Ahorro	16.081	17.759	10,4
Otros	6.820	7.165	5,1
M3 total	185.907	198.190	6,6
Efectivo	21.236	22.997	8,3
PSE	164.670	175.193	6,4
Cuentas corrientes	20.945	24.540	17,2
CDT	65.912	58.024	(12,0)
Ahorro	59.141	70.484	19,2
Otros	18.673	22.145	18,6

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

34 Se debe aclarar que en la medición de la cartera de microcréditos su variación tiene incorporado un efecto estadístico, puesto que mediante el Decreto 919 de 2008 los establecimientos de crédito debieron reclasificar algunos préstamos vigentes en esa categoría de crédito; por esta razón, su saldo se incrementó de manera significativa en 2008.

Gráfico 63

Participación de las inversiones y de la cartera en el total de los activos de los establecimientos de crédito ^{a/}



a/ Sin entidades financieras especiales.

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

crédito, en mayo el crecimiento real anual de la cartera fue de 2,0%.

En el mismo mes se registró una tendencia creciente en términos reales de las distintas modalidades de la cartera (a excepción de la comercial). Para el caso de las de consumo e hipotecaria con y sin titularizaciones, la variación real anual en el mes de mayo fue de 5,2%, 11,6% y 18,3%, respectivamente. Por su parte, la cartera comercial sigue registrando un crecimiento negativo de 1,8%. La dinámica de las carteras de consumo e hipotecaria es el resultado de la mayor dinámica de la actividad económica, el aumento en la demanda de vivienda, generado por los diferentes subsidios para la compra de vivienda nueva otorgados por el Gobierno y por el menor nivel de las tasas de interés (Gráfico 64).

Cuadro 8

Cartera bruta del sistema financiero ^{a/}

	Saldo en miles de millones de pesos fin de junio de			Crecimiento porcentual anual, fin de junio de		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
A. Moneda nacional	130.034	148.133	156.467	21	14	6
Comercial ^{b/}	75.196	88.921	89.753	20	18	1
Consumo ^{c/}	38.530	39.622	43.151	22	3	9
Hipotecaria ajustada ^{d/}	14.102	16.071	19.633	21	14	22
Microcrédito ^{e/}	2.205	3.518	3.930	20	60	12
B. Moneda extranjera	6.577	4.688	5.657	15	(29)	21
Total cartera ajustada (A + B) ^{d/}	136.611	152.821	162.124	20	12	6
Memo ítem						
Hipotecaria ^{f/}	10.749	11.438	14.200	22	6	24

a/ Sin FEN, sin entidades financieras especiales y sin entidades en liquidación. Incluye *leasing*. Para el cálculo de las variaciones anuales se tomaron los siguientes cierres: 2008: 1 de enero de 2009, y 2009: 2 de enero de 2010.

b/ Créditos distintos a los de vivienda, de consumo y microcrédito definidos en los literales a, b, c, d y e.

c/ Créditos otorgados a personas naturales, cuyo objeto sea financiar la adquisición de bienes de consumo o el pago de servicios para fines no comerciales o empresariales, independientemente de su monto.

d/ Son créditos de vivienda, independientemente del monto, aquéllos otorgados a personas naturales destinados a la adquisición de vivienda nueva o usada, o a la construcción de vivienda individual. Corresponde a las cuentas de los créditos hipotecarios de los establecimientos de crédito ajustadas por las titularizaciones.

e/ Crédito otorgado a microempresas, cuyo saldo de endeudamiento con la respectiva entidad no supere ciento veinte salarios mínimos legales mensuales vigentes (Decreto 919 de 2008).

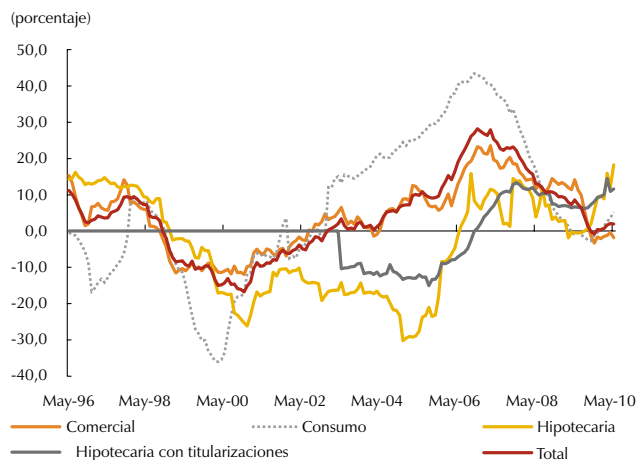
f/ Son créditos de vivienda, independientemente del monto, aquéllos otorgados a personas naturales destinados a la adquisición de vivienda nueva o usada, o a la construcción de vivienda individual. Corresponde a las cuentas de los créditos hipotecarios de los establecimientos de crédito.

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

c. Indicadores de estabilidad financiera

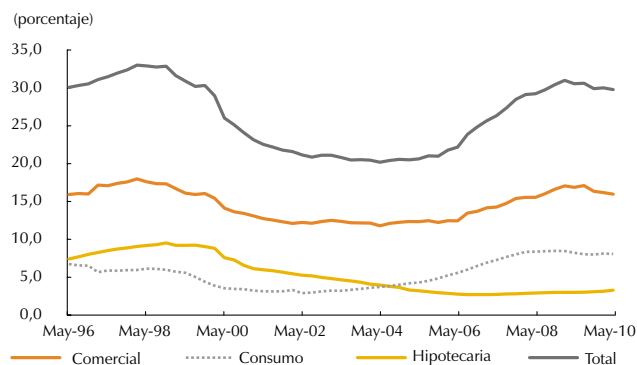
El aumento de la cartera se dio junto con un mayor crecimiento del PIB, motivo por el cual en lo corrido del año el índice de profundización financiera (medido

Gráfico 64
Crecimiento real anual de la cartera bruta de los establecimientos de crédito



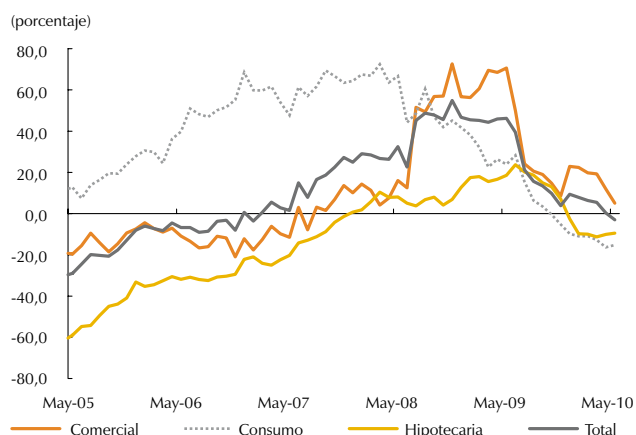
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE ; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 65
Profundización financiera (cartera/PIB)



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

Gráfico 66
Crecimiento real anual de la cartera riesgosa



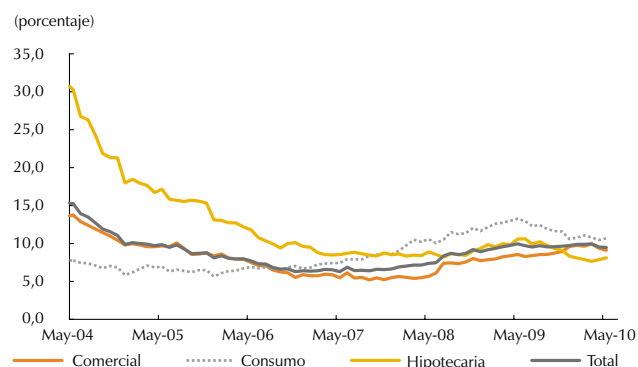
Nota: incluye operaciones de *leasing* financiero.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE ; cálculos del Banco de la República.

como la proporción de la cartera sobre PIB) no presentó grandes variaciones; en mayo este indicador se situó en 29,8%. Por modalidades de cartera se observa que para la comercial el indicador de profundización financiera alcanzó un nivel de 16,0% en mayo, inferior en 20 pb al observado en diciembre de 2009 (16,2%). Adicionalmente, para las carteras hipotecaria y de consumo el indicador presentó una leve variación, situándose en un nivel de 3,3% y 8,1%, respectivamente (Gráfico 65).

En cuanto a los créditos calificados como riesgosos (calificación inferior a A), es evidente su desaceleración, pues pasaron de crecer 46,1% en mayo de 2009 a -3,4% en el mismo mes de 2010 (Gráfico 66). Este comportamiento está asociado, en especial, con la menor dinámica de la cartera riesgosa comercial, cuya tasa anual descendió de 70,5% a 5% en este período.

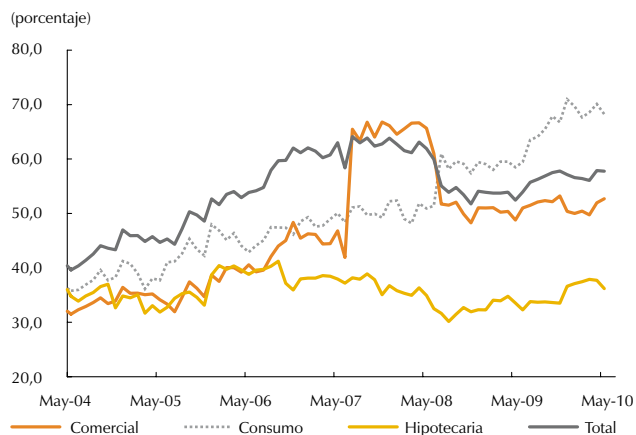
El indicador de calidad de cartera (IC), medido como la cartera riesgosa sobre la cartera bruta, se ha mantenido alrededor de 9,7% en lo corrido del año. Por modalidad se observan mejoras en el IC de la cartera de consumo y de la hipotecaria, al disminuir, en su orden, de 13,2% y 10,5% en mayo de 2009 a 10,7% y 8,1% en el mismo mes de 2010. Este resultado es favorable dado el acelerado ritmo de crecimiento que ha tenido la cartera hipotecaria en los meses más recientes. En contraste con las anteriores modalidades de crédito, el IC de la cartera comercial se ha incrementado en 60 pb, pasando de 8,5% a 9,1% entre mayo de 2009 y el mismo mes de 2010 (Gráfico 67).

Gráfico 67
Calidad de cartera por tipo de crédito
(cartera riesgosa/sobre cartera bruta)



Nota: incluye operaciones de *leasing* financiero.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 68
Indicador de cubrimiento
(provisiones/cartera riesgosa)



Nota: incluye operaciones de leasing financiero.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

El indicador de cubrimiento de cartera, medido como la razón entre las provisiones y la cartera riesgosa, presentó una tendencia al alza en las modalidades de consumo e hipotecaria, lo cual incrementó en 5,5 pp el cubrimiento de la cartera total, pasando de 52,5% en mayo de 2009 a 58% en el mismo mes de 2010 (Gráfico 68).

Con respecto a la rentabilidad del sistema financiero, durante lo corrido de 2010 el ROA³⁵ se mantuvo relativamente constante en 2,4%. Por su parte, la relación de solvencia estuvo por encima del promedio de la década (13,5%), alcanzando un nivel promedio de 15,5% para este período; esta cifra es 80 pb superior a la registrada en el mismo mes de 2009. El comportamiento de este indicador sugiere que la intermediación financiera no se encuentra restringida por requerimientos de capital.

Los bancos advierten una mayor demanda de crédito para todas las modalidades.

Una de las modalidades de crédito que ha cobrado más relevancia durante los últimos años es la de microcrédito: si bien aún representa una participación menor dentro del monto total de crédito, por número de deudores supera a las demás modalidades de cartera (1'037.664 a diciembre de 2009). Esto último hace pertinente estudiar su evolución tanto en términos de crecimiento como de riesgo crediticio.

La cartera de microcrédito ha sufrido una fuerte desaceleración en su ritmo de crecimiento, pasando de aumentar 54,9% real anual en mayo de 2009 a 10,6% en el mismo mes de 2010. Por otra parte, su indicador de calidad de cartera se ha deteriorado, llegando hasta 9,1% en abril de 2010, nivel que no se observaba desde agosto de 2002, cuando alcanzó 10,5%.

En cuanto a las condiciones del mercado de crédito, la percepción de los intermediarios financieros, recogida en el *Reporte sobre la situación del crédito en Colombia* (RSCC) señala que los bancos advierten una mayor demanda de crédito para todas las modalidades, mientras que según las cooperativas, la demanda se contrae. Por su parte, las compañías de financiamiento comercial (CFC) manifiestan un comportamiento heterogéneo de la demanda según modalidad.

Algunos intermediarios comenzaron a disminuir los requisitos, por lo cual hay una mayor disposición de los establecimientos para otorgar crédito.

Por el lado de las políticas de asignación de nuevos créditos, algunos intermediarios comenzaron a disminuir los requisitos, por lo cual hay una mayor disposición de los establecimientos para otorgar crédito. Sin embargo, para las carteras de consumo y la comercial una proporción importante de entidades ha mantenido sus exigencias. Finalmente el RSCC indica que el conocimiento previo del cliente y su buena historia crediticia, junto con la rentabilidad y el bajo riesgo del crédito, continúan siendo

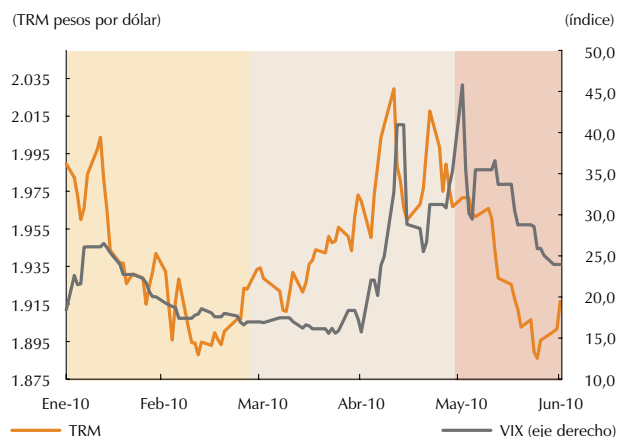
35 El indicador de rentabilidad del sistema financiero se define como la razón entre utilidades y activo promedio.

Gráfico 69
Tasa de cambio e índice de volatilidad (VIX)

A. Tasa de cambio e índice de volatilidad (VIX), 2008-2010



B. Tasa de cambio e índice de volatilidad (VIX), 2010



Fuentes: Banco de la República y Bloomberg.

consideraciones muy importantes para la aprobación de nuevos créditos.

En el *Reporte de Estabilidad Financiera* que será publicado en septiembre de 2010 se presentará un análisis detallado y actualizado de los diferentes riesgos que enfrenta el sistema financiero.

E. SECTOR EXTERNO

1. Evolución de la tasa de cambio

a. Tasa de cambio nominal

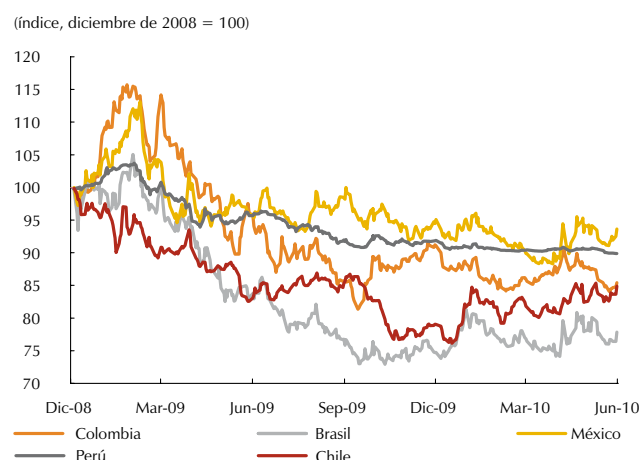
Durante el primer semestre de 2010 el comportamiento del peso colombiano, como el de varias monedas de la región, estuvo determinado por la percepción de riesgo internacional, que se modificaba a medida que se conocían noticias sobre las economías de los países industrializados y la crisis de deuda pública de varios países europeos (Gráfico 69)³⁶. Otros determinantes de la evolución del tipo de cambio fueron el incremento en los términos de intercambio y el mayor volumen de exportaciones colombianas de origen minero, que contribuyeron a tener un menor déficit en la cuenta corriente y aumentaron la oferta de dólares en el mercado interno. El ingreso de divisas por la cuenta de capitales, destinadas principalmente a la financiación del Gobierno y a la inversión petrolera, que excedió el monto del déficit de la cuenta corriente, también explicó el comportamiento de la tasa de cambio. Como

se anotó, entre marzo y junio el Banco de la República acumuló reservas internacionales por un monto de US\$1.600 m, mediante el mecanismo de subastas competitivas por US\$20 m diarios.

Al comparar la tasa de cambio nominal del 30 de junio de 2010 frente a la del 31 de diciembre de 2009 con respecto al dólar se revaloraron el peso colombiano (6,3%), el sol peruano (2,1%) y el peso mexicano (1,1%), mientras que se devaluaron el peso chileno (7,6%) y el real brasileiro (3,6%). Por su parte, el euro y la libra presentaron una devaluación frente al dólar de 17,2% y 7,6%, respectivamente, mientras que el yen se revaluó 4,3% (Gráfico 70 y Cuadro 9).

36 El VIX es un índice financiero que mide la volatilidad sobre las opciones *put* del S&P 500; además, es una medida de riesgo de mercado ampliamente utilizada.

Gráfico 70
Índices de tasas de cambio nominales de países latinoamericanos



Fuentes: Banco de la República y Bloomberg.

Cuadro 9
Variación porcentual de la tasa de cambio nominal:
moneda extranjera frente al dólar^{a/}

	2003-2008 (promedio)	2009 (anual)	Primer semestre de 2010 vs. Dic 2009
Zona del euro	(26,3)	(2,0)	17,2
Inglaterra	10,6	(10,4)	7,6
Japón	(24,8)	2,3	(4,3)
Colombia	(21,1)	(8,9)	(6,3)
Brasil	(34,0)	(25,2)	3,6
México	32,6	(4,9)	(1,1)
Perú	(10,3)	(8,1)	(2,1)
Chile	(10,6)	(21,0)	7,6

a/ Negativo indica revaluación.
Fuente: Banco de la República y Bloomberg.

La evolución de la tasa de cambio durante los primeros seis meses del año se puede separar en tres períodos (sombreados en el Gráfico 69). Al finalizar el primer trimestre de 2010 el peso colombiano se fortaleció frente al dólar 6%. Esta tendencia, que también se presentó en diferentes magnitudes en varios países de América Latina y Asia, estuvo asociada con factores externos como la disminución en la aversión al riesgo internacional, que incentivó a algunos inversionistas a vender activos considerados como “refugio”³⁷ y sustituirlos por activos de mayor riesgo en mercados emergentes. A este hecho externo se sumó unas expectativas de mayor oferta de dólares en el mercado local por parte del sector público. La apreciación del peso frente a otras monedas fuertes como el euro y la libra esterlina fue mayor, debido a los temores relacionados con la situación fiscal de algunos países europeos.

En abril y mayo la tasa de cambio presentó una tendencia al alza, en un contexto de aumento en la aversión al riesgo internacional y de intervención cambiaria por parte del Banco de la República. Dentro de los factores que le introdujeron una gran incertidumbre y nerviosismo a los mercados se destacan tres, el primero fue la duda sobre la capacidad de pago de Grecia, España, Portugal, Italia e Irlanda, que llevaron a descensos en la calificación soberana de los tres primeros. En segundo lugar, el inicio de las investigaciones por fraude a diferentes entidades financieras en los Estados Unidos y, por último, la divulgación de problemas de solvencia en el sector financiero de España.

El incremento en la percepción de riesgo se revirtió, aunque temporalmente, cuando el FMI comunicó que otorgaría un crédito a Grecia para darle liquidez y evitar un posible incumplimiento en el servicio de la deuda de dicho país. No obstante, el nerviosismo continuó ya que los mercados juzgaron el crédito como insuficiente y el riesgo de contagio financiero era elevado. Posteriormente, el FMI y la Unión Europea anunciaron un fondo de estabilización para toda la región, y los países comunicaron acciones adicionales para reducir el déficit fiscal. Otras medidas fueron necesarias para reducir la volatilidad y limitar la manipulación de los precios de mercado de ciertos títulos. Dentro de estas iniciativas se destacaron la regulación de los fondos especulativos en Europa y la prohibición de las ventas en corto descubiertas en Alemania.

37 Por ejemplo, títulos emitidos por el gobierno de los Estados Unidos.

Al final del semestre la cotización del dólar volvió a presentar una tendencia a la baja, en un entorno de disminución en la percepción de riesgo internacional.

Al final del semestre la cotización del dólar volvió a presentar una tendencia a la baja, en un entorno de disminución en la percepción de riesgo internacional. Factores como las decisiones del BCE para estimular la economía de esa región³⁸, las mejores expectativas de crecimiento económico en los Estados Unidos³⁹, el buen comportamiento de las exportaciones de China⁴⁰ y su anuncio de flexibilización cambiaria, contribuyeron a disminuir la percepción de riesgo internacional. En el ámbito interno varias noticias aumentaron la confianza de los agentes⁴¹ y explicaron parte del comportamiento de la tasa de cambio en junio. En primer lugar, la nueva información de actividad económica sugería un crecimiento del PIB mejor al esperado. Esto último fue ratificado por el Ministerio de Hacienda, cuando aumentó su estimación de crecimiento económico para 2010 y disminuyó las proyecciones del déficit fiscal, al tiempo que mencionó expectativas de un auge en el sector minero energético (según el MFMP), y posteriormente, cuando el DANE publicó el dato de variación del PIB para el primer trimestre del año, que fue superior al esperado por los analistas⁴². De todos modos, la apreciación del peso colombiano de 2,8% en este período estuvo en línea con la de otras monedas de América Latina (Brasil -0,9%, y Perú -0,7%).

Otro factor que contribuyó al fortalecimiento del peso colombiano frente al dólar fue el incremento de precios de algunos productos básicos que exporta Colombia, como carbón, café, petróleo y ferroníquel. El aumento en los términos de intercambio, unido al mayor volumen de exportaciones mineras, especialmente de petróleo, mitigó el déficit en la cuenta corriente e incrementó la oferta de divisas en el mercado interno (Gráfico 71 y Cuadro 9).

Otro factor que contribuyó al fortalecimiento del peso colombiano frente al dólar fue el incremento de precios de algunos productos básicos que exporta Colombia.

Como lo muestran las cifras de la balanza cambiaria⁴³ (Cuadro 10), en lo corrido de 2010 hasta junio los ingresos de capital privado (US\$2.641 m) y público (US\$3.361 m) superaron las salidas de divisas por operaciones corrientes (US\$4.854 m). Del total de las salidas de divisas por operaciones corrientes, el 80% corresponden a operaciones diferentes al rendimiento de las reservas internacionales y al pago de intereses de la deuda externa del Gobierno. En la cuenta de capital privada se destacan los ingresos por inversión extranjera directa (IED) (US\$4.326 m), en especial dirigida a los sectores de petróleo y minería, los cuales representaron monetizaciones por US\$3.953 m. Las operaciones de endeudamiento, inversión de portafolio neta y los reintegros o giros desde o hacia cuentas

38 En su reunión de junio el BCE anunció que la realización de préstamos de emergencia a los bancos sería hasta septiembre del presente año y que continuaría las compras de bonos soberanos.

39 En su discurso en el comité de presupuesto de la Cámara de Representantes, Ben Bernanke manifestó que la economía de los Estados Unidos se seguiría expandiendo este año y el siguiente.

40 En mayo las exportaciones de China crecieron más de lo esperado por los analistas, alcanzando una variación de 48,5% con respecto al mismo mes del año anterior (esperado: 32%, anterior: 30,5%)

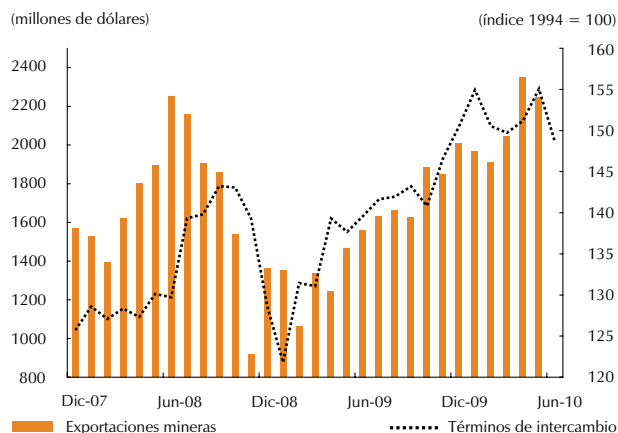
41 El índice de confianza calculado por Fedesarrollo alcanzó el nivel más alto en dos años.

42 El crecimiento del primer trimestre de 2010 fue 4,4%, frente a un esperado de 3,4%.

43 Sin incluir cuentas de compensación.

Gráfico 71

A. Valor de las exportaciones mineras e índice de términos de intercambio



B. Índice de las tasas de cambio de Latinoamérica (LACI)^{a/} e índice de precios de materias primas (CRB)^{b/}



a/ Índice creado por JP Morgan que recoge el comportamiento de las monedas de Latinoamérica. Corresponde a un promedio, ponderado por liquidez y operaciones, de la tasa spot de las monedas de seis países (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú). En este gráfico se toma la evolución del cociente 1/LACI para ser comparables con la tasa calculada para Colombia (pesos por dólar).

b/ Commodities Research Bureau.

Fuentes: Banco de la República, DANE y Bloomberg.

corrientes en el exterior, mostraron en total salidas por US\$1.685 m, con lo que se compensaron parcialmente los ingresos por inversión directa⁴⁴.

En consecuencia, la tendencia en la cotización del peso también fue determinada por los mayores ingresos de IED, dirigida especialmente a minería, así como por el mayor financiamiento externo del sector público y de Ecopetrol requerido para financiar gasto e inversión, respectivamente. De esta forma, el total de ingresos a través de la cuenta de capital (público y privado) superó el déficit en la cuenta corriente y contribuyó a la apreciación del peso.

b. Tasa de cambio real

El análisis de las implicaciones que tiene el comportamiento del tipo de cambio sobre la competitividad del país debe tener en cuenta la evolución de los precios internos y externos. La tasa de cambio real (TCR) que compara la inflación externa e interna en la misma moneda, es un indicador que permite hacer dicho análisis. Variaciones en la TCR se pueden interpretar como cambios en la competitividad entre dos países o como un diferencial de costos de producción.

En lo corrido del año a junio los índices bilaterales de la TCR, que utilizan como medidas de precios el IPC o el IPP, revelan que frente a los principales socios comerciales (los Estados Unidos, Venezuela, la zona del euro y Ecuador) y luego de la depreciación real importante para el mismo período del año pasado, el peso colombiano se apreció y perdió competitividad. Para

el mismo período, nuestra moneda sólo ha ganado terreno frente al real brasileño, acumulando una devaluación real anual de 2,8%, según el ITCR-IPP, y de 5,4%, según el ITCR-IPC (Cuadro 11).

En los gráficos 72 y 73 se presenta el comportamiento del ITCR-IPP e ITCR-IPC, indicadores que corresponden al promedio ponderado de los índices bilaterales de acuerdo con la importancia comercial que tiene cada país con Colombia. En ambos se observa una caída del índice, que implicó una revaluación real promedio anual a junio de 14,8%, según el ITCR-IPP, y de 17,3%, según ITCR-IPC.

44 Es importante señalar que, frente a lo observado en el período enero-junio de 2009, en lo corrido de 2010 todos los rubros de la cuenta de capital privada tuvieron una recuperación, salvo la inversión directa en sectores diferentes a petróleo y minería.

Cuadro 10
Balanza cambiaria^{a/}
(millones de dólares)

	Ene-Jun 2009	Ene-Jun 2010	Variación absoluta
I. Reintegros netos de cuenta corriente (1 + 2 + 3)	(2.540)	(4.854)	(2.313)
1. Rendimiento de las reservas internacionales	264	(3)	(266)
2. Intereses de deuda de Tesorería	(911)	(968)	(57)
3. Resto (i + ii + iii) ^{b/}	(1.893)	(3.883)	(1.990)
i. Balanza comercial de bienes (a + b)	(3.135)	(4.196)	(1.060)
a. Exportaciones de bienes	3.647	3.728	81
b. Importaciones de bienes	(6.783)	(7.924)	(1.141)
ii. Reintegros netos por servicios financieros	(790)	(1.142)	(352)
iii. Reintegros netos por servicios no financieros	2.032	1.455	(577)
II. Reintegros netos de capital privado (1 + 2 + 3 + 4)	983	2.641	1.658
1. Préstamo neto	(1.033)	(411)	622
2. Inversión extranjera directa neta en Colombia (i + ii)	3.865	4.326	461
i. Extranjera en Colombia (a + b)	4.076	4.534	458
a. Petróleo y minería	3.393	3.953	560
b. Directa y suplementaria otros sectores	683	581	(102)
ii. Colombiana en el exterior	(211)	(208)	3
3. Inversión extranjera de portafolio neta (i + ii)	(510)	(136)	375
i. Extranjera en Colombia	42	322	280
ii. Colombiana en el exterior	(552)	(458)	95
4. Cuentas corrientes netas ^{c/}	(1.339)	(1.138)	201
III. Reintegros netos de capital oficial ^{d/}	3.042	3.361	319
IV. Otras operaciones especiales ^{e/}	(1.797)	(102)	1.695
V. Variación de reservas internacionales brutas (I + II + III + IV)	(312)	1.047	1.359

a/ No incluye cuentas de compensación.

b/ Incluye otras operaciones corrientes del Banco de la República y de la TGN, como el pago de servicios no financieros.

c/ Registra los movimientos de divisas provenientes de cuentas corrientes de compensación, compraventa de saldos de cuentas libres efectuados.

d/ La mayoría de las operaciones de la TGN se canaliza mediante de sus cuentas de depósito en moneda extranjera en el Banco de la República, por lo cual no tienen impacto cambiario.

e/ Incluye pasivos del Banco de la República, operaciones de compra y venta de divisas efectuadas por el Emisor en el mercado cambiario y a la TGN, traslado de utilidades en dólares del Banco de la República a la TGN y causación y valuación activa de las reservas internacionales. También incluye la compra-venta de divisas entre el sector real y los IMC, la compra-venta de divisas en el mercado cambiario para atender operaciones de cubrimiento de riesgo originado en fluctuaciones de tasas de cambio y errores y omisiones estadísticos.

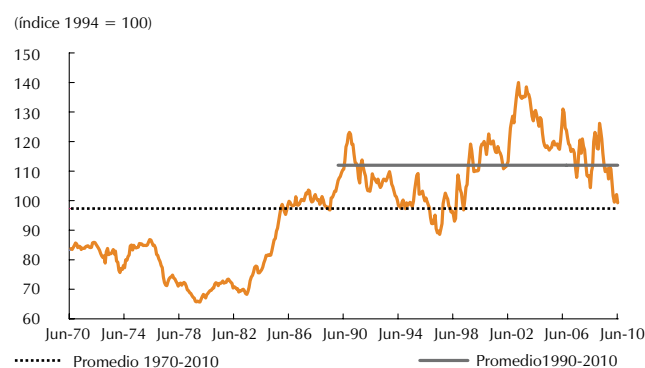
Fuente: Banco de la República.

Cuadro 11
Tasa de cambio real bilateral: peso colombiano frente a las monedas extranjeras

	Variaciones porcentuales anuales promedio					
	2003-2009		2009 ^{a/}		2010 ^{a/}	
	IPP	IPC	IPP	IPC	IPP	IPC
Estados Unidos	(1,6)	(4,5)	7,5	18,9	(10,1)	(16,0)
Venezuela	2,7	(1,3)	17,4	16,8	(23,0)	(23,0)
Ecuador	(0,3)	(0,8)	27,7	27,6	(13,4)	(14,7)
México	(4,5)	(7,5)	(0,8)	(2,7)	(6,0)	(6,2)
Brasil	7,5	(2,1)	(3,8)	(2,4)	2,8	5,4
Zona del euro	2,2	0,2	2,6	4,6	(17,5)	(17,2)
Perú	(0,4)	(2,5)	12,1	15,0	(8,8)	(9,4)
Japón	(0,1)	(2,6)	26,8	30,8	(13,3)	(14,8)
Chile	4,8	4,4	6,7	(0,7)	(11,9)	(7,1)
Canadá	(0,3)	(0,5)	(1,7)	0,6	(2,6)	(2,7)
Inglaterra	(2,6)	(3,6)	(8,4)	(10,4)	(10,1)	(12,6)

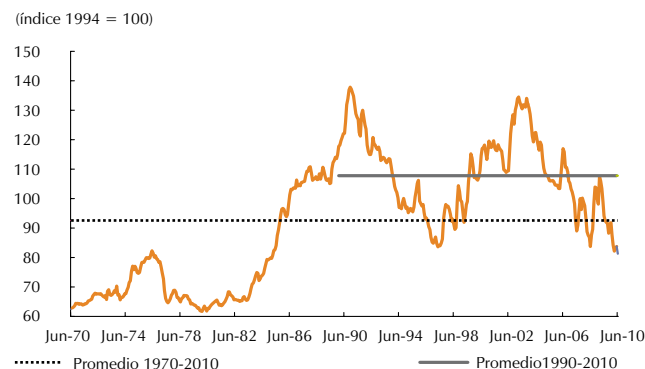
a/ Variaciones promedio enero-junio.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 72
ITCR (IPP) frente a sus promedios históricos



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 73
ITCR (IPC) frente a sus promedios históricos



Fuente: Banco de la República.

Esta apreciación ha llevado a la TCR a niveles cercanos o inferiores a sus promedios históricos; las mejoras en los términos de intercambio, entre otros factores, ayudan a explicar esta caída.

Otro indicador de competitividad es el ITCR-C, el cual representa una tasa de cambio real multilateral con respecto a los países que compiten con nuestros principales productos de exportación (café, banano, flores y textiles) en el mercado estadounidense. Este indicador refleja una menor pérdida de competitividad: entre enero y junio de 2010 el ITCR se apreció 9,6% en términos anuales, y en los últimos meses el índice se ha mantenido estable, a diferencia de los ITCR tradicionales que presentan una tendencia a la apreciación (Gráfico 74).

