



INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

Julio de 2012

ISSN - 1657 - 799X



INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

Julio de 2012

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

ISSN - 1657 - 799X

JUNTA DIRECTIVA

Presidente

Juan Carlos Echeverry Garzón
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, 3 de agosto de 2012

Señores
Presidentes y demás miembros
Honorable 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 2012. 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 2012.

Con un atento saludo,



José Darío Uribe Escobar
Gerente General

POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

POLÍTICA MONETARIA

La Constitución Política de 1991 estableció que “El Estado, por intermedio del Banco de la República, velará por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda”. Posteriormente, la Corte Constitucional en Sentencia C-481 de julio 7 de 1999 profundizó sobre la coordinación que debe haber entre las políticas monetaria, cambiaria y crediticia a cargo de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), y la política fiscal, salarial y de empleo a cargo del Gobierno nacional:

“[...] la actividad del Banco para mantener la capacidad adquisitiva de la moneda debe ejercerse en coordinación con la política económica general [...]”.

El mandato constitucional de preservar la estabilidad de precios en una economía presenta varias ventajas. Una de las más importantes es que, cuando se alcanza dicho objetivo, se protege a los menos favorecidos del impuesto que representa la inflación. En este grupo social, donde los ingresos no pueden ajustarse al mismo ritmo que los precios de la canasta familiar, la aceleración en la inflación termina generándoles fuertes pérdidas en el poder adquisitivo del dinero.

La política monetaria debe velar por la estabilidad de precios en coordinación con una política general, entendida esta última como aquella que propenda por el crecimiento del producto y el empleo. En este contexto, se deben evitar incrementos en la producción superiores a la capacidad instalada del país, ya que, además de generar presiones inflacionarias, ponen en riesgo el crecimiento sostenido de la economía. Por tanto, la política monetaria también debe estar encaminada a estabilizar el producto y el empleo en sus niveles sostenibles de largo plazo.

La estrategia de inflación objetivo, implementada desde el año 2000 por la JDBR, está orientada a cumplir con este mandato constitucional. Con ella, la política monetaria pretende alcanzar y mantener una inflación baja y estable y suavizar las fluctuaciones del producto y del empleo alrededor de una senda de crecimiento sostenido.

Para los años 2000 y 2001 la JDBR estableció metas puntuales de inflación y a partir de 2002 comenzó a anunciar un rango meta para el año siguiente, siempre con el objetivo de reducir el crecimiento de los precios de la canasta familiar y velar por el poder adquisitivo de la moneda. En noviembre de 2001 la JDBR informó que la meta de largo plazo para la inflación era de 3%, y explicó que mantener este objetivo era equivalente a propender por una estabilidad de precios en el país. Fue así como a mediados de

2009 la inflación se situó alrededor del 3%, y partir de 2010 el rango establecido (entre 2% y 4%) ha estado centrado en la meta de largo plazo.

El rango meta de inflación es una estrategia de comunicación, para informar al público que la dinámica de la inflación conlleva incertidumbre y que el control de la misma es un ejercicio sujeto a choques transitorios que no siempre pueden ser contrarrestados por la política monetaria. Estas fluctuaciones temporales no implican una falta de compromiso del banco central con el objetivo de mantener la estabilidad de precios.

Las decisiones de política monetaria se toman con base en el análisis del estado actual y de las perspectivas de la economía, así como de la evaluación del pronóstico y de las expectativas de inflación frente a la meta de largo plazo (3%). De esta forma, la JDBR determina el valor que debe tener su principal instrumento monetario: la tasa de interés de referencia (o tasa de interés de política, o tasa de interés de intervención) con el fin de estabilizar la inflación en 3%. Los principales criterios que tiene en cuenta la JDBR para fijar dicha tasa son los siguientes:

- Cuando el análisis presente y futuro de la inflación, así como de las variables que la explican, indican que esta puede desviarse de 3%, la tasa de interés de intervención se modifica para, en un tiempo prudencial, llevar la inflación a la meta de largo plazo. Cuando la desviación obedece exclusivamente a factores temporales de oferta (como por ejemplo un alza en los precios de los alimentos), y las expectativas de inflación están “ancladas” a la meta, la postura de la política monetaria no sufre modificaciones.
- La tasa de interés de intervención se fija con el fin de mantener un balance