Uno de los factores que explican la pérdida de competitividad en lo corrido de 2010 a junio fue el comportamiento de los precios relativos (según el IPC o el IPP), calculados como un promedio ponderado de la inflación de nuestros socios comerciales frente a la inflación interna. Esta pérdida, que se presentó principalmente con el promedio de países en desarrollo, obedeció a un efecto estadístico, y se explica por la disminución de la ponderación de Venezuela, país que por su alta inflación era un mercado muy competitivo para los productos nacionales.

Gráfico 74
Índices de tasa de cambio real

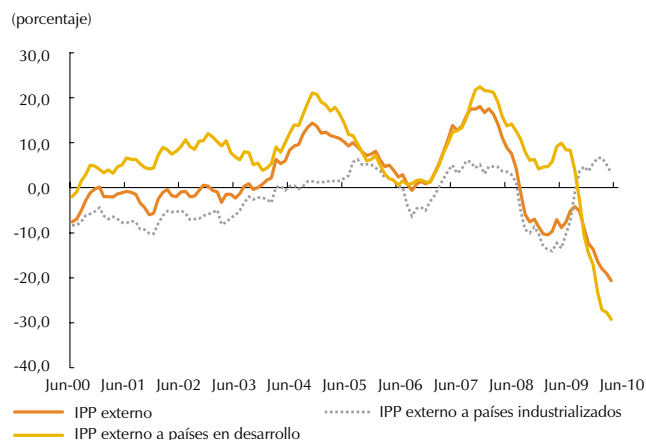


Fuente: Banco de la República.

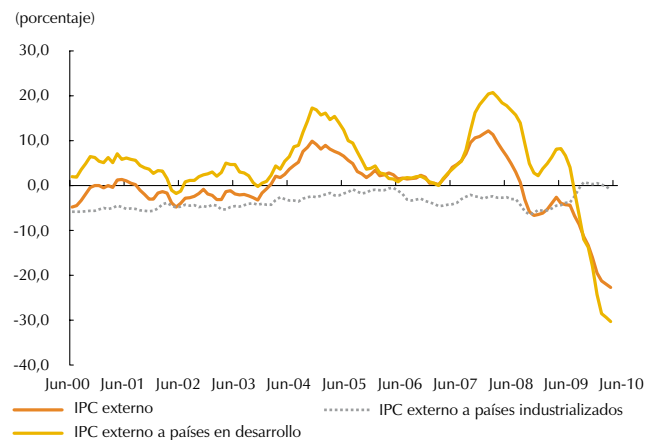
Si se excluye Venezuela del cálculo de la variación anual de los precios relativos a junio, se encuentra que la pérdida en competitividad con respecto a los países emergentes vía precios pasa de -29% a una ganancia de 0,5% en el caso del IPP y de -30% a -0,9% para el IPC. Con respecto a todo el grupo de socios comerciales se obtiene que Colombia está ganando competitividad, al pasar de -20% a 2%, si se miden los precios con el IPP, y en el caso del IPC se reduce la pérdida de -22% a -0,7%. En cuanto a los precios relativos frente a los países industrializados medidos con el IPP, en los últimos cinco meses se han obtenido ganancias en competitividad por esta vía, como resultado de la mayor desaceleración de la inflación interna frente al promedio registrado en dichos países (Gráfico 75).

Gráfico 75
Comportamiento de los precios relativos
(variación anual)

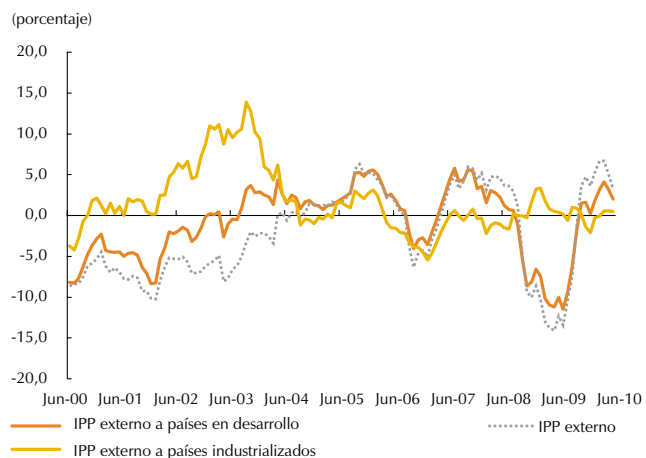
A. Medidos con IPP



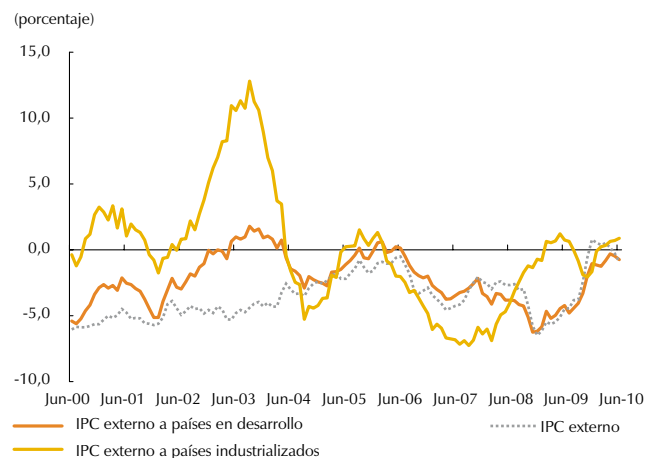
B. Medidos con IPC



C. Medidos con IPP (sin Venezuela)



D. Medidos con IPC (sin Venezuela)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La competitividad de un país está determinada tanto por los costos de producción como por la eficiencia del sector transable. En este sentido, incrementos en la productividad en el sector de bienes de exportación se verán reflejados en apreciaciones reales de la tasa de cambio. En consecuencia, un fortalecimiento de la moneda

no necesariamente obedece a una pérdida en competitividad, ya que puede ser el resultado de una ganancia en la productividad. Justamente esto es lo que sugiere la caída del indicador de productividad relativa frente a los Estados Unidos en el primer trimestre del año, como resultado de un mayor crecimiento en la productividad por hora de la industria en Colombia, comparado con los Estados Unidos (Gráfico 76).

Finalmente, si bien las diferentes medidas de TCR muestran que en lo corrido del año Colombia ha presentado una apreciación real, este fenómeno también se ha dado en varios de nuestros socios comerciales (Gráfico 77). La mayor confianza en las economías emergentes, los consiguientes flujos de capital y la debilidad del dólar y el euro han fortalecido a varias monedas de la región.

Gráfico 76
Diferencial de productividad en la industria vs. ITCR bilateral

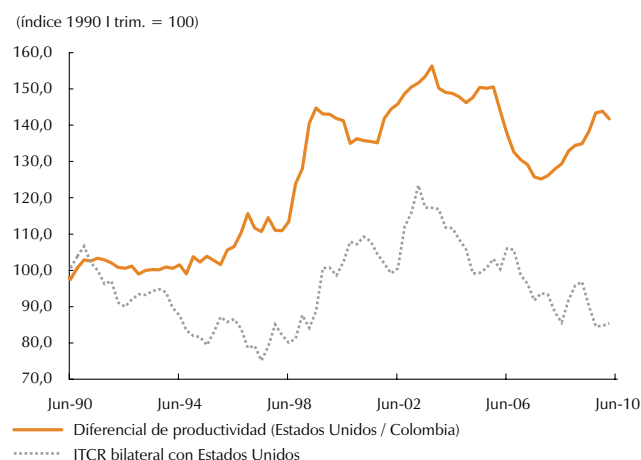
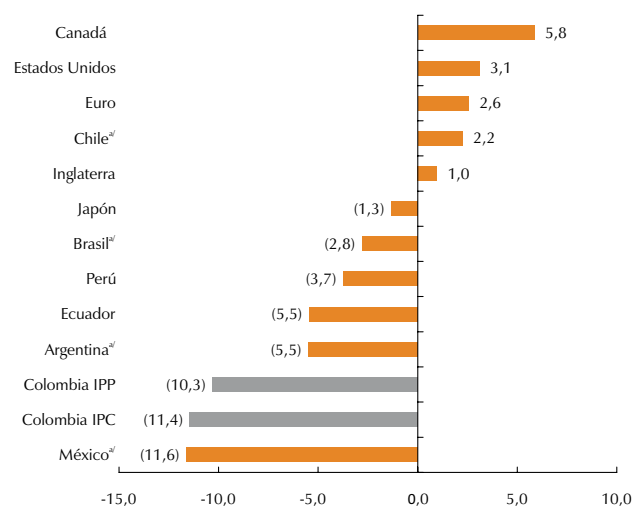


Gráfico 77
Tasas de cambio real multilaterales de cada moneda frente a sus principales competidores y socios comerciales (depreciaciones o apreciaciones reales año corrido a junio)



2. Evolución de la balanza de pagos de Colombia en el primer trimestre de 2010

Durante el primer trimestre del año el déficit de cuenta corriente se amplió con respecto al primer trimestre de 2009, como resultado de los mayores egresos de renta factorial, los cuales se originaron en el comportamiento de la remisión de utilidades y dividendos de las empresas multinacionales radicadas en Colombia, cuyos productos de exportación se cotizaron a precios internacionales más altos que los observados en el mismo período del año anterior. Así mismo, otros factores que contribuyeron a la ampliación del déficit fueron el crecimiento de las importaciones de bienes y servicios por la recuperación de la demanda interna, y la reducción de los ingresos por remesas de trabajadores debido al pobre desempeño de economías como la de España y Venezuela.

El déficit de cuenta corriente no fue más amplio gracias a los mayores precios internacionales de los principales productos de exportación⁴⁵ y a la mayor demanda

45 Se considera como principales productos de exportación: café, petróleo y derivados, carbón, ferroníquel y oro.

Durante el primer trimestre del año el déficit de cuenta corriente se amplió con respecto al primer trimestre de 2009.

de los mismos, originada en el aumento del PIB real de nuestros socios comerciales. Lo anterior contribuyó a generar un superávit comercial en la balanza de bienes, a pesar de que la caída del producto y las restricciones comerciales de Venezuela han llevado a una fuerte disminución de las exportaciones a ese país⁴⁶.

La recuperación de la economía mundial, liderada por los países emergentes y los Estados Unidos, permitió que los flujos de capital se dirigieran a países de América Latina, entre ellos Colombia. De esta forma, tanto la inversión extranjera directa, especialmente la destinada a minería, como el endeudamiento externo privado, fueron las principales fuentes de financiamiento del déficit en cuenta corriente.

De acuerdo con estimaciones de la balanza de pagos del país, los principales resultados durante el primer trimestre de 2010 fueron: i) déficit en la cuenta corriente de US\$1.396 m (2,0% del PIB⁴⁷), superior en US\$381 m al observado un año atrás cuando se ubicó en US\$1.015 m, 2,0% del PIB; ii) superávit en la cuenta de capital y financiera de US\$1.499 m (2,2% del PIB), superior en US\$620 m al registrado en el primer trimestre de 2009, cuando alcanzó US\$878 m (1,7% del PIB), y iii) acumulación de reservas internacionales brutas por US\$347 m (Cuadro 12).

a. Cuenta corriente

La comparación anual del déficit de la cuenta corriente mostró que, en el acumulado a marzo de 2010, dicho resultado fue mayor en US\$381 m debido a que el incremento de los egresos corrientes (US\$1.804 m) fue superior al de los ingresos (US\$1.423 m). Los mayores egresos corrientes se explican por el aumento de las importaciones de bienes y servicios no factoriales (US\$960 m), los cuales se originaron en un mejor comportamiento de la demanda interna de bienes de consumo, bienes intermedios y servicios técnicos para el sector minero. También aportaron los mayores giros por la renta factorial (US\$820 m) de las empresas multinacionales que cotizaron sus productos de exportación (petróleo, carbón y ferroníquel) a precios internacionales más altos que los registrados para el mismo período de 2009.

Por su parte, en términos anuales, los mayores ingresos corrientes del primer trimestre del año se originaron en el aumento de las exportaciones de bienes (US\$1.531 m), hecho que obedeció al buen comportamiento de los precios internacionales de los principales bienes de exportación del país y al incremento de las cantidades despachadas de los productos mineros. Sin embargo, se debe mencionar que las menores ventas a Venezuela continúan afectando el comportamiento de las exportaciones industriales, las cuales cayeron 10% anual durante

El déficit de cuenta corriente no fue más amplio gracias a los mayores precios internacionales de los principales productos de exportación y a la mayor demanda de los mismos.

46 Al primer trimestre las exportaciones totales a Venezuela cayeron anualmente 72,8%.

47 Corresponde a una estimación del PIB trimestral en dólares corrientes elaborada por el Banco de la República con base en información preliminar del DANE.

Cuadro 12
Balanza de pagos de Colombia
(millones de dólares)

	I trimestre		Variación (dólares)
	2009	2010 (pr)	
I. Cuenta corriente (A + B + C)	(1.015)	(1.396)	(381)
Ingresos	10.599	12.022	1.423
Egresos	11.614	13.418	1.804
A. Bienes y servicios no factoriales	(246)	351	597
Ingresos	8.910	10.468	1.558
Egresos	9.156	10.117	960
1. Bienes	294	1.028	734
Ingresos	7.903	9.433	1.531
Egresos	7.609	8.405	796
2. Servicios no factoriales	(540)	(676)	(137)
Ingresos	1.008	1.035	27
Egresos	1.547	1.711	164
B. Renta de los factores	(1.985)	(2.857)	(872)
Ingresos	358	305	(52)
Egresos	2.343	3.163	820
C. Transferencias	1.216	1.110	(107)
Ingresos	1.331	1.248	(83)
Remesas de trabajadores	1.095	901	(194)
Otras transferencias	236	347	112
Egresos	115	139	24
II. Cuenta de capital y financiera (A + B)	878	1.499	620
A. Cuenta financiera (1 + 2)	878	1.499	620
1. Flujos financieros de largo plazo (b + c - a)	2.893	1.260	(1.633)
a. Activos	1.170	244	(926)
i. Inversión colombiana en el exterior	1.170	244	(926)
Directa	1.170	244	(926)
De cartera	0	0	0
ii. Préstamos	0	0	0
iii. Crédito comercial	0	0	0
iv. Otros activos	0	0	0
b. Pasivos	4.063	1.504	(2.560)
i. Inversión extranjera en Colombia	3.227	1.486	(1.741)
Directa	2.230	2.037	(193)
De cartera	997	(551)	(1.548)
ii. Préstamos	620	(31)	(651)
iii. Crédito comercial	171	(15)	(187)
iv. Arrendamiento financiero	45	64	19
v. Otros pasivos	0	0	0

Cuadro 12 (continuación)
Balanza de pagos de Colombia
(millones de dólares)

	I trimestre		Variación (dólares)
	2009	2010 (pr)	
c. Otros movimientos financieros de largo plazo	0	0	0
2. Flujos financieros de corto plazo (b - a)	(2.015)	239	2.254
a. Activos	982	231	(751)
i. Inversión de cartera	(47)	232	279
ii. Crédito comercial	121	(192)	(312)
iii. Préstamos	541	66	(475)
iv. Otros activos	368	125	(244)
b. Pasivos	(1.032)	470	1.502
i. Inversión de cartera	(23)	(21)	2
ii. Crédito comercial	(349)	59	408
iii. Préstamos	(622)	366	989
iv. Otros pasivos	(38)	66	103
B. Flujos especiales de capital	0	0	
III. Errores y omisiones netos	148	244	
IV. Variación de las reservas internacionales brutas	12	347	

(pr) preliminar
Fuente: Banco de la República.

el período —un mayor análisis sobre el comportamiento del comercio colombiano y sus posibles sustitutos se presentará en el Recuadro 2—.

También se debe comentar que los ingresos corrientes por concepto de transferencias fueron afectados por la reducción de las remesas de trabajadores al país. En efecto, en el primer trimestre de 2010 la remesas por US\$901 m (1,3% del PIB trimestral) fueron inferiores en US\$194 m a las observadas un año atrás, cuando ascendieron a US\$1.095 m (2,2% del PIB trimestral); dicho fenómeno continúa reflejando la desaceleración económica que presentaron países como España y Venezuela (Recuadro 3).

Por último, la balanza comercial de bienes fue superavitaria en US\$1.028 m, monto superior en US\$734 m al obtenido un año atrás. Este superávit fue el resultado de un crecimiento de las exportaciones (19,4%) mayor al de las importaciones (10,5%).

Al cierre del primer trimestre de 2010 la cuenta de capital y financiera presentó un superávit de US\$1.499 m.

b. Cuenta de capital y financiera

Al cierre del primer trimestre de 2010 la cuenta de capital y financiera presentó un superávit de US\$1.499 m, superior en US\$620 m al registrado en el mismo período de 2009. Las entradas de capital están asociadas principalmente con flujos netos de capital por inversiones directas. Otros flujos de capital, que incluyen movimientos de deuda externa y otras operaciones financieras, registran salidas netas por US\$294 m, equivalentes a egresos de capital por US\$48 m del sector público y US\$246 m del sector privado (Cuadro 13).

Durante el primer trimestre del presente año Colombia recibió US\$2.037 m (3,0% del PIB trimestral) por concepto de inversión extranjera directa (IED) (véase Recuadro 4), monto inferior en US\$193 m a lo observado un año atrás, cuando se recibieron US\$2.230 m. En dicho período la actividad petrolera y el resto de actividades mineras recibieron el 66% de los ingresos por inversión extranjera. Otros sectores que obtuvieron ingresos por inversión directa fueron: transporte y comunicaciones (US\$57 m), comercio (US\$162 m), industria manufacturera (US\$285 m) y la actividad financiera (US\$125 m). Por su parte, los inversionistas colombianos adquirieron participación accionaria en empresas del exterior por US\$244 m, especialmente en actividades relacionadas con la industria manufacturera. Estas inversiones fueron menores en US\$926 m con respecto al mismo período de 2009.

Durante dicho período Colombia recibió US\$2.037 m (3,0% del PIB trimestral) por concepto de inversión extranjera directa

Entre enero y marzo de 2010 las entidades oficiales registraron salidas netas de capital por US\$48 m, correspondientes a liquidación de activos externos por US\$820 m que se utilizaron para realizar pagos netos de deuda externa por US\$868 m. Los pasivos disminuyeron debido a la amortización neta de bonos por US\$622 m y al pago neto de préstamos por US\$244 m. Los activos externos liquidados corresponden principalmente a inversiones de cartera por US\$742 m.

Por su parte, el sector privado registró salidas de capital por US\$246 m, correspondientes a constitución de activos externos por US\$1.051 m y a desembolsos netos de crédito externo por US\$805 m. La constitución de activos en el exterior correspondió en su mayoría a inversiones de cartera por US\$974 m, realizadas por los fondos de pensiones y empresas del sector real. Por otra parte, el aumento de pasivos por US\$805 m fue explicado principalmente por la contratación de nueva deuda por concepto de préstamos y crédito comercial: US\$580 m y US\$44 m, respectivamente. También, se observa el aumento de los pasivos por concepto de arrendamiento financiero destinado, principalmente, a la modernización del equipo para transporte aéreo de pasajeros, por US\$65 m.

c. Reservas internacionales

Al cierre del primer trimestre de 2010 se acumularon reservas internacionales brutas por US\$347 m, como resultado de ingresos por rendimiento neto de las reservas internacionales por US\$42 m, compras netas de divisas a los intermediarios

cambiarlos por US\$400 m y de egresos netos por otras operaciones propias del Banco de la República por US\$95 m.

Cuadro 13
Balanza de pagos de Colombia
Cuenta de capital y financiera
(millones de dólares)

	I trimestre		Variación (dólares)
	2009	2010 (pr)	
Cuenta de capital y financiera (A + B)	878	1.499	620
A. Inversión directa (i - ii)	1.060	1.793	733
i. Inversión extranjera en Colombia	2.230	2.037	(193)
ii. Inversión colombiana en el exterior	1.170	244	(926)
B. Otros flujos de capital (i + ii)	(181)	(294)	(112)
i. Sector público (a - b)	1.948	(48)	(1.996)
a. Pasivos	1.552	(868)	(2.420)
Inversión de cartera	1.012	(622)	(1.635)
Bonos	1.000	(548)	(1.548)
Desembolsos	1.000	0	(1.000)
Amortizaciones	0	548	548
TES	12	(75)	(87)
Préstamos	551	(244)	(795)
Desembolsos de largo plazo	895	248	(647)
Amortizaciones de largo plazo	246	332	86
Corto plazo	(98)	(160)	(62)
Crédito comercial	(10)	(0)	9
Arrendamiento financiero	(1)	(1)	(0)
Otros	0	0	0
b. Activos	(396)	(820)	(424)
Inversión de cartera	(293)	(742)	(449)
Préstamos	(118)	(121)	(2)
Otros	15	43	28
ii. Sector privado (a - b)	(2.130)	(246)	1.884
a. Pasivos	(751)	805	1.556
Inversión de cartera	(38)	51	89
Préstamos	(553)	580	1.133
Desembolsos de largo plazo	273	(45)	(318)
Amortizaciones de largo plazo	301	(98)	(400)
Corto plazo	(525)	526	1.051

Cuadro 13 (continuación)
Balanza de pagos de Colombia
Cuenta de capital y financiera
(millones de dólares)

	I trimestre		Variación (dólares)
	2009	2010 (pr)	
Crédito comercial	(169)	44	212
Arrendamiento financiero	47	65	19
Otros	(38)	66	103
b. Activos	1.379	1.051	(327)
Inversión de cartera	246	974	729
Préstamos	659	187	(472)
Crédito comercial	121	(192)	(312)
Otros	353	82	(271)

(pr) preliminar
Fuente: Banco de la República.

3. Perspectivas de la balanza de pagos para el año 2010

Como se mencionó en el primer capítulo, se espera que los Estados Unidos, Japón y las economías emergentes de Asia y América Latina exhiban una recuperación económica durante el año 2010, en tanto que la incertidumbre para países de la zona del euro no sugiere un fortalecimiento de sus economías y, por ende, se espera un crecimiento moderado. De esta forma, para la elaboración del pronóstico de la cuenta corriente del año 2010 se supone una recuperación del crecimiento real mundial que, de acuerdo con las proyecciones del FMI, podría ser de 4,6% en 2010 frente a -0,6% en 2009.

Los precios internacionales de los principales productos de exportación registrarían una tendencia favorable para Colombia, incluso más altos que los registrados durante 2009.

Según las proyecciones del Banco de la República, el pronóstico del crecimiento real ponderado para los socios comerciales de Colombia es de 2,8% en 2010, superior al observado en 2009 (-1,5%). Implícito en este supuesto está el mayor crecimiento esperado para los Estados Unidos (3,0% en 2010 vs. -2,4% de 2009), Venezuela (-1,0% en 2010 vs. -3,3% de 2009) y la zona del euro (0,8% en 2010 vs. -4,1% del año 2009).

Por otra parte, de acuerdo con algunos analistas, los precios internacionales de los principales productos de exportación registrarían una tendencia favorable para Colombia, incluso más altos que los registrados durante 2009, lo cual estaría en línea con el crecimiento positivo del PIB mundial, en especial el de Asia. Aunque las exportaciones no tradicionales seguirían afectadas por las restricciones comerciales impuestas por Venezuela, otros factores, como la sustitución por nuevos mercados, la recuperación de nuestros socios comerciales y las mejores perspectivas de la producción y los precios de los principales productos de exportación, implicarían una recuperación de las exportaciones totales. Por tal motivo, se proyecta un aumento anual de 18% en los ingresos en dólares de las ventas externas de bienes del país.

La proyección de la balanza de pagos para 2010 muestra una ampliación del déficit en cuenta corriente con respecto al calculado para 2009.

La balanza comercial de bienes en 2010 continúa siendo positiva con respecto a lo registrado en 2009.

De acuerdo con la proyección, el déficit en cuenta corriente sería en gran parte financiado con recursos provenientes de la IED neta.

Por su parte, se estima que las importaciones en dólares del país podrían crecer aproximadamente 19%, lo cual estaría asociado tanto con los proyectos de inversión del sector petrolero como con los de infraestructura en obras civiles. Esta dinámica de las importaciones es coherente con el escenario más probable de crecimiento de la economía colombiana mencionado en la primera sección de este capítulo.

En consecuencia, y teniendo en cuenta la magnitud de la recuperación de los Estados Unidos y sus posibles efectos sobre el crecimiento mundial y los precios internacionales de los productos básicos, la proyección de la balanza de pagos para 2010 muestra una ampliación del déficit en cuenta corriente con respecto al calculado para 2009. Según el ejercicio, el déficit en cuenta corriente proyectado para 2010 alcanzaría un valor de US\$6.963 m, equivalente a 2,4% del PIB. Este resultado estaría explicado, principalmente, por los mayores egresos de la renta factorial, que pasaría de -US\$9.503 m (-4,1% del PIB) en 2009 a -US\$9.990 m (-3,5% del PIB) en 2010, debido a las mayores remisiones de utilidades de las empresas del sector minero a su casa matriz, las cuales consideran mejores precios internacionales para los productos de exportación. En el caso de los ingresos de las transferencias corrientes se proyecta una reducción cercana al 8,5%, principalmente en su componente de remesas de trabajadores como resultado del comportamiento de las condiciones económicas de España y Venezuela, receptoras de inmigrantes colombianos (Cuadro 14).

Por su parte, la balanza comercial de bienes en 2010 continúa siendo positiva con respecto a lo registrado en 2009. De otro lado, cabe mencionar que, de acuerdo con la proyección, el déficit en cuenta corriente sería en gran parte financiado con recursos provenientes de la IED neta, que alcanzaría un valor equivalente a 1,9% del PIB⁴⁸. Dicho nivel sería mayor al registrado durante el año 2009, dadas las menores inversiones de colombianos en el exterior.

La proyección para 2010 considera un financiamiento externo por parte del sector público (sin Ecopetrol) superior al observado en 2009, que resulta de operaciones netas de crédito externo por valor de US\$4.100 m. Por último, la proyección anual de la variación de las reservas internacionales brutas del país para 2010 considera su rendimiento financiero, además de compras diarias de divisas por US\$1.600 m por parte del Banco de la República.

4. Indicadores de vulnerabilidad externa

La estrategia de acumulación de reservas internacionales del Banco de la República reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional para enfrentar eventuales salidas de capital del país, las cuales podrían ser provocadas por factores como el deterioro de los términos de intercambio, pánicos financieros o crisis de financiamiento en países vecinos. En ese contexto, mantener

48 Considera alrededor de US\$8.200 m en 2010 (2,9% del PIB), recursos que provienen de inversionistas extranjeros y que serán recibidos principalmente por el sector petrolero, minas y canteras, entre otros.

un nivel adecuado de reservas internacionales sirve para mejorar la confianza en el país y, por ende, enfrentar mejor una crisis en los mercados externos⁴⁹.

Cuadro 14
Proyección de la balanza de pagos de Colombia

	Millones de dólares				Porcentaje del PIB ^{d/}			
	2007	2008	2009 (pr)	2010 (proy)	2007	2008	2009 (pr)	2010 (proy)
I. Cuenta corriente	(5.965)	(6.901)	(5.033)	(6.963)	(2,9)	(2,8)	(2,1)	(2,4)
A. Bienes y servicios no factoriales	(3.191)	(2.080)	(148)	(1.138)	(1,5)	(0,9)	(0,1)	(0,4)
1. Bienes	(584)	971	2.546	2.028	(0,3)	0,4	1,1	0,7
2. Servicios no factoriales	(2.607)	(3.051)	(2.694)	(3.166)	(1,3)	(1,3)	(1,1)	(1,1)
B. Renta de los factores	(8.002)	(10.333)	(9.503)	(9.990)	(3,9)	(4,3)	(4,1)	(3,5)
C. Transferencias	5.228	5.512	4.619	4.165	2,5	2,3	2,0	1,5
II. Cuenta de capital y financiera	10.347	9.492	6.480	8.424	5,0	3,9	2,8	3,0
A. Sector privado: inversión directa neta y otros flujos de capitales ^{a/}	8.128	9.155	2.846	4.323	3,9	3,8	1,2	1,5
B. Sector público ^{b/}	2.218	337	3.633	4.101	1,1	0,1	1,6	1,4
III. Errores y omisiones	316	31	(100)	244	0,2	0,0	(0,0)	0,1
IV. Variación de reservas internacionales brutas ^{c/}	4.698	2.623	1.347	1.705	2,3	1,1	0,6	0,6

(pr) preliminar.

(proy) proyección.

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

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

c/ El saldo de las reservas internacionales netas considera los aportes al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR).

d/ El crecimiento real del PIB para 2010 corresponde a una estimación del Banco de la República.

Fuente: Banco de la República.

Con el fin de determinar si las reservas internacionales de un país son suficientes para prevenir y combatir choques externos, se utilizan varios indicadores de vulnerabilidad, entre los que se encuentran: i) la razón entre reservas internacionales y agregados monetarios, y ii) la razón entre reservas y el pago de la deuda durante

49 Cabe mencionar que el 7 de mayo de 2010 el FMI aprobó por un año la renovación del acceso de Colombia a la línea de crédito flexible (LCF) por un monto aproximado de US\$3.500 m. Estos recursos serían adicionales al acumulado de las reservas internacionales del país y servirían para enfrentar un deterioro sustancial de las condiciones externas ante una eventual extensión de la crisis financiera internacional.

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 las amortizaciones de la deuda externa total más el déficit en cuenta corriente indica la capacidad del país para responder a sus obligaciones crediticias con el resto del mundo en un escenario extremo de cierre completo de su acceso a la financiación internacional. En general, los mercados internacionales consideran que valores bajos de estos indicadores podrían dar señales de alerta sobre la vulnerabilidad externa de las economías.

El Cuadro 15 presenta la evolución de diferentes indicadores de las reservas internacionales netas durante el período 2004-2010 para el caso colombiano. Los indicadores de los grupos A y B se ubican por encima de uno, nivel sugerido por

Cuadro 15
Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

	2004	2005	2006	2007	2008	2009 (pr)	2010 (proy)
Saldo							
Reservas internacionales netas (RIN) (millones de dólares) ^{a/ b/}	13.536	14.947	15.436	20.949	24.030	25.356	26.860
Indicadores							
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa							
Amortizaciones deuda externa (millones de dólares)	8.688	13.068	13.189	10.237	10.369	11.412	10.541
Reservas netas / amortizaciones deuda externa del año en curso	1,6	1,1	1,2	2,0	2,3	2,2	2,5
Reservas netas / amortizaciones deuda externa del siguiente año	1,0	1,1	1,5	2,0	2,1	2,4	2,7
B. Posición adecuada de liquidez externa							
RIN / (servicio de la deuda año corriente)	1,2	0,9	1,0	1,6	1,8	1,7	1,9
RIN / (servicio de deuda año siguiente)	0,8	0,9	1,2	1,5	1,7	1,8	2,0
RIN / (amortizaciones de deuda año corriente + déficit en cuenta corriente año corriente)	1,4	1,0	1,0	1,3	1,4	1,5	1,5
RIN / (amortizaciones de deuda año siguiente + déficit en cuenta corriente año siguiente)	0,9	0,9	1,0	1,2	1,5	1,4	1,7
C. Otros indicadores de reservas internacionales							
RIN como meses de importaciones de bienes ^{c/}	10,2	8,9	7,5	8,1	7,7	9,7	8,6
RIN/M3 (porcentaje) ^{d/}	33,1	30,1	26,1	27,0	29,2	26,2	21,9
RIN/PIB ^{e/}	11,6	10,2	9,5	10,1	9,9	10,8	9,4

(pr) preliminar.

(proy) proyección.

a/ Estimación del saldo de reservas internacionales netas para el año 2010.

b/ El saldo de las reservas internacionales netas considera los aportes al FLAR.

c/ El valor de la importaciones de bienes corresponde a la proyección del año 2010.

d/ Saldo de M3 ampliado corresponde a la proyección del año 2010.

e/ El valor del PIB en dólares corresponde a una estimación para el año 2010.

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico 78
Reservas internacionales / PIB

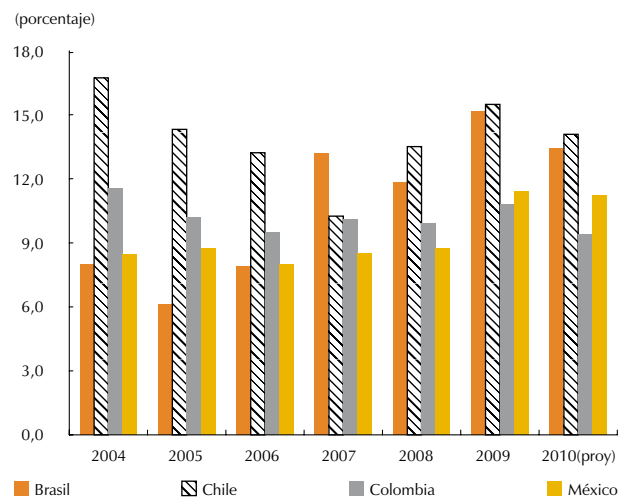
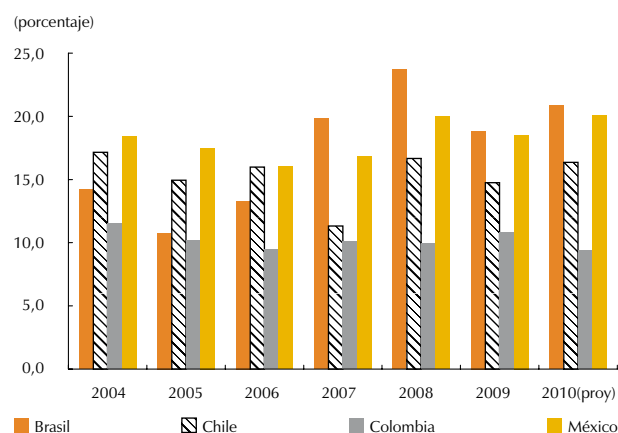


Gráfico 79

A. Reservas internacionales / M3



B. Reservas internacionales como meses de importaciones de bienes

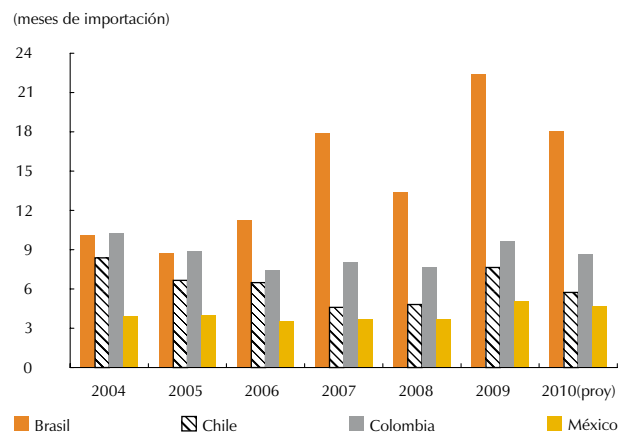
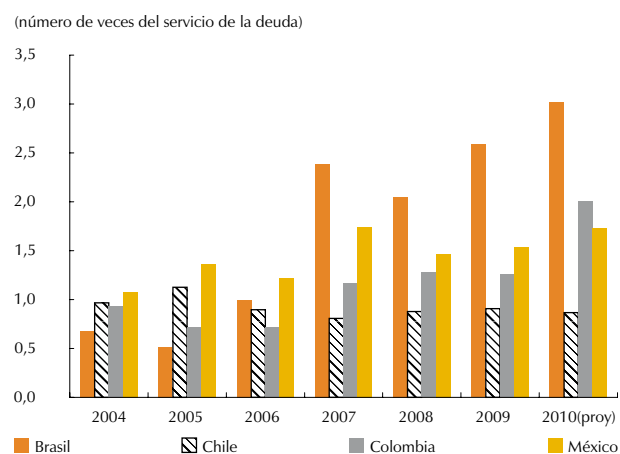
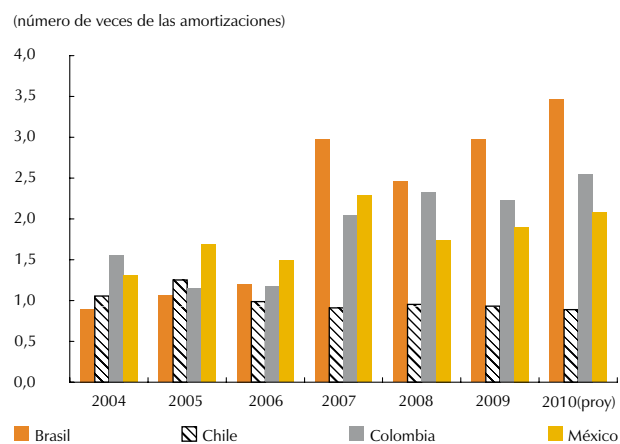


Gráfico 80

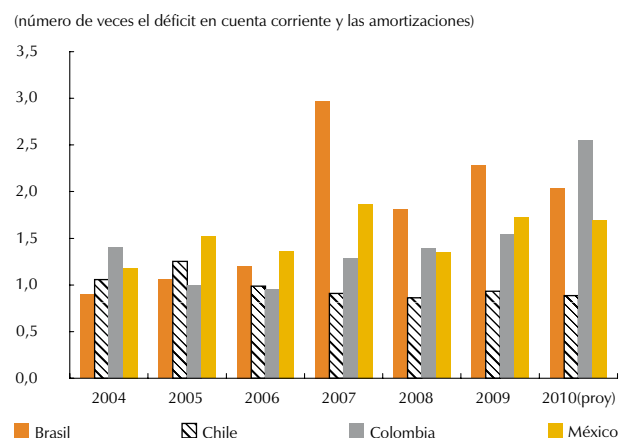
A. Reservas internacionales / servicio de deuda



B. Reservas internacionales / amortizaciones



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



el FMI en el trabajo desarrollado en el *World Economic Outlook* de septiembre de 2003 (pp. 65-105). También puede observarse que todos los indicadores de estos grupos han presentado una mejora sustancial en el período. Por otro lado, las razones del grupo C se han mantenido estables y están en niveles adecuados. Particularmente, la relación de reservas netas sobre importaciones de bienes, una de las medidas más usadas, se estima en 8,6 meses.

Al comparar diversos indicadores de liquidez internacional de Colombia frente a otros países de la región⁵⁰, se observa que el cociente de reservas sobre PIB se sitúa en niveles cercanos al registrado por México, y por debajo del de Chile y Brasil (Gráfico 78).

En el caso del indicador de reservas sobre M3, Colombia registra niveles inferiores a los de Brasil, Chile y México. En cuanto a las reservas medidas en meses de importaciones de bienes, éstas muestran que Colombia tiene una posición relativa superior a la de Chile y México, e inferior a la de Brasil (Gráfico 79).

En las relaciones de las reservas internacionales a amortizaciones y servicio de deuda se aprecian niveles superiores a Chile y México e inferiores a Brasil. En cuanto al indicador de déficit en cuenta corriente más amortizaciones para el año 2009 Colombia registró una posición relativa inferior a México y Brasil, y superior a la de Chile. En 2010 se estima que Colombia registre niveles superiores a Chile, México y Brasil (Gráfico 80).

F. POLÍTICA FISCAL

La meta de déficit fiscal del sector público consolidado (SPC) para 2010 se fijó en 3,6% del PIB, de acuerdo con el MFMP presentado por el Gobierno en el mes de junio.

La meta de déficit fiscal del sector público consolidado (SPC) para 2010 se fijó en 3,6% del PIB, de acuerdo con el MFMP presentado por el Gobierno en el mes de junio. Esta meta supone un desbalance de 4,4% del PIB en las operaciones del Gobierno nacional central (GNC) y un superávit de 0,7% del PIB en las finanzas del sector descentralizado. Así mismo, se estimó utilidades de caja del Fogafin por 0,2% del PIB y costos de reestructuración financiera por 0,1% del PIB. Frente a la meta consolidada que se anunció a principios del año (3,7% del PIB), se observa un ligero ajuste en la cifra que refleja fundamentalmente la revisión de 2,5% a 3,0% en la proyección del crecimiento económico anual (Cuadro 16).

Como se comentó en el informe de la Junta Directiva del mes de marzo, la política fiscal de 2010 se diseñó sobre la base de un período de recuperación de la economía colombiana. La crisis internacional observada desde finales de 2008 afectó de manera importante la dinámica de los ingresos tributarios en el año 2009 y llevó al Gobierno a adoptar una postura fiscal activa, preservando el nivel de gasto y redireccionando la inversión pública hacia proyectos con alto

50 No se considera dentro de los indicadores de liquidez internacional el caso de Perú, debido a que los bancos locales pueden captar depósitos en dólares y el encaje de estos depósitos lo contabilizan como reservas internacionales.

impacto económico. Esta postura se adoptó con carácter transitorio para permitir el mejoramiento de los indicadores fiscales una vez la economía empezara a recuperarse, como en efecto se viene observando en lo corrido de 2010.

Cuadro 16
Sector público consolidado
Balance fiscal, 2009 y 2010

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2009	2010 (proy)	2009	2010 (proy)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1+2)	(12.865)	(19.412)	(2,6)	(3,7)
1. Gobierno nacional	(20.715)	(23.250)	(4,2)	(4,4)
2. Subtotal sector descentralizado	7.850	3.838	1,6	0,7
Eléctrico	51	183	0,0	0,0
Emcali	46	(110)	0,0	0,0
EPM	(512)	(282)	(0,1)	(0,1)
FAEP	(1.024)	(425)	(0,2)	(0,1)
Resto de entidades	2.060	(608)	0,4	(0,1)
Seguridad social	6.451	4.724	1,3	0,9
Regional y local	779	356	0,2	0,1
B. Balance cuasifiscal del Banco de la República	599	(329)	0,1	(0,1)
C. Balance de Fogafin	926	927	0,2	0,2
D. Costo de la reestructuración financiera ^{a/}	(1.117)	(459)	(0,2)	(0,1)
E. Ajustes	(1.236)	0	(0,2)	0,0
F. Total sector público consolidado (A+ B + C + D + E)	(13.694)	(19.273)	(2,8)	(3,6)

(proy) proyección.

a/ Corresponden a pagos de intereses, amortizaciones e indexaciones asociados con la crisis financiera de finales de los años noventa, los cuales fueron asumidos por el GNC.

Nota: déficit (-) o superávit (+).

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Durante 2010 los ingresos provenientes del impuesto de renta se reducirán por efecto de la crisis económica y su impacto en los balances contables de los grandes contribuyentes en 2009.

En un contexto de recuperación económica, el Gobierno nacional considera que la meta de déficit fiscal consolidado refleja una posición prudente. Un desbalance superior al previsto podría comprometer la credibilidad en el manejo fiscal del Gobierno, exigiría la consecución de mayores recursos de financiamiento y limitaría las posibilidades de recuperación del sector privado. Es importante tener en cuenta que durante 2010 los ingresos provenientes del impuesto de renta se reducirán por efecto de la crisis económica y su impacto en los balances contables de los grandes contribuyentes en 2009⁵¹. Así mismo, la caída del precio internacional del petróleo ocurrida en 2009 reduce las utilidades de Ecopetrol y, con ello, los dividendos que la empresa trasladará al Gobierno durante el presente año.

51 Es necesario recordar que la declaración y pago del impuesto de renta en 2010 se realiza sobre los ingresos generados en el año 2009.

De acuerdo con las cifras del MFMP, las finanzas del GNC contabilizarán una reducción de 3,7% en los ingresos y de 0,3% en los gastos.

Para evitar que la caída de algunos de los ingresos fiscales se tradujera en un mayor desajuste en las finanzas públicas, al comenzar el año el Gobierno nacional tomó la decisión de aplazar gastos por \$5.900 mm. Esta decisión no compromete la ejecución de los programas y proyectos más importantes y toma en cuenta el hecho de que las regiones y algunas empresas públicas ejecutarán amplios presupuestos de inversión, lo que evitará una caída de la formación bruta de capital pública.

De acuerdo con las cifras del MFMP, las finanzas del GNC contabilizarán una reducción de 3,7% en los ingresos y de 0,3% en los gastos. La caída de los ingresos es consecuencia de un menor recaudo en el impuesto de renta (5,7%) y una reducción de los excedentes financieros de las empresas (38,9%), especialmente los provenientes de Ecopetrol. Estas dos fuentes de recursos públicos, como se anotó, se vieron afectadas por la desaceleración de la actividad económica de 2009 y por la disminución del precio internacional del petróleo. A diferencia del impuesto de renta, el IVA interno y el gravamen a los movimientos financieros registrarán aumentos de 10,8% y 8,6%, respectivamente. El dinamismo de estos tributos refleja la recuperación económica que se espera para 2010. Vale la pena anotar que durante 2010 se realizará el último giro de recursos del Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera (FAEP) al Gobierno por un monto de US\$187 m (Cuadro 17).

Los gastos del GNC registrarán un aumento de 4,5% en intereses y una reducción de 0,3% en funcionamiento. Mientras los servicios personales crecerán 7,8% y los gastos generales 10,8%, las transferencias lo harán 2,6%. La contracción de este último rubro de gasto obedece a que el subsidio al consumo de combustibles en 2010 no se carga al presupuesto de la Nación sino que, en la medida en que se genere, es atendido con los recursos del Fondo de Estabilización de los Precios de los Combustibles Derivados del Petróleo (FEPC). Para el sistema general de participaciones (SGP) se asignaron \$22.810 mm, con un crecimiento de 5,9%, y para pensiones \$21.980 mm, de los cuales \$6.940 mm se girarán al Instituto de Seguros Sociales (ISS) para atender el faltante de las obligaciones con los jubilados del régimen de prima media. Cabe señalar que la transferencia de recursos al ISS se ajustó en cerca de \$1.000 mm respecto a la proyección inicial por el traslado de afiliados de los fondos privados a este instituto. Finalmente, los pagos de inversión contabilizarán una caída de 12,7%, por los menores gastos en equipo militar y por el aplazamiento de algunas partidas.

Los pagos de inversión contabilizarán una caída de 12,7%, por los menores gastos en equipo militar y por el aplazamiento de algunas partidas.

El déficit del GNC, incluyendo los costos de reestructuración financiera, alcanzará \$23.709 mm, que representan el 4,4% del PIB. Frente al informe de marzo de la Junta Directiva, se observa un cambio en la composición del financiamiento debido a la demora en el trámite de la privatización de algunas electrificadoras regionales y a la decisión del gobierno electo de suspender el proceso de enajenación de Isagen. Los recursos derivados de estas operaciones, que ascendían a \$4.000 mm, serán sustituidos por mayor crédito externo (\$2.000 mm) y la emisión de títulos de deuda interna (\$2.000 mm).

Cuadro 17
Gobierno nacional central
Balance fiscal, 2009 y 2010
(miles de millones de pesos)

	2009	2010 (proy)	Crecimiento 2009-2010
I. Ingresos totales (A + B + C + D + E)	77.156	74.306	(3,7)
A. Tributarios	65.196	66.079	1,4
Renta	28.116	26.512	(5,7)
IVA interno	17.609	19.503	10,8
IVA externo	8.301	8.849	6,6
Gravamen	4.001	4.265	6,6
Timbre	612	90	(85,3)
Gasolina	1.291	1.335	3,4
Gravamen a los movimientos financieros	3.121	3.390	8,6
Patrimonio	2.023	2.022	(0,1)
Otros	121	113	(6,5)
B. No tributarios	463	408	(11,8)
C. Fondos especiales	1.061	1.332	25,5
D. Recursos de capital	10.418	6.470	(37,9)
Rendimientos financieros	758	527	(30,5)
Excedentes financieros	8.568	5.236	(38,9)
Otros	1.092	708	(35,2)
E. Ingresos causados	17	17	(0,0)
II. Gastos totales (A + B + C + D + E)	97.871	97.556	(0,3)
A. Intereses	14.583	15.241	4,5
Externos	3.846	3.913	1,7
Internos	10.737	11.328	5,5
B. Funcionamiento	71.010	70.827	(0,3)
Servicios personales	10.862	11.712	7,8
Gastos generales	3.901	4.322	10,8
Transferencias	56.247	54.792	(2,6)
C. Inversión	11.536	10.066	(12,7)
D. Préstamo neto	176	277	57,1
E. Pagos causados ^{a/}	567	1.145	102,2
III. Déficit (-) o superávit (+) (I - II) ^{b/}	(20.716)	(23.250)	12,2
Costo de reestructuración financiera ^{c/}	1.117	459	(58,9)
IV. Financiamiento (A + B + C + D + E)	21.832	23.709	8,6
A. Crédito externo neto	9.242	3.064	(66,8)
Desembolsos	11.925	6.321	(47,0)
Amortizaciones	2.683	3.257	21,4

Cuadro 17 (continuación)
Gobierno nacional central
Balance fiscal, 2009 y 2010
(miles de millones de pesos)

	2009	2010 (proy)	Crecimiento 2009-2010
B. Crédito interno neto	11.539	16.023	38,9
Desembolsos	32.545	37.301	14,6
Amortizaciones	21.006	21.277	1,3
C. Utilidades del Banco de la República	819	0	(100,0)
D. Privatizaciones	923	531	(42,5)
E. Otros	(690)	4.090	(692,9)
V. Déficit como porcentaje del PIB ^{b/}	(4,2)	(4,4)	

(proy) proyección.

a/ No incluye el cambio en las reservas presupuestales.

b/ No incluye el costo de la reestructuración financiera.

c/ Corresponden a pagos de intereses, amortizaciones e indexaciones asociados con la crisis financiera de finales de los años noventa, los cuales fueron asumidos por el GNC.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Con relación al sector público descentralizado, las proyecciones oficiales presentan un superávit de 0,7% del PIB, el cual se origina en las entidades territoriales y en el sector de la seguridad social, donde se incluyen algunos fondos públicos de pensiones que han venido acumulando excedentes en los últimos años

Teniendo en cuenta los ajustes descritos, el financiamiento del déficit recaerá sobre los recursos del crédito y la utilización de la disponibilidad de caja de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (TGN). El crédito externo neto alcanzará \$3.064 mm, con desembolsos por \$6.321 mm y amortizaciones por \$3.257 mm. Por su parte, el financiamiento interno neto ascenderá a \$16.023 mm, producto de desembolsos por \$37.301 mm frente a amortizaciones por \$21.277 mm. Las colocaciones de TES B se estiman en \$27.500 mm, de los cuales \$15.000 mm corresponden a subastas, \$4.990 mm a operaciones convenidas y \$7.500 mm a inversiones forzosas. Para mejorar el perfil de amortizaciones de la deuda, en el mes de abril el Gobierno realizó una operación de canje por \$1.145 mm sobre títulos con vencimiento en septiembre y noviembre.

Con relación al sector público descentralizado, las proyecciones oficiales presentan un superávit de 0,7% del PIB, el cual se origina en las entidades territoriales y en el sector de la seguridad social, donde se incluyen algunos fondos públicos de pensiones que han venido acumulando excedentes en los últimos años⁵². Frente al año 2009 se observa una reducción del superávit del sector descentralizado, que obedece en buena parte al deterioro en las áreas de salud y pensiones y al déficit de algunas empresas y fondos públicos, dentro de los que se destacan el FAEP y el FEPC. El desajuste fiscal del área de salud está relacionado con los mayores giros del Fondo de Solidaridad y Garantía en Salud (Fosyga) para atender los servicios y medicamentos excluidos del plan obligatorio de salud (POS).

52 Dentro de estos fondos se destaca el Fondo Nacional de Pensiones de las Entidades Territoriales (Fonpet), el Fondo de Garantía de Pensión Mínima Privada, y el patrimonio autónomo de Ecopetrol.

Es importante destacar que a principios de julio el Gobierno nacional presentó una propuesta para la adopción de una regla fiscal en Colombia, la cual fue elaborada por un comité interinstitucional.

Cabe anotar que al finalizar el primer trimestre de 2010 el SPC acumuló un superávit fiscal de \$281 mm, que representa el 0,1% del PIB. Este resultado es atribuible a las operaciones del GNC y, particularmente, al dinamismo de los ingresos, los cuales se han beneficiado de la recuperación económica interna observada en la primera parte del año. En lo que resta de 2010 la situación fiscal se tornará deficitaria, especialmente por el impacto rezagado de la crisis sobre los recaudos del impuesto de renta y los dividendos provenientes de Ecopetrol.

Finalmente, es importante destacar que a principios de julio el Gobierno nacional presentó una propuesta para la adopción de una regla fiscal en Colombia, la cual fue elaborada por un comité interinstitucional conformado por expertos del Ministerio de Hacienda, el Banco de la República y el DNP, el cual contó con el apoyo de un grupo de asesores externos convocados por el Gobierno. La adopción de dicho instrumento de manejo fiscal favorece la disciplina fiscal, asegura la sostenibilidad de la deuda pública en el mediano plazo y permite la ejecución de una política fiscal contracíclica.

REGLA FISCAL PARA COLOMBIA

La propuesta de regla fiscal que el Ministro de Hacienda presentó el pasado 7 de julio es una iniciativa de gran importancia para el manejo económico del país, pues de llegar a convertirse en la Ley de la República, comprometería al Gobierno Nacional con un nuevo esquema de política fiscal que asegura la sostenibilidad de las finanzas públicas. Por esta razón la *regla fiscal* complementa el acto legislativo recientemente presentado al Congreso, mediante el cual se le da a la sostenibilidad fiscal el carácter de derecho colectivo de la sociedad.

La propuesta de regla fiscal establece un balance primario objetivo para las finanzas del Gobierno nacional, con el cual logrará reducir progresivamente su deuda desde el nivel de 39,4% del PIB proyectado para 2010 a uno de 28,4% del PIB en el año 2020. Para ello se requiere que en el transcurso de la próxima década el Gobierno alcance un superávit primario de 1,3% del PIB en promedio por año.

El cubrimiento exclusivo de la regla sobre las operaciones del GNC, se considera adecuado, si se tiene en cuenta que su desbalance explica el desequilibrio fiscal del sector público no financiero (SPNF), y que la deuda del Gobierno representa actualmente alrededor del 87% de la deuda pública total. También debe recordarse que las entidades territoriales ya cuentan con una normatividad apropiada, que les ha permitido sanear y equilibrar sus finanzas, y mantener controlado el crecimiento de sus gastos.

De otra parte, la escogencia del balance primario como indicador sobre el que se aplica la regla cuantitativa también es adecuada, considerando que al excluir el pago de intereses sobre la deuda, ésta es una medida relativamente más controlable por la autoridad fiscal que el balance total. En efecto, el balance primario está menos expuesto a los choques de la tasa de interés de la tasa de cambio, por lo cual es un indicador

que guarda una relación más estable con las decisiones de ingresos y gastos, y con el objetivo fiscal propuesto.

La fórmula de la regla fiscal que el Gobierno propone, independiza el objetivo fiscal y las decisiones de política de movimientos cíclicos de la economía, en particular del producto y de los ingresos petroleros, por lo que la regla es de naturaleza estructural. Esta es una característica importante, porque significa que el balance fiscal que debe cumplir la autoridad depende exclusivamente de sus propias decisiones, o de cambios inesperados y transitorios en la economía que afecten sus finanzas.

De acuerdo con su diseño, la regla permite un espacio para la política fiscal contracíclica, de tal forma que la autoridad fiscal ahorrará en momentos de auge y desahorrará en momentos de recesión. Este manejo permitirá una mejor coordinación entre las políticas fiscal y monetaria, ya que durante las expansiones de la economía, o bonanzas de un sector específico, la regla promueve una política fiscal contraccionista, apoyando así los esfuerzos de estabilización de la autoridad monetaria a través del incremento de las tasas de interés. Por el contrario, durante las recesiones la regla permite una política fiscal expansionista, lo cual ayudará a la política monetaria en su propósito de estimular la economía mediante menores tasas de interés.

De otra parte, la Regla posibilita un manejo macroeconómico adecuado de los posibles excedentes que se generen en el sector petrolero, ya que éstos deberán ser ahorrados cuando excedan cierto umbral (por medio de una menor deuda o de un fondo de ahorro), y podrán ser desahorrados en el caso contrario. Esto permitirá amortiguar los efectos macroeconómicos no deseados que podrían sobrevenir de producirse una fuerte apreciación de la tasa de cambio ante la expansión prevista de las actividades minero-energéticas.

La regla fiscal permitirá superar varias limitaciones del Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP). Por una parte, en el diseño del MFMP la autoridad fiscal tiene plena discrecionalidad para fijar año tras año una meta de balance primario del SPNF, cuyo incumplimiento no conlleva ningún tipo de corrección hacia el futuro. Al respecto, puede observarse que en el pasado las metas del MFMP se han ajustado de manera recurrente, bien sea por eventos de tipo coyuntural o por otras razones, y que inclusive se han ajustado dentro de un mismo año fiscal, lo cual relaja su compromiso inicial, afectando la credibilidad de la política.

Adicionalmente, si bien el MFMP establece una senda indicativa de balance primario para el SPNF a la cual

debe acogerse la política fiscal, la ley no estableció el compromiso de fijar una meta de superávit primario para el Gobierno nacional, que es donde se registra el mayor desequilibrio de las finanzas públicas colombianas. Esto ha llevado a que, de alguna manera, los diagnósticos basados en los resultados de balance y de deuda neta consolidados no revelen plenamente las fuentes de vulnerabilidad fiscal y, por consiguiente, se hayan postergado esfuerzos adicionales de ajuste en las cuentas de la administración central.

Por otra parte, si bien el MFMP acoge una metodología estándar que permite definir la senda de balance primario requerida para la sostenibilidad de la deuda del país, no define las variables del balance ni otros parámetros relevantes en los análisis de sostenibilidad. La Ley 819 de 2003 que creó el MFMP tampoco incluyó aspectos importantes para la rendición de cuentas y procedimientos para el retorno a las sendas de superávit y deuda programados, ni cláusulas de escape para situaciones excepcionales que afecten las finanzas públicas. Todos estos son aspectos que la propuesta de regla fiscal lograría corregir.

Finalmente, en el MFMP no se advierte la necesidad de ajustar las metas indicativas de superávit primario para el SPNF, dada la influencia que tiene el ciclo económico y los precios externos del petróleo. Al respecto, es preciso recordar que las fases altas del ciclo están asociadas con mayores recaudos del fisco y mejores resultados en el balance primario y de deuda. Lo contrario suele ocurrir en las fases de recesión. De esta forma, puesto que una fracción del balance fiscal se explica por el ciclo económico, es preciso utilizar un indicador que lo tome en cuenta para orientar la política fiscal. El balance fiscal cíclicamente ajustado que propone la regla fiscal cumple con este propósito, por lo cual tiene la virtud de orientar la política fiscal en sentido contracíclico.

Al convertirse en un ancla de la política fiscal y reducir su discrecionalidad, la regla fiscal reducirá la incertidumbre de los mercados. Esto incrementará la coherencia intertemporal en las decisiones de los agentes y aumentará la credibilidad en las metas propuestas. Como resultado, cabe esperar menores primas de riesgo y mejores condiciones en los mercados financieros locales e internacionales. El beneficio sobre la sociedad se manifestará en menores costos de uso del capital, menor volatilidad macroeconómica y, en general, en un mejor ambiente para la inversión, todo lo cual favorecerá el crecimiento económico de largo plazo. Eventualmente la regla fiscal le permitirá a Colombia recuperar el grado de inversión.

G. COMPORTAMIENTO DE LA ECONOMÍA REGIONAL EN COLOMBIA

Por primera vez en este informe se incluye un análisis sobre las economías regionales, resultado del esfuerzo realizado por la Coordinación Central de Estudios Económicos de Sucursales y los siete Centros Regionales (CREE) del Banco de la República, encargados del seguimiento periódico de las economías locales. Este capítulo se continuará elaborando y fortaleciendo para los próximos informes.

Como se explicó en el informe al Congreso anterior, durante 2009 el comportamiento de la economía colombiana se caracterizó por la desaceleración en el ritmo de crecimiento económico asociado con la crisis externa, lo que llevó a altos niveles de desempleo, informalidad y subempleo. La baja inflación y las medidas económicas oportunas tomadas por las autoridades monetarias y fiscales lograron atenuar los efectos de la desaceleración, lo cual se reflejó en la recuperación observada desde el cuarto trimestre de 2009.

El ámbito regional en 2009 se caracterizó por comportamientos divergentes. Así, mientras algunas regiones tuvieron un buen desempeño en términos de actividad económica, empleo y precios, el de otras fue poco satisfactorio. Los resultados dependen en general de la estructura productiva de cada región y de cómo fue impactada por los diversos choques tanto de demanda como de oferta. Los efectos desiguales sobre las diferentes regiones responden a variables como: el grado de industrialización, el tipo de especialización y el nivel de diversificación de la industria regional, la bancarización, la posición neta del sistema financiero y del comercio exterior⁵³. Por ejemplo, la industria y la construcción pueden ser más sensibles al ciclo económico que otros sectores como la minería y la actividad agropecuaria. Así mismo, las regiones más diversificadas tienden a ser menos vulnerables a cambios específicos.

1. Distribución del PIB colombiano por regiones⁵⁴

En la primera parte del Cuadro 18 se puede observar que la participación de las diferentes regiones en el PIB nacional en el año 2007 era, en su orden, Bogotá (26,2%), Noroccidente (15,2%), Suroccidente (14,5%), Caribe (14,4%) y Nororiente (10,9%). La segunda parte del cuadro muestra el grado de diversificación de las economías regionales. En el nivel nacional los sectores con mayor participación

53 Julio Romero P. (2010). “Transmisión regional de la política monetaria en Colombia”, en: Jalil, M; Mahadeva, L. (eds.), *Mecanismos de transmisión de la política monetaria en Colombia*, capítulo 14, Bogotá: Banco de la República y Universidad Externado de Colombia (en edición).

54 Las regiones se clasifican en: Bogotá; Noroccidente (Antioquia y Chocó); Suroccidente (Valle del Cauca, Nariño, Cauca y Putumayo); Caribe (Bolívar, Atlántico, Magdalena, Cesar, Córdoba, Sucre, La Guajira y San Andrés y Providencia); Nororiente (Santander, Norte de Santander, Boyacá y Arauca); Centro (Tolima, Huila, Cundinamarca y Caquetá); Suroriente (Llanos Orientales y Amazonia), y Eje Cafetero (Caldas, Quindío y Risaralda).

Cuadro 18
Distribución porcentual del PIB (2007)^{a/} colombiano por regiones y actividades económicas agregadas
(porcentaje)

Región por actividad económica	Agropecuario	Minería	Industria	Energía, gas y agua	Construcción e inmobiliario	Comercio, turismo y hoteles	Transporte, comunicaciones y relacionados	Intermediación financiera	Servicios no financieros (sociales, salud, educación y otros)	Impuestos	Total
Bogotá	0,4	1,0	25,4	22,5	30,8	32,1	25,8	50,4	30,8	26,5	26,2
Noroccidente	15,0	7,0	18,4	19,8	18,2	15,7	13,6	14,7	13,4	14,9	15,2
Suroccidente	17,6	2,0	16,3	15,0	17,7	13,1	15,3	11,4	14,7	13,0	14,5
Caribe	17,6	22,2	12,4	19,1	10,7	13,5	17,0	8,8	14,9	15,5	14,4
Nororiente	15,3	10,8	11,5	7,8	10,2	10,3	10,9	5,9	9,2	15,4	10,9
Centro	21,6	10,9	10,6	9,4	4,9	8,4	9,5	4,4	9,4	9,8	9,8
Suroriente	6,1	45,3	1,2	1,4	3,0	3,0	2,9	1,3	2,8	1,2	4,6
Cafetera	6,5	0,9	4,2	5,0	4,4	3,9	4,9	3,0	4,7	3,7	4,3
Total nacional	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Actividad económica por región	Agropecuario	Minería	Industria	Energía, gas y agua	Construcción e inmobiliario	Comercio, turismo y hoteles	Transporte, comunicaciones y relacionados	Intermediación financiera	Servicios no financieros (sociales, salud, educación y otros)	Impuestos	Total
Bogotá	0,1	0,2	14,4	2,2	14,4	15,0	8,0	9,5	27,4	8,8	100,0
Noroccidente	8,4	2,1	17,9	3,3	14,6	12,6	7,2	4,8	20,6	8,5	100,0
Suroccidente	10,3	0,6	16,6	2,6	14,9	11,0	8,5	3,9	23,7	7,8	100,0
Caribe	10,3	7,0	12,8	3,4	9,0	11,5	9,6	3,0	24,1	9,3	100,0
Nororiente	11,9	4,5	15,7	1,8	11,5	11,6	8,1	2,7	19,8	12,3	100,0
Centro	18,7	5,1	16,1	2,4	6,2	10,5	7,9	2,2	22,4	8,7	100,0
Suroriente	11,2	44,9	4,0	0,8	8,0	7,9	5,2	1,4	14,4	2,2	100,0
Cafetera	12,6	0,9	14,5	2,9	12,5	11,1	9,2	3,4	25,3	7,5	100,0
Total nacional	8,5	4,6	14,8	2,5	12,2	12,2	8,1	5,0	23,3	8,7	100,0

a/ Información disponible más reciente del DANE.

Fuente: DANE (cuentas departamentales 2007 (preliminar), a precios constantes de 2000); cálculos del Banco de la República.

corresponden a servicios no financieros, industria, comercio, construcción e inmobiliario y agrícola. Sobresale la elevada contribución de la intermediación financiera, el comercio y el turismo en Bogotá, al igual que la alta dependencia en la región Suroriente del sector agropecuario y minero, así como la elevada participación de la actividad agropecuaria en la zona Centro.

2. Comportamiento regional durante 2009

La debilidad en el mercado externo durante 2009 fue adversa al sector secundario de la economía y repercutió en forma negativa sobre las regiones más industrializadas del país como Bogotá, Antioquia, Valle y Caribe, y en especial en los

departamentos de la zona de frontera nororiental (Santanderes). Por otra parte, el buen desempeño del sector servicios, especialmente la intermediación financiera y el turismo impulsó la recuperación de las economías cafetera, del Caribe, Suroccidente, Centro, Nororiente y Antioquia. En contraste, en el Suroriente el sector minero fue el gran motor de la recuperación.

Con el fin de evaluar el comportamiento de las economías regionales en 2009 y ante la ausencia de cifras del PIB regional, a continuación se describe la evolución en ese año de los principales sectores económicos, la dinámica del comercio exterior, la inflación y el mercado laboral.

a. Sector agropecuario⁵⁵

En 2009 el sector agropecuario participó con el 6,8% del PIB nacional. De acuerdo con la Encuesta nacional agropecuaria (ENA) de la Corporación Colombia Internacional (CCI), el sector agrícola representó el 7% del área total cultivable⁵⁶, mientras que el sector pecuario ocupó el 77%. El porcentaje restante se destinó a bosques o áreas para otros usos como infraestructura y vivienda. Durante el año no se registraron cambios significativos en la distribución del uso del suelo con respecto al año anterior.

El 60% del área agrícola productiva correspondió a cultivos permanentes⁵⁷, los cuales crecieron 1% con respecto al año pasado. Por su parte, los cultivos transitorios⁵⁸, cuya superficie abarcó el 38%, disminuyeron el área cultivada en 1% en relación con 2008. El restante 2% correspondió a áreas que se encontraban en descanso de siembra.

Entre los cultivos permanentes se destacó el crecimiento del área sembrada de palma africana en las regiones del Caribe, los Llanos Orientales y el Nororiente (Santanderes), donde se registró un aumento promedio anual de 8,5%. La producción en toneladas de banano para consumo interno experimentó una recuperación superior al 30% debido a las condiciones agrometeorológicas favorables presentadas en las diferentes zonas bananeras del país. En contraste, la producción anual

55 El análisis del sector agropecuario se basó principalmente en los resultados de la Encuesta nacional agropecuaria (ENA), presentados por la Corporación Colombia Internacional (CCI) del Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural, cifras a 2009; así como en datos de la Federación Nacional de Cafeteros (FNC).

56 Dicha área correspondió al 45% del total del territorio nacional cultivable, que excluye aquella donde no hay actividad agropecuaria, ya sea porque son sectores de agua, eriales y zonas urbanas o existen problemas de orden público.

57 Los principales cultivos permanentes son: café, plátano, palma africana, caña panelera, caña de azúcar y frutales, entre otros. Se caracterizan por ser de ciclo largo, con capacidad máxima de producción, generalmente después de los tres años.

58 Los principales cultivos transitorios o de ciclo corto son: arroz, yuca, maíz, papa, sorgo, trigo, frijol y algodón, entre otros.

de café se redujo entre 22% y 32%, de acuerdo con estadísticas reportadas por diferentes fuentes como la ENA y la Federación Nacional de Cafeteros (FNC), respectivamente (Cuadro 19). De acuerdo con la ENA, esta contracción fue generalizada y las mayores caídas se presentaron en la zona Centro (Tolima, Huila y Cundinamarca) y el Eje Cafetero. Por su parte, la FNC señala que la baja cosecha cafetera de algunas zonas estuvo asociada con los programas de renovación de cultivos, el clima, la baja fertilización e infestación de roya y broca.

Cuadro 19
Producción agrícola por regiones de Colombia ^{a/}
(miles de toneladas)

Cultivos permanentes ^{b/}												
Región	Caña panelera		Plátano		Café		Banano consumo interno		Otros		Total	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Nororiente	3.576	3.218	101	150	61	52	21	23	263	305	4.021	3.748
Centro	1.951	2.058	173	168	162	109	63	57	244	296	2.592	2.687
Noroccidente	1.852	1.553	499	403	111	86	16	26	113	118	2.591	2.187
Suroccidente	1.120	873	240	276	117	91	26	63	424	392	1.926	1.695
Eje Cafetero	329	420	412	484	155	121	19	53	221	293	1.136	1.372
Llanos Orientales	0	0	181	233	2	0	0	0	234	140	417	373
Caribe	132	0	261	189	12	18	31	0	232	73	668	280
Otros departamentos	101	664	346	346	1	3	7	19	173	270	628	1.302
Total nacional	9.059	8.786	2.213	2.247	620	481	183	242	1.904	1.887	13.979	13.644

Cultivos transitorios												
Región	Arroz		Yuca		Maíz		Papa		Otros		Total	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Nororiente	156	183	78	120	88	76	675	764	800	780	1.798	1.922
Centro	1.216	1.244	36	44	258	281	1.052	864	426	575	2.988	3.008
Noroccidente	9	5	19	37	45	20	108	83	133	79	313	223
Suroccidente	15	0	47	46	266	255	536	560	339	308	1.204	1.170
Eje cafetero	0	0	36	41	8	19	1	1	177	31	222	91
Llanos orientales	1.165	1.121	213	319	31	31	0	0	87	63	1.495	1.534
Caribe	520	280	736	800	664	474	1	1	132	61	2.054	1.616
Otros departamentos	3	98	224	224	23	23	0	0	62	116	313	461
Total nacional	3.084	2.932	1.389	1.629	1.384	1.179	2.373	2.273	2.157	2.013	10.386	10.026

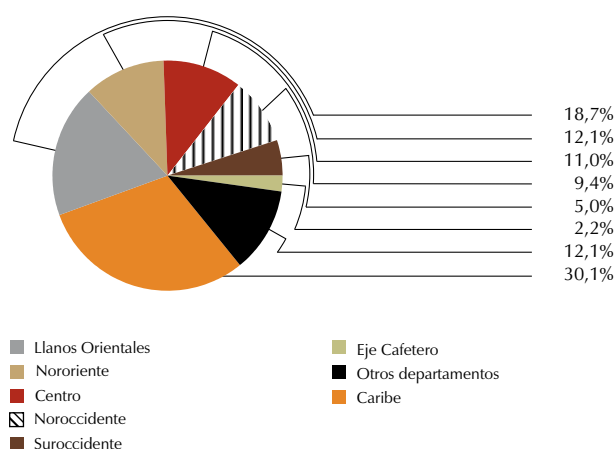
a/ Nororiente (Santander, Norte de Santander y Boyacá), Centro (Tolima, Huila y Cundinamarca), Noroccidente (Medellín), Suroccidente (Valle, Cauca y Nariño), Eje Cafetero (Caldas, Pereira y Armenia), Suroriente (Meta, Casanare y Vichada), Caribe (Bolívar, Atlántico, Magdalena, Cesar, Córdoba, Sucre y La Guajira).

b/ No incluye cifras de palma africana, caña de azúcar y banano de exportación.

Fuentes: (Encuesta Nacional Agropecuaria, 2008-2009), Corporación Colombiana Internacional (CCI) y Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural (MADR).

Dentro de los cultivos transitorios (Cuadro 19), el arroz registró un comportamiento diverso para las regiones que cubren el 80% de la producción total; así, mientras que la zona Centro reportó un incremento de 2,3%, los Llanos Orientales presentaron una reducción de 3,7%⁵⁹. La producción de yuca reportó un aumento anual del 17,3%, dada la amplia oferta en la región Caribe (Córdoba), los Llanos Orientales y el Nororiente (Santanderes). Entre los cultivos que tuvieron un descenso en la producción se encuentran el maíz y la papa. El primero se contrajo 14,8% como consecuencia de una reducción cercana al 30% en el Caribe y una de menor proporción en Suroccidente y Noroccidente. Por su parte, a pesar del incremento del área sembrada de papa, su producción se redujo en 4,2%. De hecho, mientras en Boyacá la producción creció 12,0%, en Cundinamarca y Nariño se dio una contracción de 19,2% y 5,8%, respectivamente.

Gráfico 81
Distribución porcentual del inventario bovino por regiones en 2009



Fuentes: (Encuesta Nacional Agropecuaria), Corporación Colombia Internacional (CCI), y Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural; cálculos del Banco de la República.

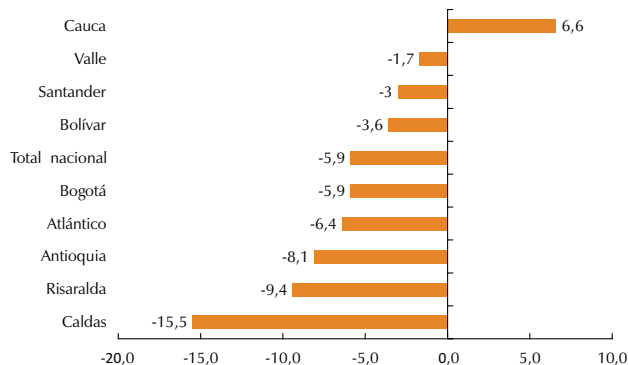
Para 2009 la ENA estimó una población bovina de 27'359.290 cabezas, con una tasa de crecimiento anual de 1,8%. El principal destino de la actividad ganadera fue la producción de carne, con 69,5%, seguido por el doble propósito (carne y leche) con 28,3% y leche con 2,2%. Con respecto al año anterior, el ganado destinado a la producción de carne se incrementó en 5,5%, siendo el Caribe colombiano, con cerca de la tercera parte del inventario ganadero del país (Gráfico 81), el que exhibió el mayor aumento, con 21,0%. Comportamiento contrario se registró en el destino de doble propósito, que disminuyó 6,4% anual; contracción experimentada en la mayoría de las regiones, a excepción de los Llanos Orientales, donde se incrementó (28,4%).

b. Sector industrial

El efecto conjunto de la crisis económica internacional y la disminución en las relaciones comerciales con los países vecinos generaron en 2009 una contracción promedio anual de 5,7% en la producción industrial, no obstante la recuperación observada en el último bimestre. Las ventas industriales, de acuerdo con las cifras de la Encuesta mensual manufacturera (MMM) del DANE, tuvieron un crecimiento promedio anual negativo en términos reales desde mediados de 2008, situación que se mantuvo durante el primer semestre de 2009 y comenzó a revertirse gradualmente en los últimos meses del año, hasta alcanzar crecimientos positivos en los últimos meses.

59 Existen otras fuentes de información que difieren de algunas cifras reportadas por la ENA, de acuerdo con diferentes metodologías de medición.

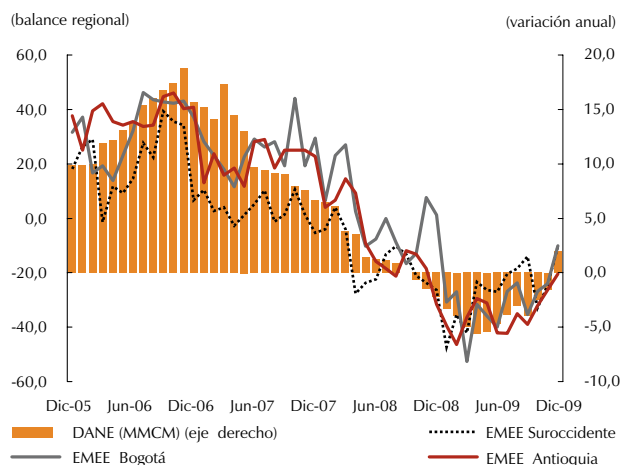
Gráfico 82
Crecimiento de la producción industrial por departamentos,
diciembre de 2009
(variación porcentual anual)



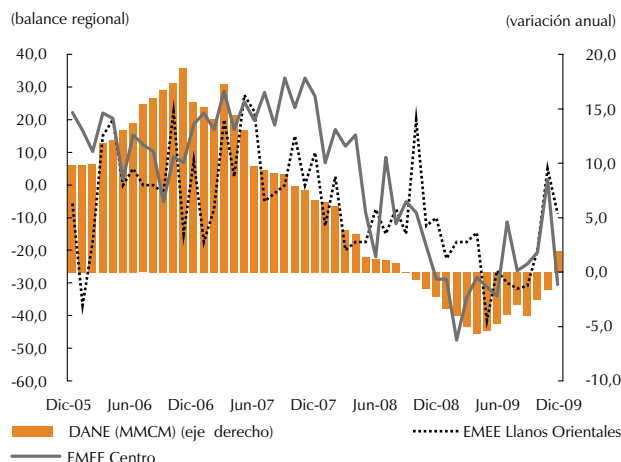
Fuente: ANDI.

Gráfico 83
Balance regional de las ventas reales vs. crecimiento
nacional^{a/}

A.



B.



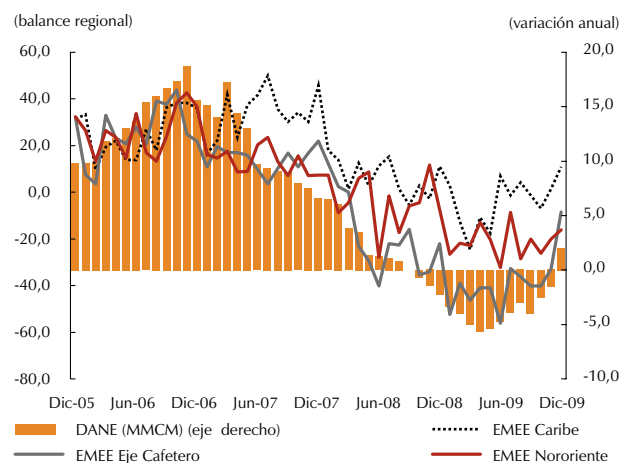
Según resultados de la Encuesta de opinión industrial conjunta (EOIC) de la Asociación Nacional de Industriales (ANDI), la mayor reducción en la producción industrial de 2009 se presentó en Caldas con 15,5%, Risaralda con 9,4% y Antioquia con 8,1%; cifras por debajo del promedio nacional (-5,9%), siendo Cauca el único con balance positivo al cierre del año (Gráfico 82).

c. Sector comercio

Durante 2009 el comercio registró en promedio un balance negativo de acuerdo con los resultados de la EMEE⁶⁰ del Banco de la República. El mayor deterioro en las ventas se presentó en la zona Centro y en Antioquia, mientras que la región Caribe se destacó por ser la única región en registrar un balance positivo (Gráfico 83).

Estos resultados se confirman con los de la Encuesta de opinión comercial conjunta (EOC) realizada por la Federación Nacional de Comerciantes (Fenalco) para algunas ciudades capitales. Adicionalmente, dicha encuesta encuentra que el descenso de las ventas en Norte de Santander es debido a la recesión

C.



a/ Balance: diferencia entre el porcentaje de respuestas de opinión de aumento anual en las ventas, frente a las de disminución anual en las ventas, en el mes de referencia. Ver <http://www.banrep.gov.co/informes-economicos/>.
Fuentes: Banco de la República (EMEE) y DANE (MMCM).

60 Encuesta mensual de expectativas económicas del Banco de la República, realizada por el Centro Nacional de Consultoría (CNC).

venezolana, junto con otros problemas fronterizos. En el Eje Cafetero el comportamiento de las ventas fue deficiente y el repunte observado en diciembre no alcanzó para impulsar la actividad comercial.

Por su parte, la venta de vehículos nuevos registró una reducción anual de 15,7% en el total nacional. De acuerdo con cifras de Econometría, el peor desempeño se observó en Antioquia (-21,9%), Suroccidente (-19,9%), Eje Cafetero (-18,5%) y Bogotá (-16,5%); con alguna recuperación en la mayoría de estas regiones en el último trimestre del año (Cuadro 20).

Cuadro 20
Venta de vehículos por regiones ^{a/}
(unidades)

Región	2007		2008		2009	
	Unidades	Variación porcentual anual	Unidades	Variación porcentual anual	Unidades	Variación porcentual anual
Noroccidente	39.046	28,0	30.478	(21,9)	23.796	(21,9)
Suroccidente	32.730	25,5	26.234	(19,8)	21.007	(19,9)
Eje Cafetero	13.293	23,7	10.256	(22,8)	8.354	(18,5)
Bogotá	122.298	29,4	104.522	(14,5)	87.290	(16,5)
Centro	8.153	44,8	7.292	(10,6)	6.145	(15,7)
Caribe	22.217	48,2	18.910	(14,9)	16.459	(13,0)
Suroriente	3.154	87,5	3.268	3,6	2.719	(16,8)
Nororiente	16.892	55,8	16.086	(4,8)	15.296	(4,9)
Total general	253.034	27,7	219.498	(13,3)	185.128	(15,7)

a/ Noroccidente (Medellín), Suroccidente (Cali, Popayán y Pasto), Eje Cafetero (Manizales, Armenia y Pereira), Bogotá (Cundinamarca y Girardot), Centro (Ibagué y Neiva), Nororiente (Bucaramanga, Cúcuta y Tunja), Caribe (Cartagena, Barranquilla, Santa Marta, Valledupar y Montería), Suroriente (Villavicencio).
Fuente: Econometría S. A.

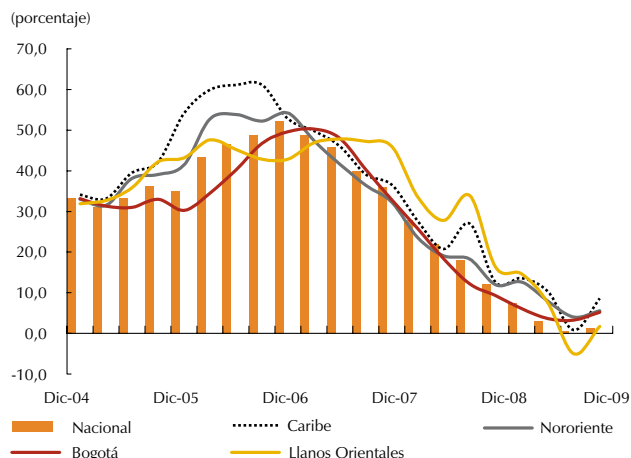
De otro lado, el crecimiento del crédito de consumo cambió en el tercer trimestre de 2009 la tendencia descendente que traía desde 2006, situación generalizada para la mayoría de las regiones, excepto Antioquia. Al cierre del año Caribe, Nororiente y Bogotá consignaron los mayores crecimientos con 8,6%, 5,6% y 5,2%, respectivamente. En el Noroccidente (Antioquia y Chocó) continuó el descenso, con una caída anual del 14,6% (Gráfico 84).

d. Turismo

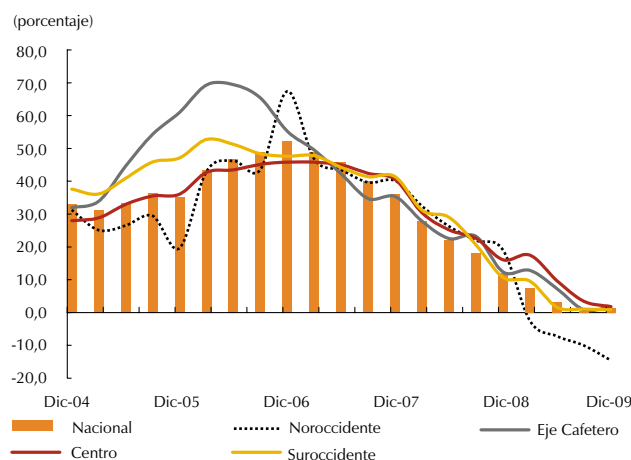
El sector turístico en Colombia fue uno de los menos afectados por la crisis económica mundial de 2009. No obstante, la Asociación Hotelera de Colombia (Cotelco) reportó una tasa de ocupación hotelera de 51,2%, inferior en 3,4 pp a la observada al cierre de 2008. El Nororiente y Bogotá tuvieron la mayor caída, con 5,4% y 4,9%, respectivamente.

Gráfico 84
Crecimiento anual de la cartera de consumo por regiones
(variación anual)

A.



B.



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

Por otra parte, según cifras del Departamento Administrativo de la Aeronáutica Civil (Aerocivil), el movimiento de transporte aéreo de pasajeros nacionales e internacionales en 2009 creció 13,1% y 6,3%, respectivamente. La movilización más alta de pasajeros internacionales se percibió en el Eje Cafetero, con un incremento del 28,5%, seguido por el Noroccidente (Medellín) con 25,9%. Otras regiones con balance positivo fueron el Suroccidente, con 9,9% y Nororiente (Santander), con 8,2% (Cuadro 21). En cuanto a la movilización nacional, todas las regiones presentaron un balance satisfactorio, donde el Caribe ocupó el primer lugar en el crecimiento de pasajeros que arribaron por vía aérea, con un incremento de 16,5% frente al año anterior. También se destacó el Nororiente, Suroriente y Suroccidente.

e. Sector minero

En los últimos años la minería ha venido ganando participación en el PIB, hasta representar en 2009 el 6,6%. Dicho crecimiento ha sido impulsado por la mejora en los precios de los productos básicos y por los grandes flujos de inversión en el sector.

Con respecto a la producción de petróleo, en 2009 se extrajeron 671 miles de barriles diarios (mbd), es decir un 14,1% más que en el año anterior. La región de los Llanos Orientales (Meta y Casanare) fue la zona de mayor producción en el país (Gráfico 85), especialmente por el auge en el departamento del Meta, donde el incremento frente al año anterior

alcanzó 32,0%. La participación de dicha región en el consolidado nacional fue de 50,7%, seguido de Nororiente (Arauca, Santander, Boyacá y Norte de Santander), con 27,5%; distribución similar a la obtenida en 2008. De acuerdo con reportes de la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH), a pesar del buen comportamiento de la producción, las regalías giradas registraron una disminución de 23,8% en el total nacional.

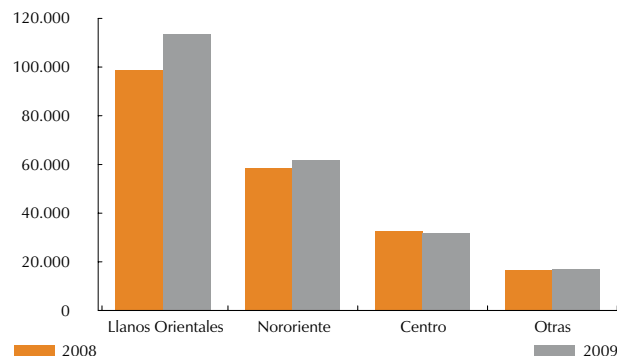
La región Noroccidente se caracterizó por el auge en la minería aurífera. De acuerdo con cifras de Ingeominas, los departamentos de Antioquia y Chocó participaron, en su orden, con el 58,6% y 22,7% de la producción nacional, con un crecimiento anual de 7,8% y más del 200%, respectivamente. De otro lado, también se registró un buen comportamiento de los productos básicos en el Caribe, principalmente el carbón en Cesar y La Guajira, y el ferroníquel en Córdoba.

Cuadro 21
Arribo de pasajeros nacionales e internacionales por vía aérea, por regiones
(miles de pasajeros)

Regiones	Nacionales				Internacionales			
	2008	2009	Participación porcentual 2009	Variación porcentual anual	2008	2009	Participación porcentual 2009	Variación porcentual anual
Bogotá	3.381	3.886	38,3	14,9	1.673	1.713	62,1	2,4
Caribe	1.729	2.014	19,8	16,5	283	285	10,3	0,9
Noroccidente	1.404	1.522	15,0	8,4	285	359	13,0	25,9
Suroccidente	1.044	1.156	11,4	10,8	248	273	9,9	9,9
Nororient	605	700	6,9	15,7	34	37	1,3	8,2
Eje Cafetero	410	441	4,3	7,4	66	85	3,1	28,5
Surorient	179	199	2,0	11,4				
Centro	190	198	1,9	3,8	2	2	0,1	(20,4)
Otros	36	35	0,3	(1,7)	3	4	0,1	12,4
Total	8.979	10.152	100,0	13,1	2.595	2.758	100,0	6,3

Fuente: Aerocivil.

Gráfico 85
Producción de petróleo por regiones
(millones de barriles)



Fuente: Empresa Colombiana de Petróleo (Ecopetrol); cálculos del Banco de la República.

f. Sector de la construcción e inmobiliario

En 2009 se mantuvo la tendencia negativa en el área licenciada para construcción en las diferentes regiones de Colombia. En los últimos tres meses del año la zona Centro y Bogotá registraron caídas promedio de 36,0% y 33,6%, respectivamente. No obstante, se observaron signos de recuperación en Noroccidente y Suroccidente, cuyos crecimientos al cierre de 2009 fueron, en su orden, 86,2% y 29,7%. Las demás regiones revelaron una situación mixta con alzas y bajas en los diferentes trimestres (Cuadro 22).

En lo que se refiere al empleo se destaca la recuperación del sector de la construcción. Según datos del DANE (GEIH), en el período 2008-2009 se observó un aumento importante en el número de ocupados para Bogotá, Barranquilla y Bucaramanga. No obstante, Cali y Medellín y sus áreas metropolitanas experimentaron las mayores reducciones durante el intervalo de análisis (Gráfico 86).

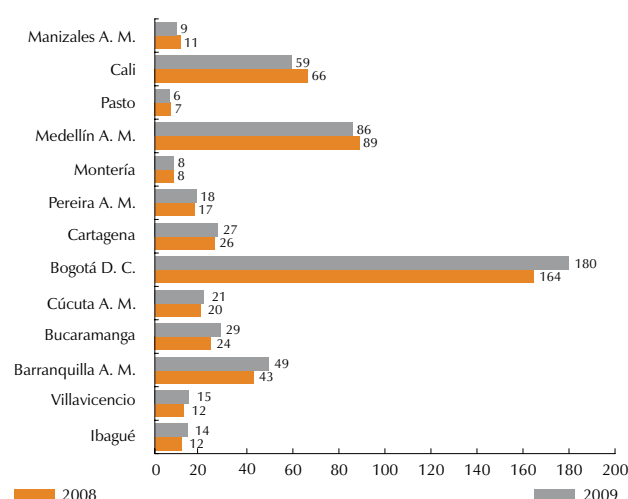
Por su parte, el dinamismo de los saldos de la cartera mantuvo un ritmo estable para las regiones en su conjunto, en parte por los subsidios a la tasa de interés de los créditos de vivienda. En términos anuales el crédito hipotecario creció en varias regiones, aunque en Bogotá, Eje Cafetero y Suroccidente su aumento fue levemente inferior al del año anterior (Cuadro 23).

Cuadro 22
Área (m²) licenciada para construcción por regiones
(variación porcentual anual)

Período	Bogotá	Centro	Eje Cafetero	Caribe	Suroriente	Suroccidente	Noroccidente	Nororiente
I trim. 2008	(8,8)	(27,2)	(60,4)	(15,0)	(26,1)	44,7	(35,8)	6,3
II trim. 2008	13,2	19,2	(4,0)	3,7	(24,4)	(37,1)	(26,0)	(6,7)
III trim. 2008	(27,8)	37,6	13,6	27,9	6,4	23,4	(30,8)	22,2
IV trim. 2008	(9,2)	(30,5)	(56,8)	(21,0)	(8,0)	(43,4)	(55,7)	34,3
I trim. 2009	(25,8)	39,7	28,6	(24,6)	80,1	(62,9)	(41,9)	4,2
II trim. 2009	(47,2)	(37,8)	(67,7)	13,0	227,3	(16,2)	(22,6)	4,6
III trim. 2009	(27,1)	(39,7)	(26,3)	(17,6)	10,2	(38,2)	5,3	(20,0)
IV trim. 2009	(33,6)	(23,4)	(14,0)	(6,4)	(1,3)	29,7	86,2	4,8

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 86
Población ocupada en el sector de la construcción por ciudades y área metropolitana (A. M.)
(miles de ocupados)



Fuente: DANE (GEIH).

g. Sector financiero

El crecimiento anual de la cartera bruta (cartera neta más provisiones) en 2009 estuvo en línea con la evolución de la actividad económica en las diferentes zonas del país. Durante el último trimestre del año cambió la tendencia descendente que traía y cerró con significativo crecimiento en casi todas las regiones para los diferentes tipos de crédito (Cuadro 23). La excepción a este comportamiento la presentó la región Noroccidente (Antioquia y Chocó), donde continuó su deterioro, con una caída anual de 10%, especialmente en el crédito de consumo (-14,6%) y el crédito comercial (-10,8%). Los menores crecimientos se observaron en las regiones donde se concentran los mayores saldos del total nacional.

Los mayores incrementos en la cartera hipotecaria se presentaron en la región Centro, Nororiente (Santanderes), Noroccidente (Antioquia y Chocó) y Suroriente (Llanos Orientales), al alcanzar esta última 21,2%. En todas las regiones creció el microcrédito, principalmente en el Caribe, Nororiente y el Eje Cafetero, regiones que superaron ampliamente el promedio nacional de 24,4%. Por su parte, el crédito comercial exhibió un mejor comportamiento en el Eje Cafetero y el Centro del país.

h. Comercio exterior

El deterioro en la actividad económica internacional y la crisis comercial con Venezuela afectaron de manera diversa las exportaciones en las regiones del país (Cuadro 24). Al tomar las exportaciones sin los productos principales (café, carbón, petróleo

Cuadro 23
Crecimiento anual de la cartera neta por tipo y región (no incluye provisiones)
(porcentaje)

Región	Cartera neta	A diciembre de 2009				
		Total	Créditos de consumo	Cartera bruta Créditos comerciales	Créditos de vivienda	Microcréditos
Bogotá	3,5	4,5	5,2	3,6	9,6	14,8
Eje Cafetero	9,4	9,7	1,7	14,3	8,7	29,7
Caribe	5,1	5,5	8,6	2,8	9,4	55,5
Centro	10,0	9,9	1,8	11,6	16,2	24,9
Nororiente	8,0	8,0	5,7	4,8	16,1	33,9
Noroccidente	(11,3)	(10,0)	(14,6)	(10,8)	15,0	20,2
Suroccidente	1,0	1,4	0,8	0,0	11,5	13,7
Suroriente	6,7	6,2	1,7	5,3	21,2	19,4
Nacional	1,4	2,2	1,4	0,8	11,4	24,4

Región	Cartera neta	A diciembre de 2008				
		Total	Créditos de consumo	Cartera bruta Créditos comerciales	Créditos de vivienda	Microcréditos
Bogotá	15,9	16,3	9,3	19,5	10,5	100,9
Eje Cafetero	14,7	16,0	12,4	17,7	11,2	72,7
Caribe	19,9	20,5	12,5	24,9	8,7	49,4
Centro	12,9	14,3	16,1	10,1	8,7	31,0
Nororiente	13,0	13,8	12,1	12,3	10,6	45,6
Noroccidente	25,4	26,1	19,0	29,0	8,5	155,0
Suroccidente	9,8	11,4	10,7	10,5	15,5	32,2
Suroriente	13,3	15,6	16,2	14,9	7,8	31,7
Nacional	16,8	17,5	12,1	19,9	10,5	55,8

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

y ferroníquel), el mayor impacto de dicha crisis se presentó en el Nororiente, con una reducción de 37,3% en sus despachos al exterior, dependientes en cerca del 80% del comercio con el vecino país. También fueron afectadas de manera considerable las regiones: Centro, Bogotá, Caribe y Eje Cafetero, y en menor proporción el Suroccidente. Por su parte, el Noroccidente fue la única zona del país que presentó un crecimiento positivo (3,4%), a pesar de la caída en las ventas a Venezuela.

Los efectos propios de la situación económica del país en 2009 se evidenciaron también en el comportamiento de las importaciones, al disminuir 17,1% en el año, luego de cinco años de constante aumento. La región Centro fue la de mayor reducción, con 32,0%, mientras que el Caribe, Eje Cafetero, Antioquia, Suroccidente y Nororiente registraron caídas promedio de 21% (Cuadro 25). Se destaca la pequeña disminución de las importaciones en Bogotá, con apenas 3,0% (muy por

Cuadro 24
Exportaciones por regiones sin principales productos^{a/}
(millones de dólares FOB)

Regiones	Exportaciones ^{a/}		Variación porcentual anual	Participación porcentual 2009	A Venezuela		Variación porcentual anual	Participación porcentual 2009
	2008	2009			2008	2009		
Noroccidente	3.826	3.956	3,4	26,6	880	473	(46,2)	11,7
Caribe	3.232	2.733	(15,4)	18,3	911	791	(13,1)	19,5
Bogotá	3.298	2.609	(20,9)	17,5	1.328	822	(38,2)	20,3
Suroccidente	2.361	2.169	(8,1)	14,6	560	425	(24,1)	10,5
Centro	2.210	1.600	(27,6)	10,7	505	293	(42,0)	7,2
Nororient	1.885	1.182	(37,3)	7,9	1.539	962	(37,5)	23,8
Eje Cafetero	732	646	(11,7)	4,3	340	280	(17,4)	6,9
Llanos orientales	80	5	(93,2)	0,0	29	2	(92,0)	0,1
Total	17.623	14.900	(15,4)	100,0	6.092	4.050	(33,5)	100,0

a/ Excluye café, petróleo, carbón y ferroníquel.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

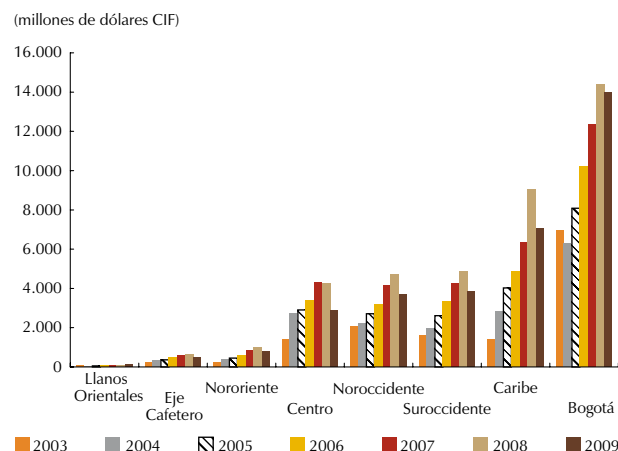
Cuadro 25
Importaciones por regiones
(millones de dólares CIF)

Región	2008	2009	Variación porcentual anual	Participación porcentual 2009
Centro	4.241	2.883	(32,0)	8,8
Eje Cafetero	630	491	(21,9)	1,5
Caribe	9.047	7.062	(21,9)	21,5
Noroccidente	4.694	3.698	(21,2)	11,2
Suroccidente	4.879	3.869	(20,7)	11,8
Nororient	986	809	(18,0)	2,5
Bogotá	14.408	13.972	(3,0)	42,5
Surorient	58	114	98,4	0,3
No diligenciado	727	0	n.a.	0,0
Total importaciones	39.669	32.898	(17,1)	100,0

n.a. no aplica
Fuentes: DIAN y DANE; cálculos del Banco de la República.

debajo del promedio nacional). Cabe resaltar la dinámica de las importaciones en el período 2003-2009 para todas las regiones, no obstante el débil comportamiento observado en el último año (Gráfico 87). El Caribe quintuplicó sus compras externas, seguido por el Nororient, que las triplicó, y las demás, que al menos las duplicaron.

Gráfico 87
Importaciones por regiones, 2003-2009



i. Inflación

En 2009 el país registró una disminución en el nivel de inflación, la cual fue generalizada en las distintas ciudades (Cuadro 26). El Suroccidente (Cali y Pasto) y el Eje Cafetero (Manizales y Armenia) registraron variaciones inferiores al promedio nacional (2,0%), básicamente por efecto de los rubros de alimentos (en especial en el segundo semestre del año), vestuario y transporte. La inflación más alta se presentó en el Nororiente para las ciudades de Cúcuta (4,5%) y Bucaramanga (3,1%), por incrementos en vivienda, educación y salud.

j. Mercado laboral

En 2009 la tasa de desempleo para trece ciudades y áreas metropolitanas fue del 13,0%, cifra superior en 1,5 pp a la registrada en 2008. Ciudades como Pereira, Ibagué y Pasto presentaron las tasas más altas de desocupación; otras como Cúcuta, Bogotá, Villavicencio, Barranquilla y Bucaramanga registraron tasas por debajo de la media nacional. En los últimos ocho años, a pesar de lo sucedido en 2009, la tendencia de la tasa de desempleo por ciudades fue decreciente, con excepción principalmente de Pereira, una de las ciudades afectadas por la caída de las remesas y las exportaciones a Venezuela (Cuadro 27).

La participación de los empleados asalariados dentro del total de ocupados ha tenido una tendencia decreciente en los últimos tres años (6,8 pp); contrario a lo sucedido con los trabajadores no asalariados, que ha crecido (6,1 pp). Se destacan las ciudades del Eje Cafetero (Manizales y Pereira), Bogotá y Medellín, con un porcentaje de asalariados mayor al total de las trece ciudades y áreas metropolitanas, mientras que las ciudades de la región Caribe (Cartagena, Barranquilla y Montería) y Cúcuta (en el Nororiente) tienen niveles más altos de trabajadores no asalariados.

3. Comportamiento regional durante el primer trimestre de 2010

Al cierre del primer trimestre de 2010 las cifras regionales de la ANDI confirman la recuperación anual en las ventas y la producción de la industria para casi todas las regiones. Así, en el Noroccidente éstas presentaron crecimientos de 10,8% y 9,8, respectivamente; la única región con reporte negativo en el período fue el Eje Cafetero.

En el sector comercio las encuestas del Banco de la República (EMEE) y de Fenalco consolidan un balance positivo para el primer trimestre del año, donde se destaca el Noroccidente, dadas sus significativas mejoras en los niveles de ventas, pedidos e inventarios. Así mismo, el Suroccidente y el Caribe mostraron

Cuadro 26
Inflación anual por ciudad
(porcentaje)

Región / ciudades	Alimentos	Vivienda	Vestuario	Salud	Educación	Diversión	Transporte	Comunicaciones	Otros gastos	Total
Nororient										
Cúcuta	3,1	7,1	0,6	5,1	5,1	(1,4)	4,1	3,5	6,0	4,5
Bucaramanga	2,6	3,5	0,5	3,6	5,9	(0,8)	3,3	3,4	4,5	3,1
Tunja	1,6	4,6	(0,4)	1,2	5,9	(4,2)	(0,6)	0,1	3,4	2,2
Suroccidente										
Popayán	(0,5)	5,5	(2,6)	2,9	4,4	(3,2)	0,7	(0,3)	3,9	2,0
Pasto	(0,9)	4,7	0,7	3,9	4,7	(3,2)	(0,5)	2,3	5,0	1,6
Cali	(1,9)	5,3	(3,4)	4,7	5,3	(0,3)	(1,0)	(0,4)	3,5	1,2
Centro										
Neiva	(0,2)	6,0	1,1	4,9	5,9	(0,9)	3,0	3,5	3,5	2,8
Ibagué	(0,6)	5,6	(1,4)	4,4	4,7	(0,1)	1,1	0,9	4,5	2,2
Florencia	(0,6)	5,6	(0,9)	3,2	0,7	(1,0)	(0,8)	0,9	2,6	1,7
Eje Cafetero										
Pereira	(2,6)	4,3	(1,3)	5,3	5,9	2,4	1,7	2,7	5,2	1,8
Manizales	(2,6)	4,5	(1,5)	3,4	5,5	0,7	(0,1)	2,5	4,5	1,2
Armenia	(2,5)	4,5	(1,9)	4,6	2,6	1,1	0,5	(0,4)	3,9	1,1
Caribe										
Valledupar	1,0	5,5	0,4	5,1	4,0	0,5	(1,9)	(0,1)	3,4	2,8
San Andrés	2,1	2,9	(1,8)	4,7	5,4	(9,3)	(0,4)	1,7	2,5	2,4
Cartagena	0,2	2,3	1,4	3,7	4,6	(5,6)	3,3	3,5	5,3	2,0
Barranquilla	0,3	3,1	1,2	4,7	6,3	(0,8)	(1,9)	1,8	4,8	1,8
Santa Marta	0,7	1,8	0,3	4,2	3,8	(1,0)	2,4	1,4	4,2	1,7
Sincelejo	1,9	2,4	0,7	4,5	4,5	(2,6)	(1,4)	(3,4)	4,9	1,6
Montería	(1,1)	3,5	0,6	2,5	4,9	(3,3)	1,0	1,9	3,5	1,5
Riohacha	(0,0)	2,5	0,5	2,4	2,7	(3,9)	0,0	0,6	(0,2)	1,0
Noroccidente										
Medellín	(1,1)	5,3	1,5	5,4	6,2	0,6	1,9	0,4	3,5	2,5
Quibdó	(0,8)	1,4	(0,2)	4,6	1,4	(1,8)	(0,7)	0,2	3,5	0,6
Nororient (Llanos Orientales)										
Villavicencio	0,1	4,7	(0,7)	5,6	4,4	(2,9)	2,4	1,9	4,2	2,3
Bogotá, D.C.	(0,2)	3,8	(0,4)	5,2	7,1	1,6	(0,4)	0,7	3,4	1,9
Nacional	(0,3)	4,3	(0,3)	4,9	6,3	0,5	0,3	0,9	3,8	2,0

Fuente: DANE.

cambios positivos; mientras que el Eje Cafetero tuvo un moderado comportamiento en las ventas minoristas.

Por otra parte, las ventas de vehículos alcanzaron un crecimiento anual de 16% en el acumulado de los cuatro primeros meses de 2010, recuperación generalizada en las diferentes zonas del país, siendo mayores para el Centro, Eje Cafetero y Caribe.

Cuadro 27
Tasa de desempleo 2002-2009, trece principales ciudades y sus áreas metropolitanas
(porcentaje)

Ciudades	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Variación promedio 2002 a 2009
Pereira	17,6	18	16,9	15,8	14,2	13,5	13,8	20,4	3,5
Ibagué	23	23,5	22,2	20,9	19,9	15,7	19,4	17,2	(3,3)
Pasto	18,1	18,1	18,9	14,9	15,4	14	14,1	16,9	(0,3)
Montería	16,8	15,8	16,5	14,6	14,1	12,6	12,9	15,8	(0,3)
Medellín	17	15,7	15,1	13,8	13,4	12,1	13,6	15,7	(0,7)
Manizales	19,3	18,9	18,8	17,5	15,7	13,3	14,5	15,3	(2,9)
Cali	15,9	15,6	14,2	13	12,9	11,3	12	13,6	(1,9)
Cartagena	14,9	15	14,7	15,5	15	13,7	12	13,1	(1,6)
Cúcuta	16,6	17,8	15,5	14,6	12,7	10,9	9,3	11,9	(3,6)
Bogotá	18,3	16,6	14,8	13,1	11,5	10,4	10	11,5	(6,0)
Villavicencio	15,2	14,4	12,7	12,2	12,5	10,7	11	11,3	(3,9)
Barranquilla	16,3	16,2	14,6	13,6	12,9	11,4	10,9	10,5	(6,0)
Bucaramanga	20,4	17,9	16,9	15,4	13,9	9,7	9,5	9,3	(10,1)
Total trece ciudades y áreas metropolitanas	17,6	16,6	15,3	13,9	12,9	11,4	11,5	13,0	(3,9)

Fuente: DANE (ECH y GEIH); cálculos del Banco de la República.

Así mismo, el restablecimiento de las relaciones comerciales con Ecuador ha favorecido a las regiones del occidente, contrario a lo sucedido con Venezuela, donde se han afectado las exportaciones (sin principales productos) del Nororiente (Santanderes) con una caída del 77,9% en el primer trimestre de 2010. En el Eje Cafetero la contracción acumulada a abril fue de 20,9% y en el Caribe de 11,9%; mejora el comportamiento en Noroccidente y Suroccidente, donde crecen cerca de 15%, y en menor escala las del Centro, con 3,6%.

Por último, en casi todas las regiones se observa cierta recuperación de la cartera neta del sistema financiero al cierre del primer trimestre de 2010, a excepción de Antioquia, donde se contrajo 12,2%. Por tipo de crédito se destaca el buen comportamiento de los destinados a adquisición de vivienda, con amplio dinamismo en todas las regiones durante el período, al igual que los microcréditos. Sin embargo, el saldo del crédito comercial alcanzó su crecimiento anual más bajo en los últimos nueve años, y fue negativo en Antioquia, donde cayó 11,3%. Por su parte, el crédito de consumo se recuperó para Bogotá y Antioquia, pero disminuyó en el Eje Cafetero y Suroccidente en 3,4% y 0,4%, respectivamente.

Recuadro 1

EL SECTOR MINERO-ENERGÉTICO EN LA ECONOMÍA COLOMBIANA¹

La dotación de recursos naturales en América Latina ha determinado un patrón de crecimiento económico para la región, que se basa en la producción de bienes primarios y en la entrada de capitales extranjeros destinados a la explotación y exportación de estos productos, principalmente aquellos de origen minero. Por ejemplo, de acuerdo con el balance de los últimos años de las economías de Chile, Brasil, México y Perú, la actividad minera fue pieza fundamental para su dinámica económica y de exportaciones, así como para sus flujos de inversiones productivas. En efecto, durante el primer trimestre de 2010 el sector minero contribuyó con más del 60% del valor exportado en los casos de Chile y Perú, y en México y Brasil lo hizo con 17% y 24%, respectivamente. En términos del crecimiento observado en lo corrido de 2010 a marzo, el comportamiento de la actividad minera influyó en los buenos resultados de las economías de México, Chile y Brasil.

Colombia no es ajena a esta condición y su balance económico de la última década, aunado a su perspectiva, revelan la creciente importancia de la actividad minera en el contexto global de la economía. La evolución positiva del sector minero se enmarca en un contexto internacional favorable en cuanto a las cotizaciones internacionales de los productos básicos, el auge de su demanda externa y el permanente flujo de inversión extranjera directa. Internamente se han efectuado modificaciones tendientes a flexibilizar la regulación cambiaria, tributaria y de inversión extranjera, propiciando un mejor clima de inversión. De esta regulación se han beneficiado especialmente las empresas minero-energéticas, por ejemplo, al otorgarles contratos de más larga duración y bajo la modalidad de contratos de concesión moderna, en donde el inversionista puede operar de manera independiente y asume el riesgo a cambio de obtener la totalidad de los derechos de producción después del pago de regalías e impuestos.

Dichos incentivos, el contexto internacional y la mejora de la situación de seguridad en Colombia han generado un gran interés en las actividades de exploración y producción, alcanzando niveles récord en la exploración y explotación de minerales. El crecimiento del sector minero y su impacto en la economía contri-

buye a financiar el gasto público y los gastos internos y externos del resto de sectores de la economía. Dadas las favorables perspectivas de la actividad minero-energética del país, esta nota describe brevemente su relevancia macroeconómica en cuanto a su importancia en el PIB y el empleo, en las cuentas externas del país y sus aportes a los ingresos fiscales del Gobierno.

1. El sector minero en Colombia

La importancia del sector minero-energético como principal fuente de ingresos corrientes y recursos financieros de la balanza de pagos ha sido un factor de mejora en los términos de intercambio, mayores ingresos fiscales, financiación de los demás sectores de la economía y una importante fuente de oferta de divisas. La actividad minera colombiana cubre la producción relacionada con petróleo y sus derivados, carbón, minerales metálicos (oro, ferroníquel, plata, platino, hierro, etc.) y minerales no metálicos (arenas, calizas, esmeraldas y otras piedras preciosas). Geográficamente, la producción de petróleo y carbón se concentra en los departamentos de Casanare, La Guajira, Meta, Cesar, Arauca, Huila y Santander, y la de ferroníquel y oro se localiza principalmente en Córdoba y Antioquia.

Entre 2003 y 2007 la actividad minera registró tasas de crecimiento menores a las obtenidas por el resto de sectores económicos, y su participación promedio en el PIB fue de 6,2%. A partir de 2008 dicha tendencia cambió positivamente, incrementando su contribución en la producción y convirtiéndose en una de las principales fuentes de expansión de la economía (Gráfico R1.1).

En 2009 y el primer trimestre de este año la participación de esta actividad en el PIB se situó en 6,6% y 7,0%, cifras superiores a las de 2007 y 2008. En cuanto al crecimiento económico, la dinámica de la producción minera contribuyó de manera importante en los resultados del año pasado, y en 2010 hasta marzo su tasa de crecimiento fue de 13,2%, superior al promedio del resto de sectores.

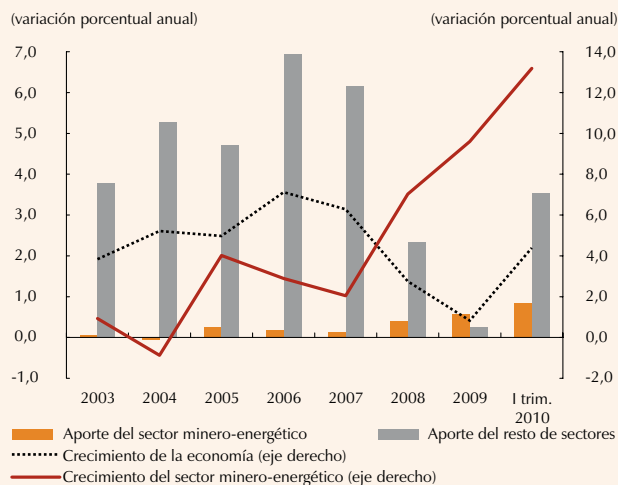
2. Estructura de producción, encadenamiento productivo y empleo del sector minero

La estructura del sector minero por actividad revela un alto grado de concentración en su producción en pocos minerales, aunque éste se ha reducido levemente en los últimos años (Gráfico R1.2). Mientras que en el

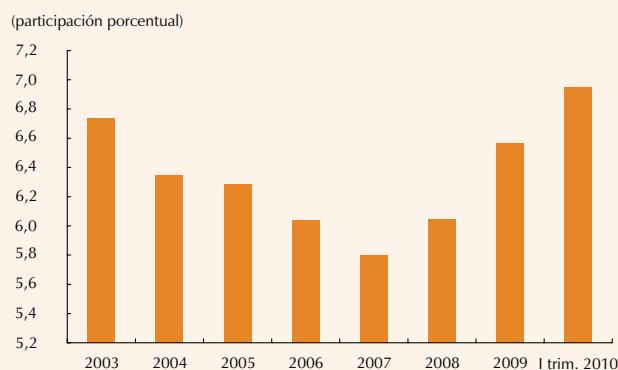
1 Con base en el documento *Regla fiscal para Colombia*, Banco de la República, Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Departamento Nacional de Planeación, julio de 2010.

Gráfico R1.1

A. Contribuciones al crecimiento del PIB y al del sector minero



B. Participación del PIB minero-energético dentro del PIB real total



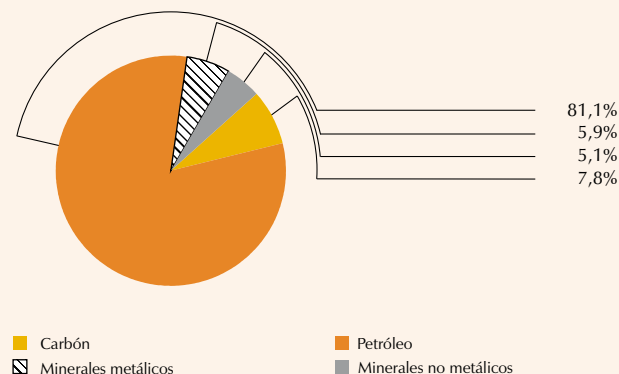
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

año 2000 cerca del 80% del producto minero lo aportaba el subsector de petróleo, en 2009 dicho aporte cayó a 53%, en tanto que el del carbón se elevó de 8% a 13%. También incrementaron su participación, aunque en menor medida, la producción de minerales metálicos y minerales no metálicos. Cabe señalar que el aumento de la producción minera diferente a petróleo obedece a proyectos de inversión y ampliación en la capacidad productiva llevados a cabo en los últimos años, especialmente en carbón y oro.

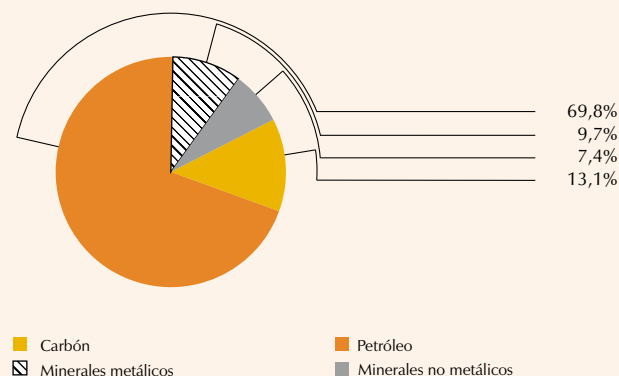
Las grandes empresas que operan en el sector minero están volcadas hacia el mercado de exportación, especialmente las que explotan y producen petróleo, carbón, ferroníquel y oro. Las exportaciones de estas firmas son la principal fuente de sus ingresos operacionales, y sus ventas al exterior, en el caso del petróleo

Gráfico R1.2

A. PIB minero-energético de Colombia, 2000 (participación porcentual sectorial)



B. PIB minero-energético de Colombia, 2009 (participación porcentual sectorial)



Fuente: DANE.

y carbón, representaron este año hasta mayo más del 62% de su producción (Cuadro R1.1).

Al considerar las relaciones intersectoriales de las actividades de carbón y petróleo con el resto de sectores de la economía, se encontró que sus compras de insumos se caracterizan notablemente por ser de carácter intrasectorial y por tener una alta demanda de servicios técnicos especializados. De acuerdo con las estimaciones presentadas en el documento *Regla Fiscal para Colombia* de julio de 2010, el sector carbonífero requiere principalmente del suministro de bienes y servicios de transporte (35%), servicios financieros (15,8%), construcción (11,2%) y de productos de la refinación de petróleo (14,1%). Con respecto a la demanda de insumos del sector petrolero, se destacan las compras en el sector de minería (35%), transporte (27,5%) y servicios financieros (20,8%).

La estructura productiva del sector minero se caracteriza por ser intensiva en el uso de capital y de tecnología

Cuadro R1.1
Producción y destino de las ventas del sector
minero-energético

	2001		2010 ^{a/}	
	Petróleo	Carbón	Petróleo	Carbón
Producción (mbd y mton) ^{b/}	604	43.911	764	19.151
Exportaciones (porcentaje)	49,9	88,3	61,9	89,7
Ventas para el consumo interno (porcentaje)	50,1	11,7	38,1	10,3

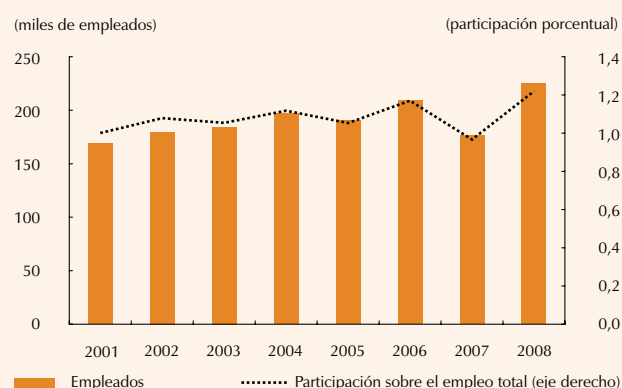
a/ Cifras del petróleo a mayo y de carbón a marzo.

b/ (mbd) miles de barriles diarios; (mton) miles de toneladas.

Fuente: Ingeominas (Simco).

y, en menor medida, de mano de obra. Por ello, de acuerdo con lo señalado en el documento mencionado, más del 84% de la intensidad factorial en los casos de la minería, carbón mineral y petróleo crudo corresponden a capital. Por su parte, de acuerdo con las estadísticas del DANE, el empleo directo generado por el sector minero ha fluctuado entre un mínimo de 177.000 empleos y un máximo de 225.000, con un incremento importante en los dos últimos años (Gráfico R1.3). En términos del empleo total, la participación asociada con la actividad minera se ha mantenido alrededor del 1%, alcanzando un máximo de 1,2% en 2008.

Gráfico R1.3
Empleo directo y participación del sector minero-energético



Fuente: DANE; cálculos del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (DGPM) (Regla fiscal, 2010).

3. Cuentas externas del sector minero colombiano

En términos de la balanza de pagos del país, los principales resultados de la estimación de las cuentas externas del sector minero indican que el superávit corriente generado por esta actividad ha compensado

parcialmente el gasto corriente del resto de sectores (Cuadro R1.2). Es así como en 2009 el superávit minero financió cerca del 68% del déficit de las otras actividades. Además de mostrar un saldo positivo en sus operaciones corrientes, el sector minero ha recibido montos crecientes de capital externo, que además de financiar las necesidades de capital del resto de sectores, se ha traducido en una acumulación de reservas internacionales y ha contribuido con ello a la apreciación de la tasa de cambio.

Como resultado del auge exportador del sector, la participación de sus ingresos en el total de los ingresos corrientes de la balanza de pagos del país se ha elevado de 31,2% en el período 2002-2007 a 57,2% en 2009, y a 53,1% en el primer trimestre de 2010 (Cuadro R1.3). El incremento del valor de las exportaciones mineras ha sido impulsado por el alza en los precios internacionales y el incremento en las cantidades vendidas, lo que se ha visto reflejado en su mayor participación en la canasta exportadora del país en los últimos años. En efecto, el agregado de las ventas externas de origen minero (oro, carbón, ferróníquel, y petróleo y sus derivados) aumentó su aporte al monto total exportado del 39% en 2002 al 51% en 2008, y al 63% en el primer trimestre de este año.

En el caso de los egresos corrientes del sector minero y su participación relativa en el total, se observa un comportamiento similar al descrito para los ingresos corrientes, aunque en forma menos pronunciada. Su contribución se elevó de 11,8% entre 2001 y 2007 a 22% en el último año. Este comportamiento se asocia con los mayores giros de utilidades (renta factorial), impulsados por el aumento en los precios de exportación de los productos mineros y con las mayores importaciones de servicios técnicos especializados requeridos por el sector para el aumento de su capacidad productiva.

En cuanto a la cuenta financiera total, las operaciones de capital de este sector proveen el mayor financiamiento de largo plazo y es la principal fuente de recursos financieros en la balanza de pagos, especialmente la relacionada con inversiones directas. Las empresas que operan en el sector minero han recibido flujos crecientes de capital externo que han superado las necesidades de capital del resto de sectores y se han constituido en la principal fuente de oferta de divisas del país (Gráfico R1.4).

El notable crecimiento de los precios internacionales del petróleo y del carbón, así como la flexibilización de la regulación de la actividad minera en Colombia, iniciada en la década de los años noventa, crearon las condiciones favorables a la entrada de capitales exter-

Cuadro R1.2
Balance global de las cuentas externas del sector minero y del país
(millones de dólares)

Concepto	Flujos promedio 2000-2007	2008	2009	I trim. 2010 (pr)
1. Balance del sector minero	5.748	14.661	17.899	4.298
Cuenta corriente	4.828	9.612	10.627	4.264
Cuenta de capital y financiera	920	5.049	7.272	34
2. Balance del resto de sectores	(4.369)	(12.038)	(16.552)	(3.951)
Cuenta corriente	(6.616)	(16.513)	(15.660)	(5.661)
Cuenta de capital y financiera ^{a/}	2.247	4.475	(892)	1.709
3. Transacciones externas del país				
a. Cuenta corriente	(1.788)	(6.901)	(5.033)	(1.396)
b. Cuenta de capital y financiera	3.167	9.524	6.380	1.743
c. Variación de las reservas internacionales brutas	1.379	2.623	1.347	347

(pr) preliminar.

a/ Incluye errores y omisiones.

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Cuadro R1.3
Operaciones corrientes del sector minero
(millones de dólares y porcentaje)

Concepto	Flujos promedio 2000-2007	2008	2009	I trim. 2010 (pr)
Operaciones corrientes del sector minero	4.828	9.612	10.627	4.264
a. Ingresos corrientes del sector minero	8.070	19.714	18.560	6.378
Como porcentaje de los ingresos corrientes del país	31,3	39,2	57,2	53,1
Bienes y servicios	7.835	19.455	18.520	6.351
Renta factorial	160	259	40	27
Transferencias	74	0	0	0
b. Egresos corrientes sector minero	3.242	10.101	7.933	2.114
Como porcentaje de los egresos corrientes del país	11,8	17,7	22,1	15,8
Bienes	1.245	4.147	3.044	844
Servicios	179	506	487	44
Renta factorial	1.818	5.449	4.402	1.226

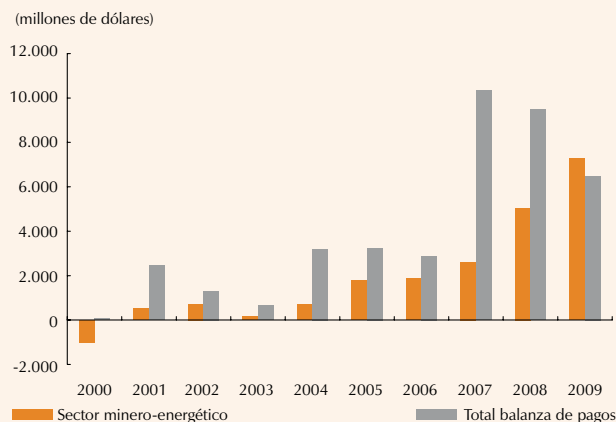
(pr) preliminar.

Fuente: cálculos del Banco de la República.

nos para el desarrollo y la ampliación de la producción minera en Colombia. En consecuencia, aumentó el nivel de las inversiones directas, con lo que se generó un incremento importante en la actividad de exploración y explotación de estos minerales, que en el caso del petróleo ha crecido a un ritmo superior al 10% en los dos últimos años.

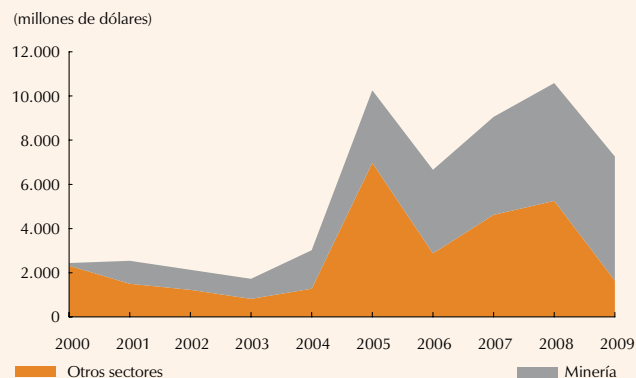
Del total de los ingresos recibidos en 2009 por el país por concepto de inversiones directas, las destinadas al sector minero representaron el 82%, monto muy superior al promedio obtenido entre 2001 y 2007 cuando su participación fue de 28,3%. Este año hasta marzo su contribución es de 66% (Gráfico R1.5).

Gráfico R1.4
Cuenta de capital y financiera total y del sector
minero-energético



Fuente: Banco de la República.

Gráfico R1.5
Flujo de IED en Colombia



Fuente: cálculos del Banco de la República.

En cuanto a las inversiones directas de Colombia en el exterior en los últimos años, su crecimiento está relacionado principalmente con las inversiones de empresas del sector minero-energético, que han adquirido derechos accionarios sobre empresas del exterior relacionadas con su actividad productiva. En ese sentido, entre 2008 y el primer trimestre de este año se registró un flujo acumulado de US\$3.771 m.

En los dos últimos años las empresas mineras liquidaron activos en el exterior para financiar compras de firmas en otros países. Por el contrario, al primer trimestre de 2010 se observa una salida de capitales por US\$1.262 m para constitución de activos en el exterior

asociados principalmente con inversiones financieras. Esta salida de capitales compensó en gran parte los ingresos por inversión extranjera directa en Colombia por US\$1.347 m.

4. Ingresos fiscales provenientes del sector minero

El sector minero colombiano ha desempeñado un papel fundamental en la evolución y estructura de los ingresos corrientes de la nación y de algunas regiones del país. Su aporte a las finanzas públicas se origina fundamentalmente en impuestos de renta e IVA, dividendos y regalías. Según el documento *Regla Fiscal para Colombia*, por concepto de impuesto de renta en el año 2000 el sector minero aportó el 30,8% del valor total recaudado, siendo la actividad petrolera la de mayor participación (Cuadro R1.4). Posteriormente, en 2007 dicha contribución se elevó a 31,3%, debido a las mayores utilidades obtenidas por las empresas del sector, como resultado de las buenas condiciones de los precios internacionales de los productos mineros. Sin embargo, en el último año el aporte porcentual del sector se contrajo 9 puntos al caer de 31,3% en 2007 a 22,9% en 2009, hecho explicado fundamentalmente por la menor demanda externa y por la reducción en sus precios de venta.

Como proporción de los ingresos totales que recibe el Gobierno nacional central, en la última década la actividad minera contribuyó con 10,6%. Al adicionar a este aporte los dividendos girados por Ecopetrol, su participación se eleva a 15%. Por el lado de las regalías giradas que se le otorgan a departamentos y municipios por la explotación de recursos, principalmente petróleo y carbón, su evolución ha sido creciente en la última década, hasta alcanzar su valor máximo de \$6 b en 2008. Según el DNP, a precios de 2008 las regalías directas giradas entre 1995 y 2008 acumularon un valor de \$28,3 b (de las cuales el 24% se dirigieron a Casanare), cifra que representa el 85% del total de las regalías. La creciente relevancia del sector minero en las finanzas públicas contrasta con su baja participación en variables como el PIB y el empleo, entre otros.

Finalmente, dados los múltiples impactos que la actividad minera tiene sobre la economía colombiana y sus perspectivas de crecimiento futuro, es importante diseñar políticas que potencien sus efectos positivos y atenúen aquellos que puedan distorsionar un crecimiento económico equilibrado.

Cuadro R1.4

Participación del sector minero-energético en el recaudo de impuesto de renta

	2000		2007		2009 ^{a/}	
	Miles de millones de pesos	Participación en el impuesto de renta (porcentaje)	Miles de millones de pesos	Participación en el impuesto de renta (porcentaje)	Miles de millones de pesos	Participación en el impuesto de renta (porcentaje)
Petróleo	1.414	27,2	3.428	22,3	2.947	18,2
Carbón	54	1,1	276	1,8	530	3,3
Níquel	66	1,3	903	5,9	187	1,2
Resto de la minería	64	1,2	208	1,4	45	0,3
Total minería y petróleo	1.599	30,8	4.815	31,3	3.709	22,9
Total impuesto de renta	5.198		15.367		16.185	

a/ Cifras preliminares.

Fuente: DIAN; cálculos del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (DGPM)

Recuadro 2

EXPORTACIONES DE COLOMBIA A VENEZUELA Y ALTERNATIVAS DE SUSTITUCIÓN

La evolución de las exportaciones de Colombia al mercado venezolano durante la década pasada generó importantes efectos sobre la dinámica exportadora y la estructura por productos y países de destino. Recientemente, el declive del valor exportado a Venezuela ha implicado cambios importantes en el panorama exportador colombiano, afectando el comportamiento, especialmente de las ventas externas de bienes industriales, la canasta exportadora y los mercados destino. Este recuadro resume dichos cambios y presenta un breve análisis del proceso de sustitución del mercado venezolano por otros socios comerciales.

1. Evolución reciente de las exportaciones a Venezuela y sus efectos sobre el panorama exportador colombiano

a. Evolución reciente

Después de 2005 el crecimiento exportador de la economía colombiana fue impulsado, en parte, por las mayores ventas externas hacia Venezuela. Entre 2005 y 2008 el valor exportado en dólares corrientes a dicho destino se multiplicó por tres, al elevarse de US\$2.098 m a US\$6.092 m. Así, de 2006 a 2008 estas ventas aportaron, en promedio, una cuarta parte del incremento total de las exportaciones del país. Adicionalmente, el comercio bilateral exhibió un superávit comercial para Colombia, que por su magnitud amortiguó los déficits obtenidos con otros socios comerciales (México y Brasil, entre otros).

En 2009 se registró un quiebre en la tendencia creciente de las ventas al mercado venezolano, como consecuencia de la menor demanda externa y las restricciones de divisas en el vecino país, que se sumaron a los problemas comerciales. En efecto, el valor anual de estos despachos cayó 33,5%, y desde finales del año pasado su tasa mensual de variación es cercana al -70%, afectando el comportamiento de las exportaciones totales e industriales (Gráfico R2.1, panel A). Como se observa en el panel b, al cierre del año pasado el nivel mensual del valor vendido fue similar al de principios de 2006 e inferior a lo registrado en los dos años anteriores.

Al obtener la tendencia de la serie trimestral de exportaciones a Venezuela, se puede observar que el nivel registrado entre 2007 y 2009 estuvo por encima de la tendencia de la serie, lo que denota un incremento

inusual con respecto al promedio histórico. Así mismo, las cifras registradas desde el segundo semestre de 2009, cuando comenzó la caída vertiginosa de los despachos al vecino país, estuvieron por debajo de la tendencia, reflejando los problemas internos de Venezuela y las restricciones comerciales impuestas a Colombia (Gráfico R2.1, panel d).

b. Efectos de la crisis exportadora con Venezuela y los cambios en el sector exportador colombiano

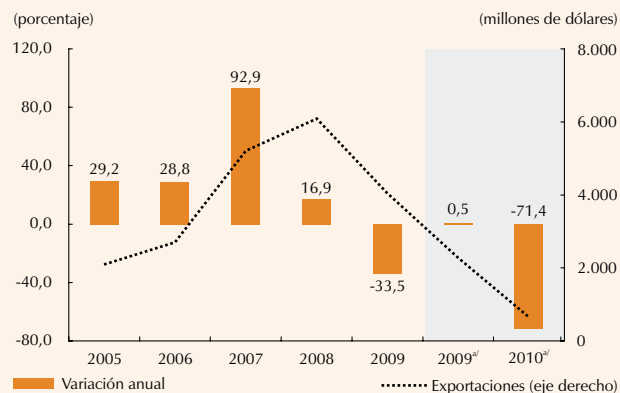
La tendencia decreciente de las ventas al vecino país ha tenido implicaciones relevantes en el panorama exportador colombiano, en cuanto se ha visto afectada la dinámica y la canasta exportadora, así como el destino de nuestros despachos al exterior. En cuanto al primer aspecto, como se mencionó, Venezuela fue determinante en el crecimiento de las exportaciones totales e industriales del país en el período 2005-2008; así mismo, ha influido de manera importante en las reducciones registradas en 2009 y lo corrido de 2010.

Los resultados del año pasado indican que del 12,7% de caída de las exportaciones totales y del 22,8% de reducción de las ventas de bienes industriales, el mercado venezolano aportó -5,4% y -14,4%, respectivamente (Gráfico R2.2, paneles a y b). En lo corrido de 2010 (enero-mayo), las ventas externas de manufacturas disminuyeron 11,4% de lo cual Venezuela contribuyó -28,9%, siendo parcialmente compensado por aumentos a otros destinos que aportaron 17,5%. Para este período el valor total exportado aumentó 26,6%, debido al fuerte incremento de las ventas de petróleo y sus derivados, que compensaron la ya mencionada caída.

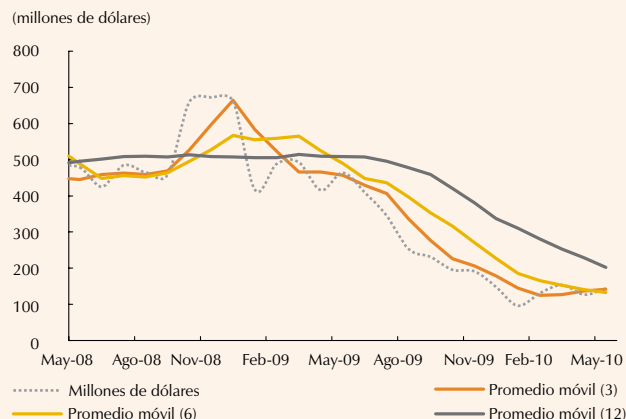
En términos de la canasta exportadora se observan importantes cambios en su composición, destacándose una mayor concentración en productos primarios que, en parte, se explica por las menores ventas a Venezuela. Los productos industriales perdieron participación en el total exportado, al caer de 38% en los primeros cinco meses de 2009 a 27% en el mismo período de 2010; a su vez, petróleo y derivados aumentó de 23% a 40% en el mismo lapso (Gráfico R2.3). Cabe recordar que hasta 2008 el mercado venezolano absorbía el 34% del valor total de exportaciones industriales.

Gráfico R2.1
Exportaciones a Venezuela

A. Evolución anual

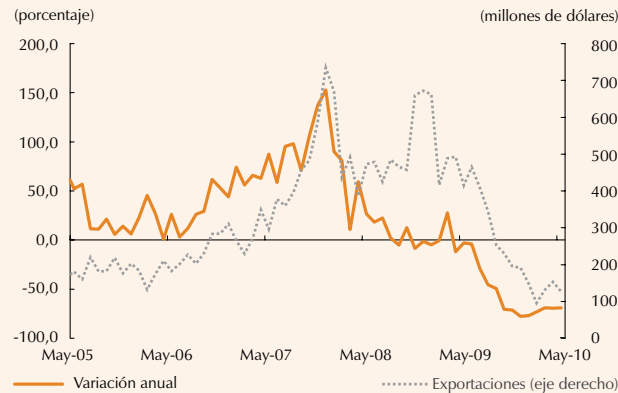


C. Promedio móvil

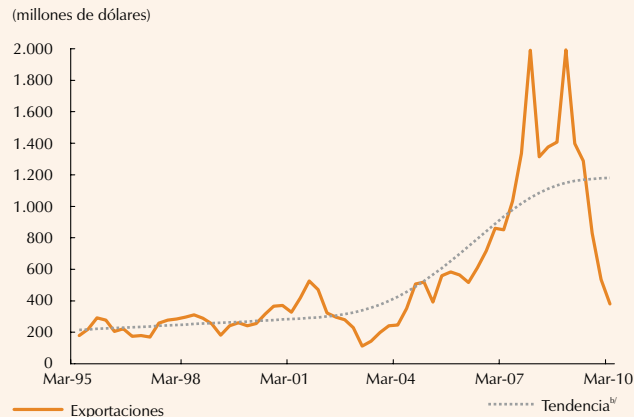


a/ Enero a mayo.
b/ Filtro de Hodrick-Prescott
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República

B. Evolución mensual



D. Tendencia



La dinámica exportadora hacia Venezuela también ha afectado la estructura de las exportaciones colombianas por países de destino. El crecimiento exportador hacia el mercado venezolano elevó la participación de este destino en el valor total exportado de 5,3% en 2003 a 16,2% en 2008, y de 11% a 34% en el caso de los despachos de productos industriales (Cuadro R2.1). En 2010 hasta mayo la menor participación de Venezuela en el valor total exportado fue compensada, en parte, por el incremento de los Estados Unidos y China, debido principalmente a las mayores ventas de nuestros productos mineros.

En el corrido de 2010 hasta mayo el aumento de las ventas de bienes manufacturados no fue tan significativo, por lo que aún no se ha sustituido el mercado venezolano como destino de las exportaciones industriales. Esto obviamente se ha reflejado en una menor concentración de las ventas de manufacturas:

Venezuela pasó de representar el 41,5% de estos despachos en los primeros cinco meses de 2009 a sólo el 14,2% un año después¹.

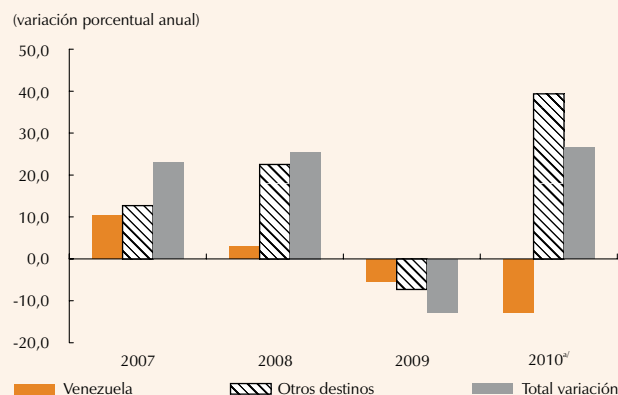
2. Proceso de sustitución del mercado venezolano

El análisis del proceso de sustitución del mercado venezolano como destino de nuestras exportaciones debe tener en cuenta las particularidades de ese mercado para las ventas externas colombianas y su alta concentración en pocos productos, así como los factores coyunturales que impulsaron el crecimiento exportador

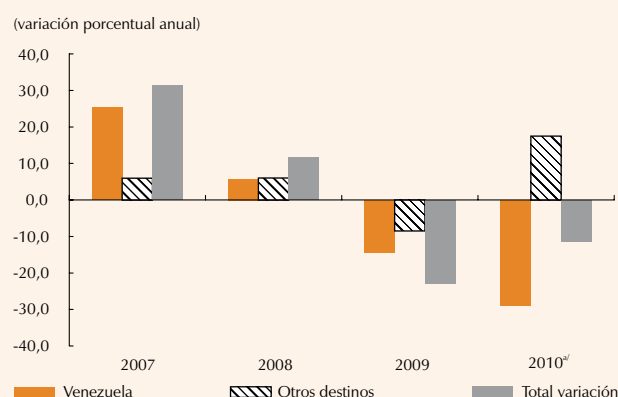
1 Al no haberse compensado en su totalidad las menores ventas a Venezuela, se produjo un efecto estadístico en el cual cada destino aumentó un poco su participación, debido a que el valor total de las exportaciones industriales es menor.

Gráfico R2.2
Aporte de Venezuela a la variación de las exportaciones colombianas

A. Exportaciones totales



B. Exportaciones industriales



a/ Enero a mayo.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

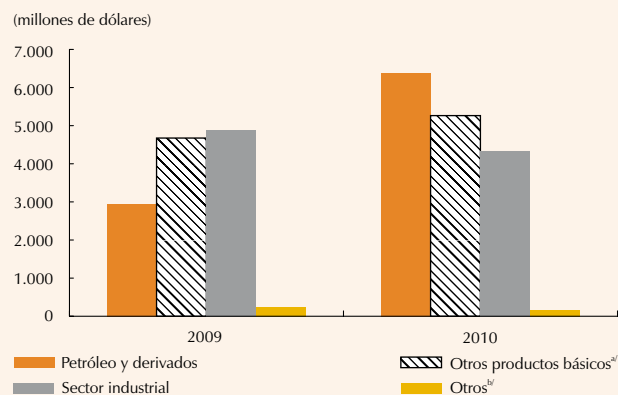
de Colombia a Venezuela. Por lo anterior, el proceso de sustituir a Venezuela como principal mercado de nuestras exportaciones industriales no es una tarea inmediata o fácilmente alcanzable en el corto plazo.

En primera instancia, el vecino país se constituyó en un mercado natural para nuestros productos. La cercanía y vías de acceso, unidas a las preferencias arancelarias ofrecidas hasta 2011 para los bienes colombianos en el marco de la Comunidad Andina, aparte de la tradición comercial, hicieron del mercado vecino uno de buena rentabilidad, demanda externa en aumento y alta capacidad de compra.

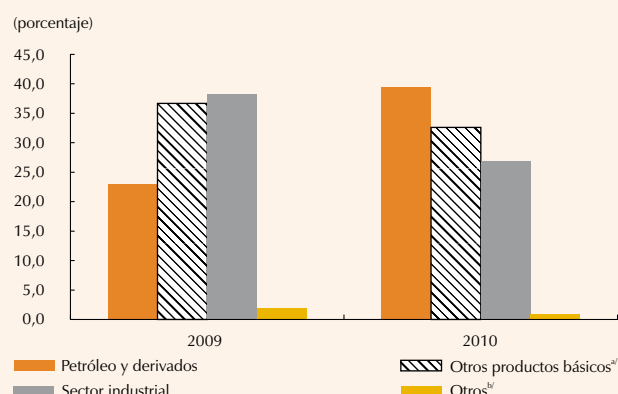
Las particularidades mencionadas, aunadas a la elevada concentración en pocos productos de nuestras ventas a Venezuela, hacen que sea lento y complejo el proceso de sustituir el mercado vecino como destino

Gráfico R2.3
Estructura de las exportaciones (enero a mayo)

A. Valor exportado



B. Distribución porcentual



a/ Carbón, oro, café, flores, ferromniquel y banano.
b/ Resto de productos agrícolas y mineros.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de bienes industriales colombianos. Más del 40% del valor exportado en 2008 se originó en los despachos de cuero y zapatos, textiles y confecciones, automotores, y alimentos y bebidas (en 2009 continuó el nivel de concentración, aunque en menores valores). En particular, en el año 2008 se despacharon 2.710 grupos de productos, de los cuales 757 se vendieron a este mercado, los cuales aportaron el 51,3% del total de las ventas al vecino país.

De otra parte, el significativo aumento de las ventas a Venezuela ocurrió como respuesta a un sensible mejoramiento del nivel de ingresos externos del vecino país entre 2004 y 2008, y a un régimen de control de cambios que generó distorsiones cambiarias en dicha economía. En los últimos dos años la situación económica de esa nación se ha deteriorado sensiblemente, lo cual se ha reflejado en una disminución de las importaciones

Cuadro R2,1
Exportaciones colombianas por país de destino (enero a mayo)
(millones de dólares)

A. Exportaciones totales

	2009 Valor	2010 Valor	Variación absoluta	2009 Participación porcentual	2010 Participación porcentual
Estados Unidos	4.258	6.875	2.617	33,4	42,6
China	255	1.180	925	2,0	7,3
Holanda	625	634	10	4,9	3,9
Venezuela	2.277	652	(1.625)	17,9	4,0
Ecuador	505	657	152	4,0	4,1
Perú	327	445	118	2,6	2,8
Suiza	385	339	(46)	3,0	2,1
Chile	278	296	19	2,2	1,8
Reino Unido	321	256	(65)	2,5	1,6
República Dominicana	177	338	161	1,4	2,1
Otros	3.341	4.464	1.123	26,2	27,7
Total	12.747	16.137	3.389	100,0	100,0

B. Exportaciones industriales

	2009 Valor	2010 Valor	Variación absoluta	2009 Participación porcentual	2010 Participación porcentual
Estados Unidos	509	645	136	10,4	14,9
Venezuela	2.023	614	(1.409)	41,5	14,2
Ecuador	467	568	101	9,6	13,1
Perú	280	360	80	5,7	8,3
México	182	225	43	3,7	5,2
Brasil	119	249	130	2,4	5,8
China	42	143	101	0,9	3,3
Chile	109	155	46	2,2	3,6
Panamá	116	128	13	2,4	3,0
Costa Rica	95	108	13	1,9	2,5
Resto	935	1.125	190	19,2	26,0
Total	4.877	4.320	(557)	100,0	100,0

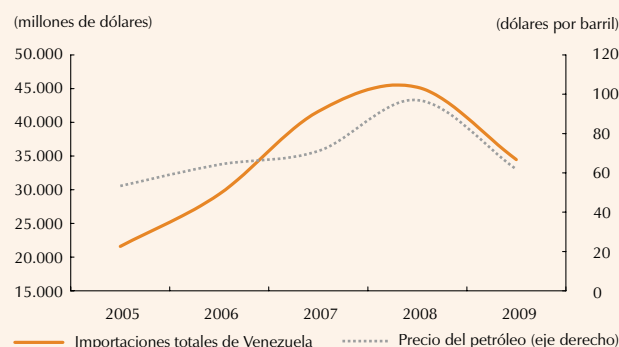
Fuente: DANE.

provenientes de todos los países, no solo de Colombia. De hecho, las importaciones venezolanas disminuyeron 23% al cierre de 2009, mientras que el precio del crudo reportó una caída de 36%. Los problemas cambiarios, además, se han agudizado en la economía vecina, con lo cual los productos colombianos también han perdido competitividad. De igual manera, por este motivo es difícil que se puedan alcanzar de

nuevo los niveles de ventas de productos industriales observados en 2008 (Gráfico R2.4).

Puesto que la sustitución del mercado venezolano, aunque difícil, es un tema crítico para el panorama exportador colombiano, conviene analizar el comportamiento pasado de las ventas industriales hacia otros mercados de destino, con el objetivo de que

Gráfico R2.4
Importaciones totales de Venezuela y precio del petróleo



Fuente: Banco Central de Venezuela.

estas tendencias arrojen luces sobre las direcciones y oportunidades donde puede operar este proceso de sustitución.

En el Cuadro R2.2 se presenta la información sobre la dinámica de las exportaciones industriales por destinos entre 2000 y 2010. Se observa que en el período 2004-2008 se registraron los mayores niveles de incrementos anuales en el valor exportado de productos industriales. Además de Venezuela, otros socios comerciales fueron también importantes en ese crecimiento, destacándose los mercados de los Estados Unidos, Perú, Brasil, México, Ecuador y China, que en general aumentaron las compras de bienes industriales colombianos.

La dinámica de las exportaciones de manufacturas en lo corrido de 2010 hasta mayo indican que, pese a la caída de las ventas a Venezuela, hubo algunos crecimientos a otros destinos que vale la pena destacar. Entre los países a los que se dirigieron estas exportaciones están Brasil, China, México y Perú. Visto desde esta perspectiva de mediano plazo, estos mismos

Cuadro R2.2
Exportaciones industriales^{a/} de Colombia por destino 2000 a 2010 (enero a mayo)

País	Participación					Aporte al crecimiento			
	2000-2003	2004-2008	2009-2010 ^{b/}	2000-2010 ^{b/}		2000-2003	2004-2008	2009-2010 ^{b/}	2000-2010 ^{b/}
Venezuela	18,6	25,1	20,0	21,8	Venezuela	(0,8)	11,8	(21,6)	1,1
Estados Unidos	23,3	19,6	16,1	20,3	Estados Unidos	0,3	1,6	(0,3)	0,8
Ecuador	10,8	9,6	10,0	10,1	Ecuador	1,8	1,8	0,1	1,5
Perú	4,3	5,3	6,4	5,2	Perú	0,3	1,2	0,7	0,8
México	4,4	4,2	4,4	4,3	México	0,8	0,5	0,4	0,6
Alemania	3,1	2,3	1,2	2,4	Alemania	(0,3)	0,3	(0,5)	(0,1)
Japón	2,8	2,1	2,8	2,5	Chile	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,1)
Chile	2,7	2,2	2,7	2,5	Japón	0,1	0,4	0,4	0,3
Brasil	1,6	1,6	4,6	2,2	Brasil	(0,0)	0,5	1,5	0,5
Costa Rica	2,2	1,9	2,1	2,1	Costa Rica	0,2	0,3	0,0	0,2
Panamá	2,2	1,9	2,3	2,1	Panamá	0,2	0,3	0,1	0,2
República Dominicana	1,9	1,3	1,4	1,5	República Dominicana	0,1	0,2	0,1	0,1
España	1,3	1,5	1,2	1,4	España	0,0	0,2	0,0	0,1
Reino Unido	1,2	1,3	1,1	1,2	Suiza	(0,0)	0,1	(0,1)	0,0
Canadá	1,3	1,2	1,5	1,3	Reino Unido	0,1	(0,0)	0,1	0,1
Italia	1,5	1,2	0,8	1,2	Canadá	0,1	(0,0)	0,2	0,1
China	0,4	1,3	2,1	1,1	China	0,2	0,4	1,1	0,4
Otros	16,3	16,4	19,3	16,9	Otros	0,3	2,9	0,8	1,6
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	Total	3,4	22,4	(17,1)	8,3

a/ No incluye Fuel-Oil y sus derivados, ferrometálico ni oro no monetario.

b/ la información en 2010 considera sólo los datos acumulados a mayo.

Fuente: DANE.

Cuadro R2.3
Destinos de las exportaciones industriales
Participación y aporte al crecimiento, 2004 a 2008

Producto	Venezuela		Otros países		Total
	Participación porcentual	Aporte porcentual al crecimiento	Participación porcentual	Aporte porcentual al crecimiento	Variación absoluta (millones de dólares)
Alimentos y bebidas	16,7	35,9	83,3	64,1	2.722
Químicos	20,6	28,8	80,6	71,2	1.584
Prendas de vestir	35,2	114,3	69,5	(14,3)	447
Metalúrgicos básicos	9,1	11,2	89,8	88,8	642
Caucho y plástico	22,6	34,0	77,3	66,0	467
Textiles	49,0	84,6	56,0	15,4	772
Automotores	71,8	65,1	35,0	34,9	415
Otros	28,5	54,1	71,5	45,9	3.405
Total	24,5	47,2	75,5	52,8	10.455

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Cuadro R2.4
Variación de las exportaciones industriales
clasificadas por destino
(enero a mayo de 2010 vs. enero a mayo de 2009)
(millones de dólares)

	Venezuela	Variación otros destinos			Total	Principales países a los que aumentaron los despachos
		Neto	Positivo	Negativo		
Alimentos y bebidas	(506,6)	162,0	314,3	(152,3)	(344,6)	Estados Unidos, México, Chile, Perú y Siria.
Metalúrgicos básicos	(10,3)	175,7	230,8	(55,1)	165,4	China, Corea del Sur, Hong Kong y Ecuador.
Químicos	(128,3)	264,6	415,8	(151,2)	136,3	Brasil, Perú, Ecuador, Estados Unidos e Italia.
Maquinaria y equipo	(104,4)	9,4	75,7	(66,3)	(95,0)	Ecuador, Francia, México, Costa Rica y Panamá.
Maquinaria y aparatos eléctricos	(42,2)	(30,5)	43,4	(73,9)	(72,7)	Canadá, Perú, Holanda y Puerto Rico.
Cuero y zapatos	(102,3)	37,8	44,9	(7,2)	(64,5)	Italia, China, Estados Unidos y Ecuador.
Otro equipo de transporte	(7,2)	95,4	115,2	(19,8)	88,2	El Salvador, Brasil, Estados Unidos y Panamá.
Muebles	(8,0)	22,0	42,7	(20,8)	13,9	Estados Unidos, México, Suiza, Chile y Tailandia.
Textiles	(210,4)	23,5	59,1	(35,6)	(186,8)	Ecuador, Estados Unidos, Perú y Costa Rica.
Caucho y plástico	(44,7)	25,9	68,7	(42,7)	(18,7)	Estados Unidos, Ecuador, Brasil, Chile y Argentina.
Resto	(245,1)	66,9	296,0	(229,1)	(178,1)	Ecuador, Brasil, Perú, Tailandia, España y Chile.
Total	(1.409,3)	852,7	1.706,6	(853,9)	(556,7)	

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

países representaron aportes importantes al aumento de las exportaciones industriales en la pasada década, muy cercanos al de Venezuela y los Estados Unidos. Otros destinos que aún tienen una baja participación en las ventas externas colombianas, pero que han tenido un importante dinamismo, son Costa Rica, Panamá y Chile, los cuales podrían constituirse como algunos de los destinos sustitutos del mercado venezolano.

En el nivel industrial los sectores que registraron un mayor dinamismo exportador en la última década fueron químicos, alimentos, metalúrgicos básicos automotores y prendas de vestir; los cuales aportaron cerca del 65% del valor exportado en el último año. Algunos de éstos tendrán que encontrar mercados alternativos, ya que en su mayoría se dirigían especialmente al vecino país.

Al desagregar por mercados de destino el grupo que concentra cerca del 70% del valor exportado por bienes industriales (alimentos, químicos, textiles y prendas de vestir, automotores, metalúrgicos básicos, y caucho y plástico), se observa que, si bien el mercado venezolano fue importante en el aumento de estas ventas entre 2004 y 2008, otros socios comerciales también aportaron a dicha dinámica, constituyéndose en potenciales sustitutos del mercado venezolano (Cuadro R2.3). Ello cobra más relevancia si se tiene en cuenta que existe un canal de comercio establecido y conocido por los exportadores colombianos.

La información de exportaciones de los primeros meses del año indica que el proceso de sustitución del

mercado venezolano se inició de manera parcial con algunos mercados y productos (Cuadro R2.4). En lo corrido de 2010 hasta mayo la reducción en US\$1.409 m de las exportaciones a Venezuela fue compensada parcialmente por el incremento neto de despachos industriales a otros países por US\$853 m, esta última cifra corresponde a la resta entre las variaciones positivas (US\$1.707 m) y las negativas (-US\$854 m) de las ventas de manufacturas a países diferentes a Venezuela. La sustitución parcial de mercados de destino se produjo principalmente para sectores de alimentos y bebidas, metalúrgicos básicos, químicos y otro equipo de transporte, dirigidos, entre otros países, a los Estados Unidos, China y Brasil. En el caso de los despachos de textiles, maquinaria y equipo, y maquinaria y aparatos eléctricos, aún no se observa un proceso de sustitución del mercado venezolano.

En suma, la reducción de las ventas a Venezuela ha impactado el panorama exportador colombiano, afectando la dinámica de las exportaciones totales e industriales del país, así como la composición de la canasta de bienes transados y los países de destino. La sustitución de Venezuela como principal destino de los bienes manufacturados continuará siendo un proceso gradual, debido a las características especiales de dicho mercado y los altos niveles de comercio registrados. Algunos exportadores que despachan bebidas y alimentos y productos químicos han iniciado el proceso de sustitución de destinos, aunque ello no alcanzó a compensar el impacto de la caída general de sus ventas al exterior.

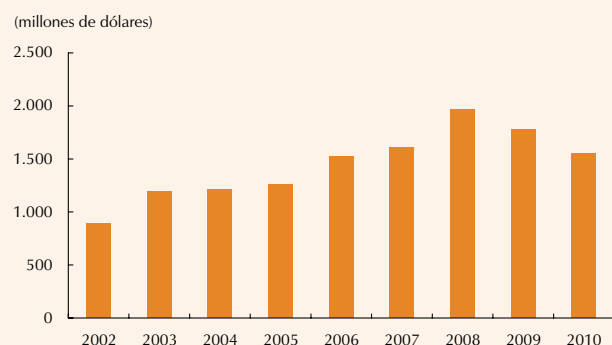
Recuadro 3

COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LAS REMESAS DE TRABAJADORES

1. Evolución de los ingresos de remesas hasta mayo de 2010

En lo corrido de 2010 hasta mayo los ingresos por remesas de trabajadores ascendieron a US\$1.550 m, registrando una reducción anual de US\$226,6 m, es decir, 12,8% frente al mismo período del año anterior, y de US\$412,1 m (-21%), en relación con el valor máximo de remesas recibido en 2008 (Gráfico R3.1). Este nivel es similar al de 2006, cuando los montos recibidos ascendieron a US\$1.523 m.

Gráfico R3.1
Ingresos de remesas
Enero a mayo, 2002-2010



Fuente: Banco de la República.

Entre los países de Latinoamérica y del Caribe, Colombia registra la caída más pronunciada y, aunque su decrecimiento se ha atenuado entre marzo y mayo de 2010, la reducción de las remesas continúa siendo mayor a la registrada en 2009 (Cuadro R3.1). En el primer trimestre de 2010 las remesas recibidas por República Dominicana, El Salvador y Ecuador presentaron tasas de crecimiento positivas, que fluctuaron entre 0,4% y 9,7%. En otros países de la región todavía se observan disminuciones, aunque menores a las registradas en 2009, como en Guatemala y Brasil, y en un tercer grupo de países, en donde se encuentran Colombia, México y Honduras, los ingresos retrocedieron en forma más pronunciada.

2. Comportamiento de las remesas por país de origen

De acuerdo con la información disponible a marzo de 2010, los principales países de donde Colombia recibe remesas continúan siendo España, los Estados Unidos y Venezuela, los que, en su conjunto, representaron el

79,7% del total. En comparación con la estructura por país de origen de 2008, España pasó a ser la economía más importante donde se originan las remesas, al pasar del 33,2% en 2008 al 37,2% en 2010. En contraste, la participación relativa de los Estados Unidos cayó del 36,7% al 35,5%, y la de Venezuela del 12,3% al 6,9% (Gráfico R3.2).

Dada la importancia relativa de estos tres países en el flujo total de remesas recibido por Colombia, las variaciones en sus montos afectan de manera importante su evolución. De acuerdo con lo reportado a marzo de 2010 por la Encuesta trimestral de remesas del Banco de la República, las remesas presentaron una reducción anual de US\$190 m. En términos de la contribución a la variación anual, las remesas desde España representaron el 42,5% de la reducción total, seguidas por las remesas recibidas de los Estados Unidos (30% del total) y por aquellas procedentes de Venezuela, con una contribución del 23% (Cuadro R3.2).

Al considerar el comportamiento trimestral de las remesas en 2010, discriminando por su valor y número de giros, se observa que la agudización de la crisis económica en los países donde se concentran los migrantes colombianos se ha traducido en una reducción tanto de los montos como del número de giros enviados, con una mayor caída en el monto de los envíos de dinero. Como consecuencia, el valor promedio de la remesa, que resulta de la relación de los montos sobre el número de giros, se ha reducido, excepto en el caso de Venezuela (Gráfico R3.3).

Para este último país se observa un descenso tanto en el número como en el valor de las remesas, como resultado del efecto conjunto de los mayores controles aplicados por las autoridades cambiarias para el acceso a los dólares suministrados a una tasa de cambio preferencial (Cadivi)¹, como por el menor desempeño económico de dicho país y su alta tasa de inflación, lo cual ha reducido la capacidad de remitir divisas de los trabajadores colombianos allí residentes.

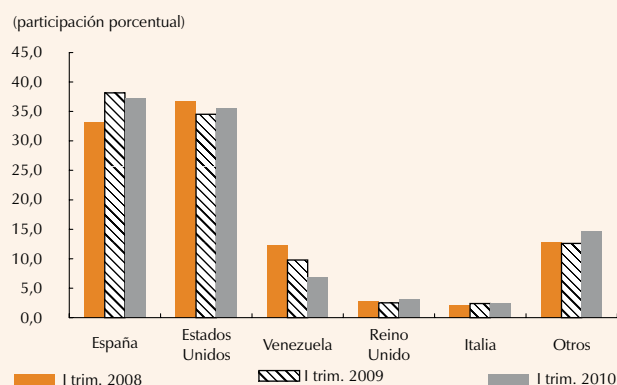
1 Se redujo el cupo de acceso mensual de divisas disponibles para el envío a familiares en el exterior y se hicieron más restrictivas las condiciones de acceso a Cadivi en cuanto a lazos de consanguinidad y documentos exigidos.

Cuadro R3.1
Ingresos de remesas de trabajadores en algunos países latinoamericanos
(millones de dólares y porcentajes)

	Acumulado a			Variación 2009 (porcentaje)	Variación 2010 (porcentaje)
	2008	2009	2010		
Hasta marzo					
Jamaica	498	412	452	(17,3)	9,7
República Dominicana	777	742	783	(4,5)	5,5
El Salvador	912	843	848	(7,6)	0,6
Ecuador	760	555	557	(27,0)	0,4
Guatemala	1.001	939	908	(6,3)	(3,3)
Brasil	693	592	562	(14,6)	(5,1)
Honduras	644	625	588	(3,0)	(6,0)
México	5.756	5.476	4.819	(4,9)	(12,0)
Colombia	1.141	1.095	901	(4,0)	(17,7)
Hasta mayo					
Jamaica ^{a/}	676	554	615	(18,1)	10,9
Brasil	1.152	951	929	(17,5)	(2,3)
México	10.316	9.156	8.731	(11,2)	(4,6)
Colombia	1.962	1.777	1.550	(9,5)	(12,8)

a/ Hasta abril.
Fuente: balanza de pagos de los bancos centrales.

Gráfico R3.2
Remesas por país de origen



Fuente: Encuesta trimestral de remesas del Banco de la República.

familias en el país natal. La capacidad está determinada por el nivel de empleo o desempleo de los migrantes y de sus ingresos. Su voluntad de remitir² se debilita en tanto la duración de la migración se prolonga y se pierden los vínculos familiares con el país de origen. Adicionalmente, para aquellos países en donde los flujos de remesas provienen de diversas economías del mundo, se ha encontrado evidencia del impacto de la variación de las tasas de cambio (de las monedas en que se originan las remesas frente a las monedas en que se pagan) sobre la fluctuación a corto plazo de dichos dineros.

En lo corrido de 2010 indicadores como la tasa de desempleo y el nivel de ingresos, que afectan tanto la posibilidad de enviar remesas a Colombia como el monto de las mismas por parte de los colombianos re-

3. Factores que explican el comportamiento reciente de las remesas

La literatura económica señala que los flujos de remesas dependen principalmente del número de migrantes, del tiempo de permanencia en el país extranjero y de su capacidad y voluntad para remitir dinero a sus

2 La literatura económica ha identificado diferentes motivaciones para enviar dinero al país de origen, entre las cuales se encuentran el altruismo, la inversión, la seguridad, el pago de deuda, entre otros. Según el motivo altruista, el migrante se preocupa por el bienestar de su familia, pero esta preocupación decae con el tiempo de la estancia en el exterior.

Cuadro R3.2
Variación de las remesas por país de origen
(millones de dólares y porcentajes)

País de origen ^{a/}	Primer trimestre			Variación en dólares		Contribución a la variación
	2008	2009	2010 ^{b/}	2009	2010	2010
España	372	410	329	38,1	(80,9)	(42,5)
Estados Unidos	410	371	314	(39,3)	(57,0)	(30,0)
Venezuela	138	105	61	(32,6)	(43,8)	(23,0)
Otros	199	188	180	(10,9)	(8,6)	(4,5)
Total	1.119	1.074	883	(44,8)	(190,3)	(100,0)

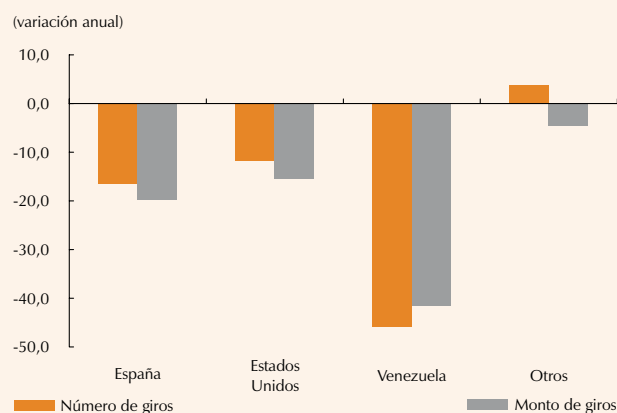
a/ Remesas canalizadas a través de intermediarios cambiarios.

b/ Datos provisionales, sujetos a revisión.

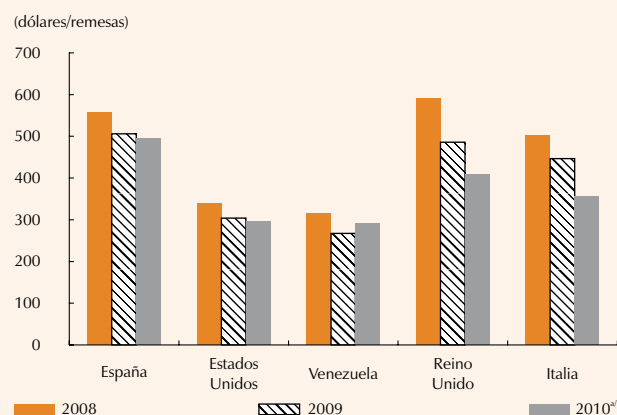
Fuente: Encuesta trimestral de remesas del Banco de la República.

Gráfico R3.3

A. Variación del monto y del número de remesas por país de origen
(I trimestre de 2010) ^{a/}



B. Remesa promedio por país de origen
(I trimestre de 2010) ^{a/}



a/ Datos preliminares

Fuente: Encuesta trimestral de remesas del Banco de la República.

sidentes en España y los Estados Unidos, no muestran signos de recuperación evidentes. Como se aprecia en el Cuadro R3.3, aunque el ritmo de decrecimiento del PIB trimestral anual se ha atenuado, e incluso fue positivo en los Estados Unidos, la tasa de desempleo de la población hispana en dicho país³, así como de los extranjeros en España, ha aumentado y se mantiene en niveles históricamente altos.

En España, donde más del 70% de los emigrantes colombianos laboran en actividades relacionadas con los servicios, el desempleo ha determinado el comportamiento de las remesas, ya que el actual crecimiento del número de desempleados en los sectores de industria y servicios coincide con el descenso de las remesas enviadas hacia Colombia (Gráfico R3.4).

Por otra parte, los ingresos semanales de la población asalariada en los Estados Unidos medidos en términos constantes, han decrecido, y en España el aumento de la remuneración de los asalariados es menor en 2010 frente al mismo trimestre de 2009, según estimaciones de cuentas nacionales.

De acuerdo con el censo municipal de España, a enero de 2010 la población colombiana residente en ese país se redujo anualmente en 2,5%, al pasar de 296.674 colombianos registrados en 2009 a 289.296 en 2010. Teniendo en cuenta este menor número de colombia-

3 De acuerdo con la Oficina de Estadísticas de los Estados Unidos, en 2009 la tasa de desempleo promedio de la población colombiana residente en dicho país fue de 9,8%, menor al registro por los emigrantes mexicanos (11,6%), salvadoreños (12,6%), dominicanos (13,3%) y guatemaltecos (11,7%). Por el contrario, la tasa de desempleo de los colombianos superó la estimada para la población jamaicana (9,6%).

Cuadro R3.3
Algunos indicadores de referencia en España y los Estados Unidos

	Estados Unidos		España	
	I trim. 2009	I trim. 2010	I trim. 2009	I trim. 2010
a. Tasa de desempleo (porcentaje) ^{a/}	11,6	12,6	28,4	30,8
b. Ingresos (porcentaje y dólares) ^{b/}			4,1	2,5
Corrientes	545	554		
Constantes	248	246		
c. Crecimiento del PIB ^{c/}	(1,4)	2,9	(3,3)	(1,3)
d. Colombianos residentes ^{d/}	n.d	n.d	296.674	289.296

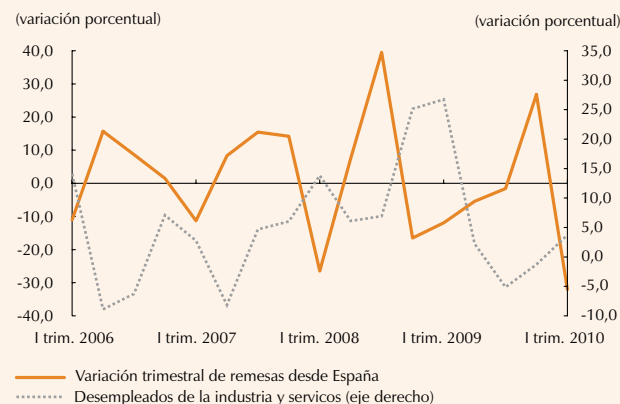
a/ Estados Unidos: tasa de desempleo de la población hispana; Current Population Survey, Bureau of Labour Statistics. España: población extranjera de 16 años y más, datos INE.

b/ Estados Unidos: promedio de ingresos semanales de los empleados asalariados de tiempo completo, población hispana.

c/ España: INE, PIB a precios corrientes. Estados Unidos: BEA, PIB a precios corrientes.

d/ España: INE con base en Padrón Municipal de enero de 2010. Datos provisionales. Fuentes: Instituto Nacional de Estadística de España y Bureau of Labour Statistics de los Estados Unidos.

Gráfico R3.4
Relación entre la tasa de cambio de mercado y la oficial en Venezuela y el valor trimestral de las remesas provenientes de Venezuela



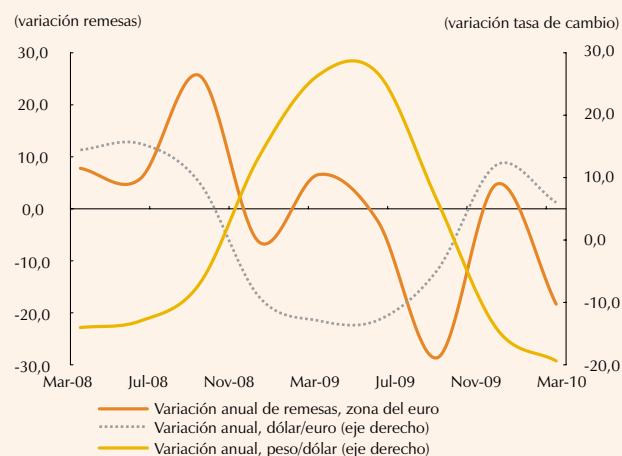
Fuente: Instituto Nacional de Estadística de España y Banco de la República.

nos en España y la remesa promedio recibida desde ese país (US\$494), este efecto explicaría el 1% de la caída de las remesas del primer trimestre de 2010. Por tanto, al considerar la reducción en el número de colombianos residentes en España como el deterioro de las variables que determinan la capacidad de los migrantes de enviar dinero a sus países de origen (tales como el empleo y los ingresos), no es de extrañar que la reducción de los ingresos de las remesas provenientes de España expliquen

el 42,5% de la disminución del total recibido por este concepto en Colombia en el primer trimestre de 2010.

Otro factor que contribuye a explicar la dinámica del flujo de remesas en Colombia es la evolución de la tasa de cambio del euro frente al dólar y del dólar en relación con el peso colombiano⁴. Aunque algunas transacciones se originan en euros, la práctica comercial hace que éstas sean convertidas a dólares y, posteriormente, pagadas en pesos al beneficiario final. Así, si el efecto total es un fortalecimiento del peso frente al euro, el beneficiario recibirá menos pesos por cada giro; en caso contrario, el monto se incrementará. En el primer trimestre de 2010 la reducción de las remesas provenientes de Europa coincide tanto con la apreciación del dólar frente al euro como del peso frente a esta última divisa, desestimulando el envío de remesas por parte de los migrantes (Gráfico R3.5).

Gráfico R3.5
Remesas desde la zona del euro y tasas de cambio



Fuente: Banco de la República.

En resumen, en lo corrido de 2010 hasta mayo los ingresos de remesas recibidos por Colombia continúan decreciendo a un mayor ritmo que en 2009, debido principalmente a la reducción de los montos que provienen de España, los cuales en el primer trimestre de 2010 explicaron el 42,5% de la caída total. En dicho país, así como en los Estados Unidos y Venezuela (principales economías receptoras de mano de obra colombiana), no hay evidencia clara de una recuperación del desempeño económico y de los niveles de empleo. De otra parte, como resultado de la revaluación del dólar frente al euro observada en lo corrido de 2010, por cada euro enviado desde Europa las familias en Colombia han recibido menos dólares y, a su vez, la revaluación del peso ha reducido los ingresos en moneda local.

4 De acuerdo con la información disponible a marzo de 2010, el 44% de las remesas provinieron de la zona del euro.

Recuadro 4

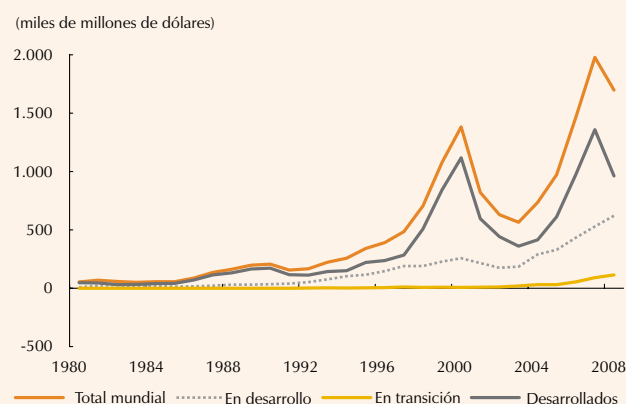
FLUJOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA BRUTA¹ EN COLOMBIA

Este recuadro hace una breve descripción y caracterización de la evolución de los flujos de inversión extranjera directa bruta (IED) en el mundo y de Colombia.

1. Flujos de IED en la economía mundial

La tendencia de la IED en el nivel global ha estado determinada, entre otros factores, por los ciclos económicos mundiales, los procesos de apertura y globalización, eventos de privatización, el aumento de los precios internacionales de las materias primas y la ocurrencia de crisis financieras mundiales (como se observó a partir de 2007). Entre 1980 y 2008 en el mundo se observan varias etapas en la evolución de los flujos de IED en dólares corrientes (Gráfico R4.1). En particular, desde inicios de la década de los ochenta hasta la primera mitad de los noventa el crecimiento anual de la IED fue relativamente bajo. Mientras que en el siguiente quinquenio, y entre 2004 y 2007, el ritmo de crecimiento de los flujos mundiales de IED se aceleró, con incrementos anuales superiores al 30%. Por último, a partir del año 2008 se observa un descenso en los flujos de las inversiones directas, aunque el promedio de los últimos dos años supera ampliamente el de las últimas décadas.

Gráfico R4.1
Ingresos por IED bruta^{a/}



Hasta los años ochenta, en promedio, el 75% de las inversiones directas mundiales fueron efectuadas en países desarrollados, porcentaje que se redujo al 68% a partir

1 Se refiere a las inversiones de largo plazo que una empresa extranjera realiza en un país (ingresos menos reembolsos de capital).

de la década de los noventa. En 2008, como resultado de la crisis financiera, los flujos decrecieron principalmente debido a la caída de las inversiones en los países desarrollados, mientras que continuaron en ascenso aquellos dirigidos a las economías en desarrollo y en transición.

En el caso de América Latina y el Caribe los capitales foráneos por inversiones directas, después de finales de la década de los ochenta, muestran una tendencia creciente, especialmente en los períodos 1994-2000 y 2004-2008, con un descenso entre 2001 y 2003. Como se observa en el Gráfico R4.2, en 2009 los montos de IED disminuyeron en la región como consecuencia de la crisis financiera internacional. Aunque a partir de 2004 Colombia aumenta su importancia relativa como receptor de capitales de IED, constituyéndose en el cuarto país después de Brasil, México y Chile, en términos del PIB, para 2009 la IED en Colombia sólo representa el 3,1%, en tanto que en Chile es de 3,7% y en Perú de 7,7%.

Se debe mencionar que tradicionalmente los flujos de IED recibidos por los países latinoamericanos se han destinado a la exploración y exportación de recursos naturales, a la ampliación de los destinos de sus ventas al exterior y a la consolidación de las exportaciones de productos industriales dirigidas hacia mercados de la región.

2. Flujos de inversión extranjera directa bruta en Colombia²

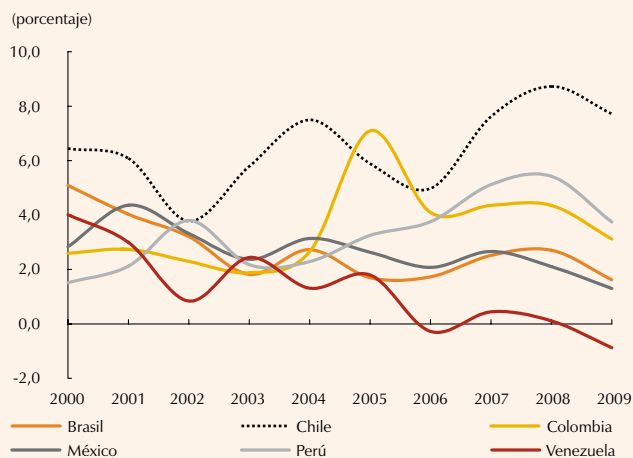
Los flujos de IED (ingresos menos reembolsos de capital) en Colombia³ se caracterizan por ser una de las

2 En nuestro país las operaciones de IED y las de portafolio se rigen por el Estatuto de Inversiones Internacionales (Decreto 2080 de 2000) y, en algunos casos, como en el de las empresas extranjeras que operan en el sector minero, por normas específicas emitidas por los ministerios correspondientes. Adicionalmente, deben cumplir con lo establecido en la Resolución 08 de 2000 de la JDBR en lo que tiene que ver con sus transacciones cambiarias, donde a los inversionistas internacionales de la actividad minera se ofrece la posibilidad de acogerse voluntariamente a un régimen cambiario especial, o al régimen general.

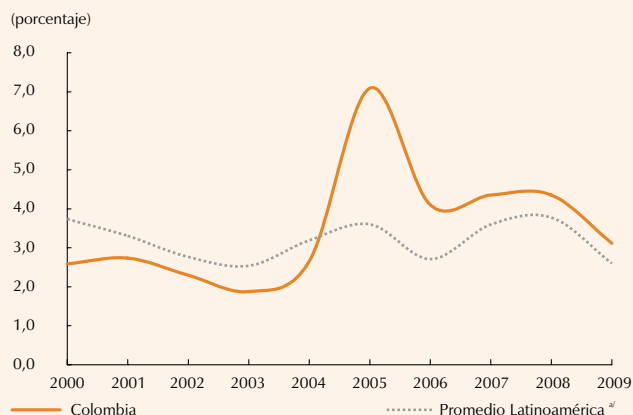
3 El Banco de la República elabora la estadística de flujos de IED bruta en Colombia (*ingresos menos reembolsos de capital*). El cálculo se efectúa conforme a criterios metodológicos internacionales que facilitan la comparación de los datos de la balanza cambiaria, las declaraciones aduaneras de bienes y las encuestas de comercio exterior de servicios que aplica el Banco de la República. También se utiliza información sectorial y contable de las empresas.

Gráfico R4.2
Flujos de IED en términos del PIB

A. Latinoamérica



B. Latinoamérica frente a Colombia



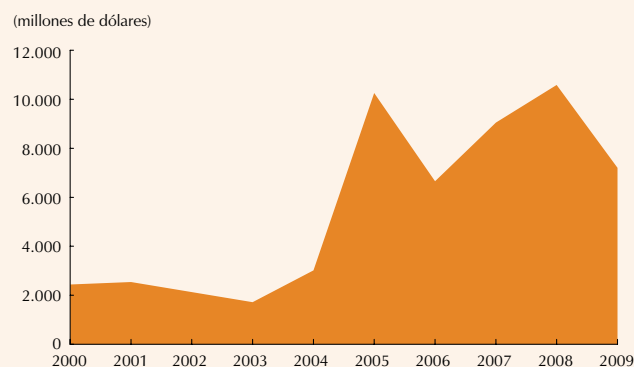
a/ Sin incluir a Ecuador

Fuente: bancos centrales y ministerios de economía e institutos de estadística; cálculos del Banco de la República.

principales fuentes de financiación externa del país y por tener una relativa concentración en pocos sectores y empresas receptoras. Estos recursos, a su vez, se han canalizado hacia actividades que están focalizadas hacia el mercado externo tales como la explotación y producción de petróleo y carbón, y en menor cuantía hacia aquellas orientadas principalmente al mercado interno, tales como el sector de alimentos y bebidas, el sector financiero y la prestación de servicios públicos. Por país de origen, las estadísticas de los flujos de IED revelan que estos provienen básicamente de los Estados Unidos, Panamá, España, Inglaterra y los centros financieros internacionales (Islas Vírgenes, Islas Caimán y Anguila).

Como se mencionó anteriormente, a partir del año 2004 los flujos de IED en Colombia muestran un crecimiento significativo (Gráfico R4.3). Dicho aumento estuvo relacionado principalmente con una mayor globalización del país, un buen comportamiento de la economía colombiana, la venta y fusión de importantes firmas nacionales con capital foráneo, el aumento de la producción del sector minero-energético, una tendencia creciente de los precios internacionales de los productos mineros y la ampliación y modernización de las actividades de comunicaciones, transporte y comercio. En 2009 los flujos de IED disminuyeron como resultado de la crisis económica mundial, excepto la destinada al sector minero-energético.

Gráfico R4.3
Flujos de IED bruta en Colombia

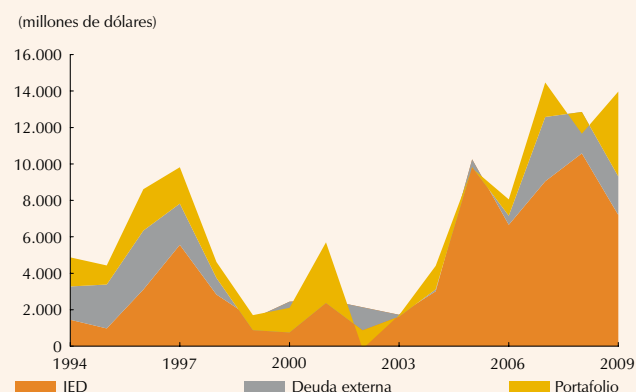


Fuente: Banco de la República.

La dinámica descrita llevó a la IED a ser la principal fuente de financiación externa del país desde 2004 (Gráfico R4.4). En 2009, a pesar del mayor endeudamiento externo con bonos de deuda pública colombiana y de la reducción de los ingresos por IED, estos últimos continuaron siendo la principal fuente de financiación del déficit corriente de la balanza de pagos de Colombia, representando el 52% de los pasivos totales de la economía.

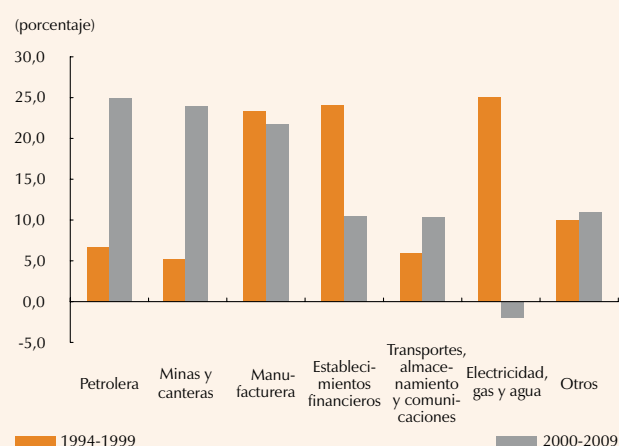
Por sectores, hasta el año 2000 el capital extranjero se canalizó de manera creciente hacia la actividad petrolera, el sector eléctrico, la industria manufacturera, el sistema financiero y las actividades del transporte y comunicaciones (Gráfico R4.5). Vale la pena destacar que la buena dinámica de los flujos de capital destinados al sector petrolero obedeció a las importantes inversiones requeridas en la fase de exploración y explotación de los proyectos petrolíferos. Después de 2004 el cambio estructural en la tendencia de las inversiones extranjeras obedeció, además del mayor

Gráfico R4.4
Estructura de pasivos en la balanza de pagos



Fuente: Banco de la República.

Gráfico R4.5
Participación de las inversiones por actividad económica, en el total de la IED bruta



Fuente: Banco de la República.

peso de las actividades mineras, a la canalización de importantes flujos de inversión hacia actividades relacionadas con la industria, el comercio y el transporte. Sólo a partir de ese año se registran montos considerables asociados con las transacciones de las empresas del sector petrolero y de minas y canteras. En efecto, la actividad petrolera pasó de representar en promedio el 7% del total de la IED en el período 1994-1999 a 25% entre 2000-2009. Así mismo, el sector de minas y canteras pasó de ser el 5% de la IED a 24% en los mismos períodos.

Finalmente, se debe mencionar que el cambio en la regulación de la actividad de hidrocarburos, iniciado en Colombia en la década de los noventa, generó condiciones más favorables a la entrada de capitales externos para el desarrollo y la ampliación de la actividad minera en el país.

III. RESERVAS INTERNACIONALES

Desde el inicio de la crisis financiera internacional el Banco de la República ha adoptado una serie de medidas para reducir los riesgos asociados con la administración de las reservas internacionales. Dichas medidas han reducido los riesgos del portafolio de inversiones y han permitido garantizar que el país cuente con la liquidez suficiente para enfrentar una prolongación de la crisis.

Los bajos niveles históricos de las tasas de interés de los principales bancos centrales y la disminución en la exposición al riesgo crediticio y de mercado, provocaron una reducción significativa de los ingresos por la inversión de las reservas.

Desde el inicio de la crisis financiera internacional el Banco de la República ha adoptado una serie de medidas para reducir los riesgos financieros asociados con la administración de las reservas internacionales. Estas medidas se han explicado en detalle en los anteriores *Informes al Congreso* y en el documento *Administración de las Reservas Internacionales* de marzo de 2009, y se han tomado en cumplimiento del mandato constitucional de manejar las inversiones con estrictos criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad. Adicionalmente, en mayo de 2010 el FM aprobó la renovación de la línea de crédito flexible por aproximadamente US\$3.500 m⁶¹ (véase Recuadro 5, pp. 134-135).

Las medidas adoptadas por el Banco han reducido los riesgos del portafolio de inversiones y han permitido garantizar que el país cuente con la liquidez suficiente para enfrentar una prolongación de la crisis financiera internacional, como la observada en los mercados europeos en lo corrido de 2010. No obstante, los bajos niveles históricos de las tasas de interés de los principales bancos centrales y la disminución en la exposición al riesgo crediticio y de mercado, provocaron una reducción significativa de los ingresos por la inversión de las

61 El monto aprobado por el directorio del FMI equivale a DEG2.322, utilizando como referencia la tasa del DEG al final de mayo de 2010 (US\$1,4743/DEG).

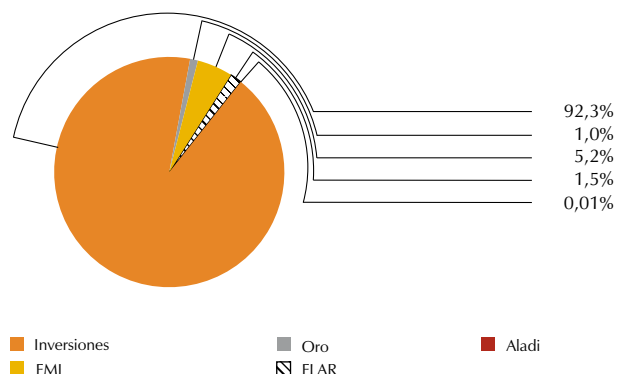
reservas. La depreciación del euro, por su parte, también afectó negativamente el rendimiento del portafolio; sin embargo, el Banco dispone de una amplia reserva para pérdidas por fluctuación de las monedas, la cual le permite contrarrestar el efecto de esta situación.

En este capítulo se explica la situación actual de las reservas internacionales de Colombia y se analizan los factores que han provocado la baja rentabilidad.

A. COMPOSICIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES Y POLÍTICAS DE ADMINISTRACIÓN

Al 30 de junio de 2010 las reservas internacionales brutas ascendieron a US\$26.411,7 m y los pasivos externos de corto plazo a US\$9,5 m⁶², con lo cual las reservas internacionales netas totalizaron US\$26.402,2 m, registrando un incremento de US\$1.046,5 m frente al dato observado a finales del año anterior. Este cambio se explica principalmente por la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario, que registró compras netas de divisas por US\$1.600 m en lo corrido del año, por las pérdidas de US\$398 m por diferencial cambiario y por la disminución de US\$197,7 m en los depósitos de la TGN.

Gráfico 88
Composición de las reservas internacionales al 30 de junio de 2010



Fuente: Banco de la República.

Las reservas internacionales se dividen en cuatro componentes principales: i) el portafolio de inversión, conformado por instrumentos financieros en los mercados internacionales (US\$24.369,8 m, es decir 92,3%); ii) las participaciones en el FMI (US\$1.360,9 m, 5,2%) y en el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR, por US\$405,5 m, esto es, 1,5%); iii) las inversiones en oro (US\$273,5 m, 1,0%), y iv) los aportes al convenio internacional de Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi, por US\$1,9 m, 0,01%) (Gráfico 88).

1. Composición del portafolio de inversión

El portafolio de inversión de las reservas se divide en dos componentes: el capital de trabajo y el tramo de inversión.

- El *capital de trabajo* tiene como propósito cubrir las necesidades de liquidez inmediata de las reservas. Es el portafolio al cual ingresan los recursos que provienen de la intervención en el mercado cambiario, y sus inversiones se concentran en activos de muy corto plazo denominados en dólares. Dado que el objetivo de este tramo es dar liquidez inmediata para propósitos de intervención en el mercado cambiario, el capital de trabajo está

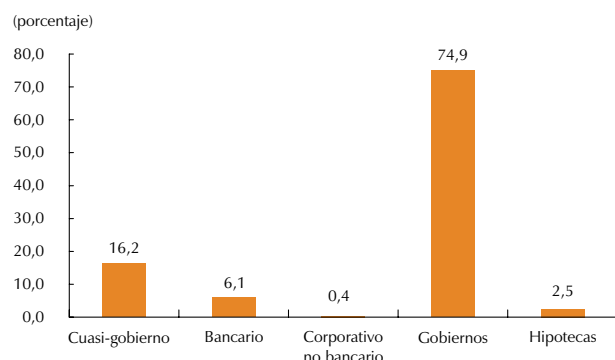
62 Estos pasivos corresponden principalmente a los montos por pagar en inversiones pactadas.

concentrado en depósitos e inversiones que se pueden liquidar en un día con un costo muy bajo. El nivel del capital de trabajo fluctúa entre US\$390 m y US\$2.000 m.

- El *tramo de inversión* se ejecuta con un plazo y un perfil de rentabilidad superior al del capital de trabajo, primando siempre la liquidez. Dicho tramo se invierte en un mayor número de instrumentos, comparado con el capital de trabajo, así como a vencimientos mayores. Al 30 de junio de 2010 el valor del tramo de inversión ascendía a US\$23.742 m.

La mayor parte del portafolio de inversión de las reservas corresponde a inversiones en gobiernos de economías desarrolladas y en cuasi-gobiernos⁶³, las cuales representan el 91,1% del portafolio. Los títulos de deuda bancaria y corporativa de países industrializados representan actualmente el 6,4% y todos cuentan con calificaciones crediticias iguales o superiores a AA-. Los títulos respaldados por hipotecas constituyen el 2,5% de las inversiones y todos están garantizados por agencias que respalda el gobierno de los Estados Unidos⁶⁴ (Gráfico 89).

Gráfico 89
Distribución del portafolio de inversión por sector



Fuente: Banco de la República.

Los emisores en los que se invierten las reservas tienen un bajo riesgo crediticio. Para el caso de los emisores bancarios y corporativos, la calificación de corto plazo mínima exigida es A-1/P-1/F-1⁶⁵, ubicándose en el nivel más alto posible. Las calificaciones de largo plazo mínimas son AA- para emisores bancarios, corporativos y autoridades locales y A- para el resto de entidades respaldadas o relacionadas con gobiernos. En todos los casos, la calificación mínima de largo plazo exigida por el Banco se encuentra al menos tres niveles por encima de la calificación

mínima requerida para que una inversión sea considerada grado de inversión⁶⁶. En la actualidad el 100% de las inversiones de corto plazo del portafolio de inversión tienen la calificación crediticia más alta y el 99,5% de las inversiones de largo

63 Los títulos en cuestión corresponden a emisiones realizadas por entidades garantizadas o patrocinadas por los gobiernos (p.e. agencias Fannie Mae y Freddie Mac), supranacionales (p. e. Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo) y autoridades locales (p. e. ciudades y Estados), entre otros.

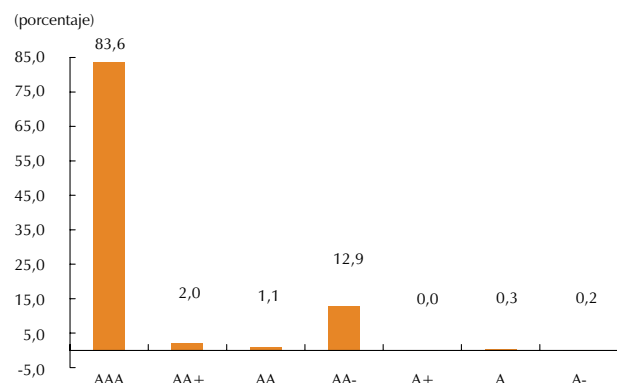
64 Las agencias en mención son Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae. El gobierno de los Estados Unidos tiene propiedad mayoritaria en Fannie Mae y Freddie Mac y garantiza la totalidad de la deuda de Ginnie Mae.

65 Las inversiones con vencimiento inferior a 397 días son consideradas de corto plazo. Las inversiones con plazos mayores se consideran de largo plazo.

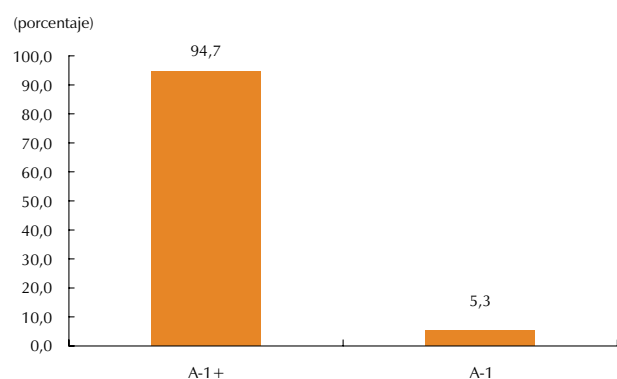
66 Para limitar el riesgo crediticio, el Banco de la República toma como referencia las calificaciones crediticias publicadas por las agencias internacionales más reconocidas (S&P, Moody's y Fitch Ratings). En el corto plazo la calificación más alta de estas agencias es A-1+/P-1/F-1+ y la más baja es D. En el largo plazo la calificación más alta es AAA y la más baja es D. Para un inversionista promedio, se considera seguro invertir en papeles con grado de inversión, es decir, con calificaciones superiores o iguales a A-3/P-3/F-3 en el corto plazo y a BBB- en el largo plazo.

Gráfico 90
Distribución del portafolio de inversión por calificación crediticia

A. Largo plazo

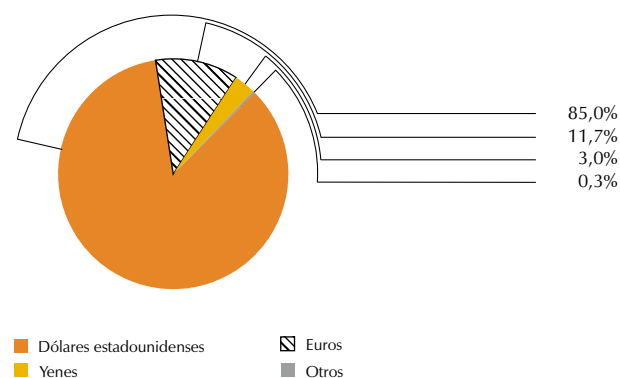


B. Corto plazo



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 91
Composición cambiaria del portafolio de inversión



Fuente: Banco de la República.

plazo tienen calificación AA- o superior (el 100% tienen calificación superior a A-), lo cual hace que la probabilidad de incumplimiento por parte de un emisor sea mínima (Gráfico 90).

El Banco establece la composición cambiaria del tramo de inversión de las reservas como una réplica de los egresos por monedas de la balanza de pagos del país. En la actualidad la composición cambiaria objetivo es 85% dólares estadounidenses, 12% euros y 3% yenes. La composición cambiaria actual del portafolio difiere levemente de la objetivo ya que se permite, dentro de límites estrictos y con el objetivo de mejorar el rendimiento, que los portafolios registren ligeras desviaciones y que se realicen inversiones en otras monedas de países desarrollados como la libra esterlina, el franco suizo o el dólar canadiense (Gráfico 91).

2. Índice de referencia y administración del portafolio

La gran mayoría de los bancos centrales del mundo administran sus reservas internacionales guiados por un portafolio teórico o índice de referencia. En los mercados de capitales un índice de referencia se refiere a una canasta de activos con ponderaciones predeterminadas de acuerdo con ciertas reglas que definen su composición. En general, un índice intenta replicar de una manera amplia el comportamiento de un mercado de activos financieros y sirve como indicador del desempeño de otros portafolios de inversión en ese mismo mercado⁶⁷.

El índice de referencia del tramo de inversión de las reservas es el portafolio que replica la composición cambiaria de los egresos de la balanza de pagos y cumple con los estrictos criterios de riesgo definidos por el Banco de la República. Este índice sirve como marco de referencia para medir la gestión de cada uno de los portafolios. En el Cuadro 28 se presenta la composición actual del índice de referencia. La duración

⁶⁷ Por ejemplo, algunos de los índices de referencia más conocidos en los mercados son el IGBC en Colombia, o el S&P500 y el Dow Jones en los Estados Unidos.

modificada⁶⁸ del índice es 0,43, lo cual implica que la sensibilidad de los precios de las inversiones a movimientos en la tasa de interés es muy baja.

Cuadro 28
Composición del índice de referencia del tramo de inversión

Moneda	Clase de activo	Índice asociado	Peso (porcentaje)
Dólares estadounidenses	Inversiones bancarias de corto plazo (mercado monetario)	<i>Merrill Lynch LIBID 1-month Constant Maturity</i>	37,1
	Inversiones en títulos del Gobierno de corto plazo	<i>Merrill Lynch T-Bill index</i>	37,8
	Inversiones en bonos del Gobierno de los Estados Unidos	<i>Merrill Lynch 0 to 3 year Government Bond Index</i>	10,1
	Total dólares		85,0
Euros	Inversiones en títulos del Gobierno de corto plazo	<i>Merrill Lynch German T-Bill index</i>	7,0
	Inversiones en bonos del Gobierno alemán	<i>Merrill Lynch 0 to 3 Year Government Bond Index</i>	5,0
	Total euros		12,0
Yenes	Inversiones en bonos del Gobierno japonés	<i>Merrill Lynch 0 to 3 year Government Bond Index</i>	3,0
	Total yenes		3,0

Fuente: Banco de la República.

Como se mencionó, teniendo en cuenta los diferentes objetivos de las reservas, el portafolio de inversión se divide en el capital de trabajo y en el tramo de inversión. A su vez, el tramo de inversión se divide en dos componentes: los tramos indexado y no indexado.

- El *tramo indexado* busca replicar la composición del índice de referencia. Las inversiones de este tramo se hacen exclusivamente en activos de mercado monetario en los Estados Unidos y en títulos emitidos por los gobiernos de los Estados Unidos, Alemania y Japón. Al 30 de junio de 2010 el valor de este tramo ascendía a US\$14.804 m.
- El *tramo no indexado*, o activo, se administra buscando obtener una rentabilidad más alta que la del índice de referencia. Para lograr este objetivo

68 La duración modificada es la sensibilidad del valor del portafolio al movimiento de las tasas de interés (riesgo de mercado). Por ejemplo, una duración modificada de 2 implica que el valor del portafolio se reduce 2% si las tasas de interés externas aumentan 1%. El bajo nivel de las tasas de interés en los mercados de los países desarrollados, el poco espacio para que éstas bajasen aún más y la posibilidad de que los bancos centrales de los países desarrollados normalicen la postura de su política monetaria, disminuyó la probabilidad de que los títulos se valorizaran e incrementó el riesgo de mercado del portafolio. Por esta razón, el Banco ha decidido mantener una duración modificada baja.

El Banco de la República, al igual que varios bancos centrales, delega la administración de una porción del portafolio a instituciones financieras externas de reconocido prestigio y trayectoria.

la composición de los portafolios de este tramo es diferente a la del índice. Dentro de un marco de riesgo controlado los administradores de este tramo aplican su experiencia y recursos para determinar estrategias que aumenten la rentabilidad de las reservas en el largo plazo. El tramo no indexado tenía un valor de US\$8.938 m al terminar junio de 2010.

El rendimiento del índice de referencia se compara con los rendimientos observados de los portafolios de inversión de las reservas para evaluar si la gestión de los administradores ha sido exitosa. El reto de los administradores es obtener un rendimiento superior al índice dentro de los estrictos lineamientos de inversión.

3. Programa de administración externa

El Banco de la República, al igual que varios bancos centrales, delega la administración de una porción del portafolio a instituciones financieras externas de reconocido prestigio y trayectoria. A medida que han crecido las reservas internacionales y se especializan los mercados financieros, el Banco ha considerado apropiado utilizar los servicios de entidades que posean amplia experiencia en el manejo de portafolios a terceros, que cuenten con abundantes recursos e información, y que dispongan de una sólida capacidad de análisis y de una infraestructura tecnológica y humana altamente sofisticada.

El Banco de la República gestiona directamente el capital de trabajo, el tramo indexado y una porción del tramo no indexado (US\$1.377 m). Para la administración de los demás recursos en 1994 se adoptó el programa de administración externa. Los administradores del tramo no indexado están autorizados para invertir en activos diferentes y en proporciones distintas al índice de referencia, de acuerdo con políticas y límites estrictos.

Este programa ha permitido capacitar al personal interno del Banco y ha facilitado el acceso a información necesaria para soportar las políticas de inversión y el seguimiento de las inversiones realizadas internamente. Desde su inicio el programa de administración externa ha generado un retorno bruto anual de 0,16% frente al índice de referencia. Al tener en cuenta las comisiones pagadas, el retorno neto anual del programa ha sido 0,07%.

En la actualidad estas entidades administran el 31% de las reservas internacionales del país con base en lineamientos de inversión claramente definidos por el Banco.

Las firmas contratadas en el programa de administración externa son las siguientes: Western Asset Management, Deutsche Bank Advisors, Goldman Sachs Asset Management, BlackRock Institutional Trust Company y Wellington Management (Cuadro 29). En la actualidad estas entidades administran el 31% de las reservas internacionales del país con base en lineamientos de inversión claramente definidos por el Banco. Estos administradores fueron seleccionados por sus altos estándares técnicos.

Cuadro 29
Programa de administración externa del portafolio

Firma	Monto administrado (millones de dólares)
Deutsche Asset Management	1.080
Goldman Sachs Asset Management	1.721
Wellington Management	972
BlackRock Institutional Trust ^{a/}	2.694
Western Asset Management	1.092
Total	7.561

a/ En 2009 BlackRock Institucional Trust adquirió a Barclays Global Investors, firma que también participaba en el programa de administración externa. En la actualidad, BlackRock maneja dos portafolios con lineamientos diferentes.
Fuente: Banco de la República.

El Banco define parámetros para la evaluación de la gestión de las firmas administradoras, los cuales son revisados periódicamente⁶⁹ y, dependiendo del éxito de la gestión, se pueden tomar decisiones tales como modificar el monto administrado o cancelar el contrato.

B. DESEMPEÑO DE LAS INVERSIONES

En el primer semestre de 2010 el rendimiento de las reservas internacionales fue negativo en US\$273 m.

En el Cuadro 30 se presenta la rentabilidad histórica de las reservas internacionales desde 2005. En el primer semestre de 2010 el rendimiento de las reservas internacionales fue negativo en US\$273 m. Este resultado se explica por la pérdida de US\$398 m por la depreciación de otras monedas frente al dólar, principalmente la del euro. Por valorización de inversiones y causación de intereses se han ganado US\$125 m.

La baja rentabilidad de las reservas, anticipada en el *Informe al Congreso* de marzo de 2010, obedece a tres factores:

- El euro se debilitó 14,55% frente al dólar en el primer semestre del año debido al empeoramiento de la situación fiscal de Grecia y de otros países de la zona del euro como Portugal, España, Irlanda e Italia.
- Las tasas de interés se han mantenido muy bajas en las principales economías desarrolladas.

Este resultado se explica por la pérdida de US\$398 m por la depreciación de otras monedas frente al dólar, principalmente la del euro.

⁶⁹ Mensualmente se presentan informes al Comité de Reservas con información del desempeño de los portafolios; así mismo, se revisa anualmente toda la gestión de forma consolidada. El Comité de Reservas Internacionales es el encargado de fijar los objetivos, principios y políticas generales de la administración de las reservas. Se reúne ordinariamente por lo menos una vez cada dos meses, es presidido por el Gerente General del Banco, y cuenta con la participación de todos los miembros de dedicación exclusiva de la JDBR y del Ministro de Hacienda y Crédito Público (o su representante).

Cuadro 30
Rentabilidad de las reservas internacionales

Año	Millones de dólares	Tasa de rendimiento anual (porcentaje)
2005	81,4	0,6
2006	815,2	5,5
2007	1.326,2	7,4
2008	1.004,5	4,5
2009	321,4	1,3
2010 ^{a/}	(273)	(1,0)

Nota: datos de la balanza cambiaria.
a/ Hasta el 30 de junio de 2010.
Fuente: Banco de la República.

- La decisión de tener un portafolio con un perfil de riesgo más conservador implica recibir una rentabilidad inferior. Al reducir el riesgo crediticio y aumentar la participación de los títulos de Gobierno en el portafolio se percibe una tasa de rendimiento menor. Adicionalmente, al disminuir el plazo promedio de las inversiones para reducir el riesgo de mercado también se ha afectado la rentabilidad, ya que actualmente las tasas de corto plazo son inferiores a las de largo plazo.

Para el resto del año se espera que la rentabilidad de las reservas siga siendo baja, teniendo en cuenta que la Fed y otros bancos centrales

han anunciado públicamente que mantendrán bajas las tasas de interés, y que los ajustes fiscales que están realizando los gobiernos europeos desmejoran las perspectivas de crecimiento económico en el mediano plazo.

C. ESTADO DE LAS RECLAMACIONES DE LOS EVENTOS CREDITICIOS DE 2008

Como se detalló en el pasado *Informe al Congreso* de marzo de 2010, a finales de 2008 se presentaron dos eventos crediticios: un título de Lehman Brothers por US\$2,7 m y un título de Sigma Finance Inc., garantizado de manera incondicional e irrevocable por Sigma Finance Corporation (en adelante Sigma), por US\$20 m en el programa de préstamo de títulos administrado por The Bank of New York Mellon (BNYM). A continuación se presenta una actualización sobre el estado de las reclamaciones.

1. Demanda del Banco de la República en contra de BNYM

Como había sido informado en marzo, el Banco de la República, representado por la firma de abogados Crowell & Moring LLP, el 21 de abril de 2009 presentó ante la Corte Suprema del Estado de Nueva York una demanda en contra de Bank of New York Mellon Corporation, Bank of New York Mellon N.A. y Bank of New York Mellon Asset Services, B.V. (en adelante BNYM), por considerarse que BNYM, en desarrollo del contrato de préstamo de títulos, violó las obligaciones encomendadas por el Banco de la República al invertir en Sigma, demanda que pretende la recuperación de la suma impagada.

Después de la presentación de la demanda, su contestación y otras actuaciones, a petición del BNYM se trasladó el caso a la Corte Federal del Distrito Sur de Nueva York a finales de enero de 2010. El juez federal, en la audiencia llevada a cabo a mediados de marzo de 2010, solicitó presentar nuevamente la demanda para ajustarla a la nueva jurisdicción, la cual fue presentada el 16 de abril de 2010. Desde

Para el resto del año se espera que la rentabilidad de las reservas siga siendo baja, teniendo en cuenta que la Fed y otros bancos centrales han anunciado públicamente que mantendrán bajas las tasas de interés.

entonces se han surtido las actuaciones procesales normales dentro del proceso y está pendiente que se lleve a cabo la audiencia ante el juez para que defina el objeto del proceso.

Los abogados externos han informado que el segundo semestre de 2010 sería dedicado principalmente a la etapa de *Discovery*, consistente en que cada una de las partes obtiene información relevante sobre el caso solicitándole a la otra lo que podría considerarse como prueba en el juicio.

En febrero de 2010 BNYM solicitó la acumulación de cuatro procesos que se adelantan en su contra, tanto en Nueva York, que es el caso del Banco de la República, como en Washington, Oklahoma y California, por hechos semejantes relacionados con el programa de préstamo de títulos y la inversión en Sigma, con el objeto de que el *Discovery* de los cuatro procesos se realice simultáneamente ante un mismo juez. El 7 de junio de 2010 la instancia respectiva (un panel de varios jueces), luego de la oposición del Banco de la República, negó la acumulación de los procesos, argumentando que hay diferencias fundamentales en los cuatro procesos y que la acumulación no beneficiaría ni a los testigos ni a las partes.

2. Proceso de reestructuración de Lehman Brothers Holdings Inc.

El Banco de la República, representado por la firma de abogados Morrison & Foerster LLP, presentó una reclamación formal ante el Tribunal de Quiebras de Nueva York el 25 de agosto de 2009, complementada el 9 de septiembre del mismo año, con el fin de ser reconocido como acreedor en el proceso de reestructuración de Lehman Brothers Holdings Inc., según el capítulo 11 del Código de Quiebras de los Estados Unidos.

Dentro del trámite del proceso Lehman debe presentar un plan de reestructuración con una propuesta de pago a todos sus acreedores, con base en la determinación de prelación de créditos y sus activos. Aunque estaba previsto que Lehman presentara su plan el 15 de marzo de 2010, y había un plazo para su aceptación por parte de los acreedores hasta el 17 de mayo de 2010, la Corte le ha otorgado a Lehman múltiples prórrogas, modificando los términos inicialmente mencionados. En efecto, Lehman presentó la última versión de su plan de reestructuración el 14 de abril de 2010, el cual aún no ha sido aceptado por la Corte, y en consecuencia, puede ser objeto de modificaciones.

Recuadro 5

RENOVACIÓN DE LA LÍNEA DE CRÉDITO FLEXIBLE DEL FMI

El 7 de mayo de 2010 el FMI aprobó, por un año, la renovación del acceso de Colombia a la línea de crédito flexible (LCF), por un monto equivalente al 300% de la cuota del país en este organismo multilateral (aproximadamente US\$3.500 m). Esta línea de crédito es un instrumento creado por el organismo multilateral para apoyar a países miembros, que cuentan con fundamentales económicos fuertes, políticas prudentes y un sólido marco institucional de política económica. Tal instrumento opera como un *seguro* que permite a los países enfrentar un deterioro sustancial de las condiciones externas ante una eventual extensión de la crisis financiera internacional. Una vez aprobado el acceso a este mecanismo de financiación, los recursos pueden ser desembolsados en su totalidad sin que esto esté condicionado a compromisos en materia de política económica, a diferencia de lo que sucede en los programas tradicionales respaldados por el FMI.

La solicitud de acceso de Colombia a la LCF fue aprobada por primera vez en mayo de 2009 por 900% de la cuota colombiana en el FMI (aproximadamente US\$10.400 m). En ese momento el país estaba expuesto a los efectos de la crisis financiera internacional, la cual se había acentuado durante el tercer trimestre de 2008 con la quiebra de Lehman Brothers. El PIB se había contraído durante el cuarto trimestre de 2008 y los pronósticos de crecimiento para todo 2009 eran cercanos a 0%, con una modesta recuperación en 2010. La incertidumbre con respecto al rumbo que tomaría la economía mundial, así como la posibilidad de que el acceso al financiamiento externo de Colombia se viera limitado, justificó que Colombia solicitara el acceso a la LCF del FMI. Se consideró que el monto solicitado sería suficiente para cubrir las necesidades de financiamiento externo de Colombia por un año en circunstancias muy adversas del entorno internacional.

Los datos económicos registrados en 2009 resultaron ser más favorables a los pronosticados a comienzos del año (Cuadro R5.1) y los riesgos percibidos en los mercados financieros internacionales se han reducido sustancialmente. La economía colombiana registró un

crecimiento del 0,8% durante 2009, cifra que incorpora una tasa de crecimiento anual de 3,4% para el último trimestre del año. La percepción de riesgo de los inversionistas retornó a los niveles observados antes de la quiebra del Lehman Brothers y las primas de riesgo de los países de América Latina, medidas mediante los CDS y los EMBI, presentaron una tendencia decreciente a partir del segundo bimestre de 2009 (Gráfico R5.1).

Si bien las perspectivas de la economía colombiana son favorables para 2010, existen algunos elementos de incertidumbre. El retiro de los programas de estímulo fiscal y monetario en economías desarrolladas, la fragilidad del sistema financiero en algunos países, el fuerte ajuste fiscal que requieren algunos países de la zona del euro, además de las dificultades de financiamiento que enfrentan algunos gobiernos, podrían afectar el vigor de la recuperación económica y el comportamiento de los mercados financieros internacionales.

El riesgo de que Colombia enfrente dificultades de acceso al financiamiento externo se ha reducido frente al escenario de 2009, pero no ha desaparecido. Los CDS de Colombia a un año se han reducido 65%, magnitud que podría interpretarse como una menor probabilidad de sufrir un choque externo con respecto al momento en el que se solicitó la LCF en 2009. Adicionalmente, la posición externa del país se ha consolidado con la asignación de derechos especiales de giro (DEG)¹ por aproximadamente US\$980 m efectuada por el FMI durante el segundo semestre de 2009 y con el programa de compras diarias de reservas internacionales ejecutado durante el primer semestre de 2010, el cual permitió adquirir divisas en el mercado

1 El DEG es un activo de reserva creado por el FMI. Su valor se define con base en una canasta de monedas, actualmente integrada por el dólar, el euro, la libra y el yen. La utilidad del DEG como activo de reserva se deriva de la posibilidad que tienen los países de intercambiarlo por monedas de reserva de otros países con el propósito de enfrentar necesidades de financiamiento de la balanza de pagos o modificar la composición de las reservas internacionales.

por US\$1.600 m. Teniendo en cuenta estas consideraciones, se solicitó la renovación de la LCF por 300% de la cuota de Colombia en el FMI (aproximadamente US\$3.500 m), monto que representa el 33% de lo so-

licitado en 2009. La prima de compromiso cancelada al FMI fue de US\$6,8 m. El acuerdo con el FMI tiene carácter precautorio y no se hará uso de los recursos, a menos que las condiciones externas así lo requieran.

Cuadro R5.1
Cifras económicas observadas y proyecciones 2009 y 2010

	2009 Proyección en marzo de 2009	Observado	Proyección para 2010
Crecimiento del PIB mundial ^{b/}	(1,3)	(0,6)	4,6)
Crecimiento del PIB en los Estados Unidos ^{b/}	(2,8)	(2,4)	3,3)
Precio del petróleo (dólares estadounidenses) ^{a/}	48	62	80
Crecimiento del PIB de Colombia ^{a/}	0,0)	0,8)	4,5)
Cuenta corriente/PIB ^{a/}	(3,6)	(2,1)	(2,4)
Deuda externa/PIB ^{a/}	23,2)	21,8)	18,9)
Crecimiento de las exportaciones de Colombia ^{a/}	(25,0)	(12,2)	18,1)
Crecimiento de las exportaciones no tradicionales ^{a/}	(13,3)	(19,0)	0,8)
Crecimiento de las remesas de los trabajadores ^{a/}	(15,3)	(14,4)	(8,5)
Crecimiento de las importaciones ^{a/}	(17,3)	(16,0)	18,7)
Inflación en Colombia	Cerca al piso del rango 4,5 a 5,5	2,0	En el rango de 2,0 a 4,0

a/ Proyección del Banco de la República.

b/ Proyección del FMI.

Fuentes: Banco de la República y FMI.

Gráfico R5.1
Credit default swap (CDS) a 1 año en América Latina



Fuente: Bloomberg.

IV. SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

De acuerdo con el resultado de la rentabilidad de las reservas observado al cierre de junio de 2010, para el presente año se estima un resultado operacional negativo. Los menores ingresos esperados se explican principalmente por la disminución de los rendimientos de las reservas internacionales, por el debilitamiento del euro frente al dólar y, en menor medida, por las bajas tasas de interés.

Como se indicó en el *Informe al Congreso* presentado en el pasado mes de marzo, para finales de 2010 se proyecta un resultado operacional negativo, explicado por una disminución de los ingresos, como consecuencia de la caída en la rentabilidad esperada de las reservas internacionales, que superará la disminución de los egresos.

En el capítulo relacionado con la administración de las reservas internacionales (pp. 125), se mencionó cómo las medidas adoptadas por el Banco de la República han reducido los riesgos del portafolio de inversiones con el fin de garantizar la liquidez del país para enfrentar una eventual profundización de la crisis financiera internacional. Lo anterior se ha dado en un marco de bajos niveles de las tasas de interés de los principales bancos centrales y de depreciación del euro. Al incrementarse en el portafolio de reservas la participación de inversiones menos riesgosas, el rendimiento es menor dada la relación directa que existe entre riesgo y rentabilidad, es decir, a menor riesgo menor rentabilidad y viceversa. La depreciación del euro, por su parte, afecta de manera negativa el rendimiento del portafolio expresado en dólares. Sin embargo, el Banco dispone de una amplia reserva para fluctuación de las monedas, lo que le ha permitido enfrentar esta situación.

En el primer semestre de 2010 el Banco de la República presentó un resultado operacional negativo producto de menores ingresos.

A. RESULTADOS A JUNIO DE 2010

En el primer semestre de 2010 el Banco de la República presentó un resultado operacional negativo producto de menores ingresos (Cuadro 31).

Cuadro 31
Pérdidas y ganancias del Banco de la República
(miles de millones de pesos)

	Ejecución a:	
	Diciembre de 2009	Junio de 2010
I. Ingresos del P y G	1.291,1	(291,3)
A. Ingresos monetarios	1.133,8	(347,9)
1. Intereses y rendimientos	1.035,8	(421,7)
Reservas internacionales	685,0	(535,9)
Otros intereses	70,9	48,3
Operaciones de liquidez	192,8	34,9
Valoración de TES	87,1	31,1
Valoración de otros títulos	0,0	0,0
2. Diferencias en cambio	26,3	28,7
3. Moneda metálica	51,1	22,8
4. Otros	20,6	22,3
B. Ingresos corporativos	157,3	56,5
1. Comisiones	140,3	48,7
Servicios bancarios	72,0	23,7
Negocios fiduciarios	51,2	25,0
Otras comisiones	17,2	0,0
2. Otros	17,0	7,8
II. Egresos del P y G	1.135,8	508,0
A. Egresos monetarios	853,9	317,5
1. Intereses y rendimientos	601,6	162,1
Remuneración al encaje	69,1	0,0
Remuneración a las cuentas de TGN	392,7	104,9
Comisión de compromiso flexible con el FMI	38,4	21,2
Gastos en administración de las reservas internacionales	26,6	11,8
Gastos en operaciones de contracción monetaria	74,8	24,1
2. Diferencias en cambio	132,9	104,2
3. Costo de emisión y distribución de especies monetarias	114,0	48,6
4. Otros	5,4	2,5
B. Egresos corporativos	332,9	164,5
1. Gastos de personal	216,9	110,1

Cuadro 31 (continuación)
Pérdidas y ganancias del Banco de la República
(miles de millones de pesos)

	Ejecución a:	
	Diciembre de 2009	Junio de 2010
2. Gastos generales	47,9	21,7
3. Impuestos	7,3	3,8
4. Seguros	6,4	3,4
5. Contribuciones y afiliaciones	3,0	2,1
6. Gastos culturales	9,1	3,6
7. Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros ^{a/}	42,2	19,8
C. Gastos de pensionados	(51,0)	26,0
3. Resultado operacional (I - II)	155,3	(799,3)

a/ Incluye diferido del software.
Fuente: Banco de la República.

Los ingresos operacionales registrados en el período analizado se originaron en: i) los rendimientos negativos de las reservas internacionales (-\$535,9 mm); ii) la valoración del oro no monetario (\$48,3 mm); iii) las operaciones de liquidez transitorias (\$34,9 mm); iv) la valoración de los TES (\$31,1 mm), y v) las comisiones que recibe el Banco por servicios bancarios y negocios fiduciarios (\$48,7 mm).

Al cierre de junio de 2010 las reservas internacionales presentaron un rendimiento negativo de \$535,9 mm (US\$273,3 m). Este resultado se explica por la pérdida de \$780,7 mm (US\$398 m) por la depreciación de las monedas de reserva frente al dólar, e ingresos por la causación de intereses por \$178,9 mm (US\$92,0 m), así como por la valorización de las inversiones en \$66,0 mm (US\$33,3 m).

Como se mencionó, la baja rentabilidad de las reservas, anticipada en el *Informe al Congreso* de marzo de 2010, obedece a tres factores:

- El euro se debilitó cerca del 15% frente al dólar en los primeros meses del año debido al empeoramiento de la situación fiscal de Grecia y de otros países de la zona del euro como Portugal, España, Irlanda e Italia.
- Las tasas de interés se han mantenido muy bajas en las principales economías desarrolladas.
- La decisión de tener un portafolio con un perfil de riesgo más conservador implica recibir una rentabilidad inferior. Al reducir el riesgo crediticio y aumentar la participación de los títulos de Gobierno en el portafolio, se percibe una tasa de rendimiento menor. Adicionalmente, al disminuir el plazo promedio de las inversiones para reducir el riesgo de mercado también se

Al cierre de junio de 2010 las reservas internacionales presentaron un rendimiento negativo de \$535,9 mm.

ha afectado la rentabilidad, ya que actualmente las tasas de corto plazo son inferiores a las de largo plazo.

Por su parte, el oro no monetario registró una valorización de \$48,3 mm, como resultado del incremento del precio internacional de referencia del oro. Las operaciones de liquidez a través de repos generaron ingresos por \$34,9 mm, reflejando la menor demanda del sistema financiero y la disminución de la tasa de intervención. Los ingresos registrados por la valoración de los TES de expansión monetaria (\$31,1 mm) consideran la disminución observada en las tasas de negociación del mercado y la venta de una porción del portafolio. Las comisiones recibidas por el Banco ascendieron a \$48,7 mm debido al cambio tarifario de las comisiones cobradas y la disminución en el volumen de operaciones transadas mediante el servicio electrónico de negociación SEN, y a la disminución del saldo del portafolio del FAEP.

En cuanto a los gastos, sobresalen:

- La remuneración a los depósitos de la TGN, que ascendió a \$104,9 mm.
- Las diferencias en cambio por \$104,2 mm. La ejecución se explica por el comportamiento de la TRM, que en el período de análisis presentó una apreciación del peso del 6,41% frente al dólar.
- Los costos por emisión y distribución de especies monetarias, por \$48,6 mm, que se han ejecutado de acuerdo con el programa de emisión de especies monetarias.
- Los gastos en operaciones de contracción monetaria fueron de \$24,1 mm, resultado de las menores tasas de remuneración. La tasa de interés promedio en lo corrido del año fue del 3,25% efectivo anual.
- En los gastos corporativos, comparados con igual período de 2009, los de personal (por \$110,1 mm) continuaron presentando una ejecución controlada, relacionada en forma directa con la disminución en la planta de personal, y además observaron una reducción en términos reales del 2,3%. Los gastos generales, por su parte, totalizaron \$21,7 mm, y registraron un decrecimiento del 2,6% en términos reales. Los gastos de pensionados fueron de \$26,0 mm en el período analizado.

Este resultado se explica por la pérdida de \$780,7 mm por la depreciación de las monedas de reserva frente al dólar.

B. ESTRUCTURA FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

A continuación se explican las variaciones de los principales conceptos del activo, pasivo y patrimonio del Banco de la República a 30 de junio de 2010, frente a los saldos registrados a 31 de diciembre del año anterior (Cuadro 32).

Los activos del Banco de la República registraron un saldo de \$62.924 mm al cierre de junio de 2010.

1. Activo

Los activos del Banco de la República registraron un saldo de \$62.924 mm al cierre de junio de 2010. Esta cifra es superior en \$539 mm (0,9 %) al observado en diciembre de 2009, cuando los activos ascendieron a \$62.385 mm. Las principales variaciones de las cuentas del activo se explican por:

- *Reservas internacionales:* al cierre de junio de 2010 las reservas internacionales brutas, valoradas a precios de mercado, fueron \$50.530 mm (US\$26.411,7 m), inferiores en \$1.322 mm (-2,6%) con respecto al dato observado el 31 de diciembre de 2009. Esta variación es explicada, principalmente, por: i) el ajuste de cambio, resultado de la apreciación del peso con respecto al dólar, que disminuyó el saldo en pesos de las reservas internacionales brutas; ii) el rendimiento por intereses, la valoración por precios de mercado y el diferencial cambiario, los cuales produjeron una reducción de las reservas de \$536 mm; iii) el menor valor de los depósitos en moneda extranjera en el Banco de la República, por \$411 mm, y iv) las compras de divisas realizadas por el Banco de la República que incrementaron el valor en pesos de las reservas internacionales en \$3.103 mm, compensando parcialmente la reducción explicada en los numerales anteriores.
- *Portafolio de inversiones en moneda nacional:* su saldo valorado a precios de mercado ascendió a \$1.570 mm en junio de 2010, inferior en \$2.027 mm con respecto al cierre de 2009. Esta disminución se debió principalmente a las ventas de TES por parte del Banco de la República por valor de \$1.999 mm.
- *Operaciones Repo utilizadas para otorgar liquidez transitoria:* presentaron un saldo de \$4.159 mm al finalizar junio de 2010, lo que significó un aumento de \$3.700 mm frente al cierre de 2009.

2. Pasivo

A 30 de junio de 2010 el saldo de los pasivos fue \$53.054 mm, superior en \$4.509 mm (9,3%) al registrado al finalizar el año 2009. A continuación se presentan las principales fuentes de variación:

- *Base monetaria:* al finalizar junio de 2010 la base monetaria ascendió a \$38.937 mm, inferior en \$607 mm (-1,5%) al valor registrado al cierre de 2009.
- *Los depósitos del Gobierno nacional,* constituidos en pesos mediante la TGN en el Banco de la República, tuvieron un saldo de \$8.613 mm al cierre de junio de 2010. Este monto es superior en \$6.261 mm (266,3%) al observado en diciembre de 2009.

Al 30 de junio de 2010 las reservas internacionales brutas ascendieron a US\$26.411,7 m.

- *Obligaciones con organismos internacionales:* el saldo de este rubro fue \$4.019 mm al finalizar junio de 2010. Este monto es inferior en \$241 mm (-5,7%) al registrado el 31 de diciembre de 2009.

3. Patrimonio

El patrimonio ascendió a \$9.870 mm en junio de 2010, presentando una disminución de \$3.970 mm (-28,7%) con respecto a la cifra de diciembre de 2009. Esta reducción principalmente se explica por: i) la variación de la cuenta de ajuste de cambio, la cual disminuyó en \$3,171 mm (-34,8%) debido a la apreciación del peso frente al dólar, y ii) la variación en el resultado del ejercicio por -\$955 mm.

Cuadro 32

Balance del Banco de la República clasificado por criterio económico (diciembre de 2009 - junio de 2010)
(miles de millones de pesos)

Cuentas	Diciembre 2009		Junio 2010		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	62.385	100,0	62.924	100,0	539	0,9
Reservas internacionales brutas	51.852	83,1	50.530	80,3	(1.322)	(2,6)
Aportes en organismos internacionales	2.802	4,5	2.798	4,4	(4)	(0,2)
Inversiones	3.597	5,8	1.570	2,5	(2.027)	(56,3)
Sector público: deuda consolidada	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Sector público: regulación monetaria	3.580	5,7	1.556	2,5	(2.024)	(56,5)
Bonos: capitalización banca pública y otros	17	0,0	14	0,0	(3)	(17,9)
Cartera de créditos	2	0,0	1	0,0	(0)	(11,0)
Sector público Gobierno nacional	1	0,0	1	0,0	(0)	(12,5)
Otros créditos	4	0,0	4	0,0	(0)	(3,2)
Provisión	(3)	(0,0)	(3)	(0,0)	0	(2,0)
Pactos de reventa apoyos transitorios de liquidez	460	0,7	4.159	6,6	3.700	804,9
Cuentas por cobrar	32	0,1	52	0,1	21	65,4
Otros activos netos	3.640	5,8	3.813	6,1	173	4,7
Pasivo y patrimonio	62.385	100,0	62.924	100,0	539	0,9
Pasivo	48.545	77,8	53.054	84,3	4.509	9,3
Pasivos m/e que afectan las reservas internacionales	19	0,0	18	0,0	(1)	(3,9)
Base monetaria	39.545	63,4	38.937	61,9	(607)	(1,5)
Efectivo	25.789	41,3	23.722	37,7	(2.067)	(8,0)
Reserva	13.755	22,0	15.215	24,2	1.460	10,6
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	830	1,3	321	0,5	(509)	(61,3)

Cuadro 32 (continuación)

Balance del Banco de la República clasificado por criterio económico (diciembre de 2009 - junio de 2010)

(miles de millones de pesos)

Cuentas	Diciembre 2009		Junio 2010		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Depósitos por endeudamiento externo e inversión de portafolio de capital del exterior	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Otros depósitos	62	0,1	152	0,2	89	143,2
Gobierno nacional (Dirección del Tesoro Nacional) m/n	2.351	3,8	8.613	13,7	6.261	266,3
Gobierno nacional (Dirección del Tesoro Nacional) m/e	609	1,0	192	0,3	(417)	(68,5)
Obligaciones con organismos internacionales	4.260	6,8	4.019	6,4	(241)	(5,7)
Cuentas por pagar	99	0,2	61	0,1	(38)	(38,8)
Otros pasivos	770	1,2	742	1,2	(28)	(3,6)
Patrimonio total	13.840	22,2	9.870	15,7	(3.970)	(28,7)
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Reservas	2.867	4,6	3.019	4,8	152	5,3
Superávit	10.805	17,3	7.638	12,1	(3.167)	(29,3)
Liquidación cuenta especial de cambio	453	0,7	453	0,7	0	0,0
Ajuste cambiario: 1993 en adelante y superávit	9.099	14,6	5.928	9,4	(3.171)	(34,8)
Otros	133	0,2	136	0,2	3	2,4
Valorizaciones de bienes y donaciones	1.120	1,8	1.120	1,8	0	0,0
Resultados	155	0,2	(799)	(1,3)	(955)	(614,4)
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	155	0,2	(799)	(1,3)	(955)	(614,4)

m/n: moneda nacional.

m/e: moneda extranjera.

Fuente: Banco de la República.

C. PROYECCIÓN DE INGRESOS Y GASTOS PARA EL AÑO 2010

De acuerdo con el resultado de la rentabilidad de las reservas, para el presente año se estima un resultado operacional negativo de \$1.101,6 mm, superior en \$480,6 mm al presentado en el *Informe al Congreso* de marzo de 2010 (Cuadro 33).

Los menores ingresos esperados se explican principalmente por la disminución de los rendimientos de las reservas internacionales, por el debilitamiento del euro frente al dólar y, en menor medida, por las bajas tasas de interés. De hecho, su rendimiento se estima en -\$500,2 mm. Este comportamiento es consecuencia de un resultado negativo del diferencial cambiario (\$780,7 mm), de la desvalorización del portafolio (\$35,3 mm), de la causación de intereses (\$256,6 mm) y de la valorización del oro (\$59,3 mm). Cabe advertir que el resultado anterior no incorpora

Cuadro 33
Proyección de pérdidas y ganancias del Banco de la República, 2010
(miles de millones de pesos)

	Diciembre 2009	Proyectado 2010	Variaciones anuales	
	A	B	Porcentual B / A	Absoluta B - A
1. Ingresos del P y G	1.291,1	(55,1)	(104,3)	(1.346,2)
A. Ingresos monetarios	1.133,8	(173,6)	(115,3)	(1.307,4)
1. Intereses y rendimientos	1.035,8	(279,7)	(127,0)	(1.315,5)
Reservas internacionales	685,0	(500,2)	(173,0)	(1.185,2)
Otros intereses	70,9	48,3	(31,9)	(22,6)
Operaciones de liquidez	192,8	93,9	(51,3)	(98,9)
Valoración de TES	87,1	78,2	(10,1)	(8,8)
Valoración de otros títulos	0,0	0,0	2.232,7	0,0
2. Diferencias en cambio	26,3	28,7	9,2	2,4
3. Moneda metálica	51,1	55,1	7,8	4,0
4. Otros	20,6	22,3	8,3	1,7
B. Ingresos corporativos	157,3	118,5	(24,7)	(38,8)
1. Comisiones	140,3	100,9	(28,1)	(39,4)
Servicios bancarios	72,0	51,9	(27,9)	(20,1)
Negocios fiduciarios	51,2	49,0	(4,3)	(2,2)
Otras comisiones	17,2	0,0	(100,0)	(17,2)
2. Otros	17,0	17,6	3,3	0,6
2. Egresos del P y G	1.135,8	1.046,5	(7,9)	(89,3)
A. Egresos monetarios	853,9	588,5	(31,1)	(265,4)
1. Intereses y rendimientos	601,6	334,0	(44,5)	(267,6)
Remuneración al encaje	69,1	0,0	(100,0)	(69,1)
Remuneración a las cuentas de TGN	392,7	256,0	(34,8)	(136,7)
Comisión de compromiso flexible con el FMI	38,4	27,7	(27,8)	(10,7)
Gastos en administración de las reservas internacionales	26,6	25,7	(3,3)	(0,9)
Gastos en operación de contracción monetaria	74,8	24,6	(67,1)	(50,2)
2. Diferencias en cambio	132,9	104,2	(21,6)	(28,7)
3. Costo de emisión y distribución de especies monetarias	114,0	147,7	29,6	33,8
4. Otros	5,4	2,5	(53,3)	(2,9)
B. Egresos corporativos	332,9	352,6	5,9	19,7
1. Gastos de personal	216,9	225,0	3,7	8,1
2. Gastos generales	47,9	50,5	5,5	2,6
3. Impuestos	7,3	7,8	6,6	0,5
4. Seguros	6,4	6,9	6,4	0,4
5. Contribuciones y afiliaciones	3,0	4,3	45,9	1,4
6. Gastos culturales	9,1	9,6	5,1	0,5
7. Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros ^{a/}	42,2	48,5	14,8	6,3
C. Gastos de pensionados	(51,0)	105,4	n.a.	156,4
3. Resultado operacional (I - II)	155,3	(1.101,6)	n.a.	(1.256,9)

n.a. no aplica.

a/ Incluye diferido del software.

Fuente: Banco de la República.

los posibles efectos por variaciones en las tasas de cambio de las monedas de reserva para lo que resta del año.

Se estima que las principales fuentes de ingresos serán las derivadas de las operaciones de liquidez (\$93,9 mm), la valoración del portafolio de TES del Banco (\$78,2 mm) y las comisiones recibidas por negocios fiduciarios y servicios bancarios (\$100,9 mm).

En la proyección de los egresos, el 56,2% correspondería a los monetarios, los cuales ascenderían a \$588,5 mm. Se prevé un descenso en los egresos monetarios debido a la menor remuneración a los depósitos de la TGN en el Banco, los cuales totalizarían \$256 mm, monto inferior en \$136,7 mm frente a 2009. También se presentarían egresos menores por concepto de las operaciones de contracción monetaria y por la comisión de compromiso que este año se debe pagar sobre el préstamo flexible aprobado por el FMI.

Los egresos corporativos ascenderían a \$352,6 mm, dentro de los cuales los gastos de personal contribuirían con \$225,0 mm, los generales con \$50,5 mm y los culturales con \$9,6 mm. Las depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros gastos serían de \$67,5 mm.

Por último, se estiman gastos netos de pensiones de jubilación por \$105,4 mm, resultado del rendimiento estimado del portafolio constituido con recursos del cálculo actuarial (\$113,1 mm) y los gastos de pensiones, por \$226,5 mm. Adicionalmente, es necesario mencionar que no se efectuó provisión del pasivo pensional, de acuerdo con el Decreto 2984 del Ministerio de Hacienda, del 12 agosto de 2009.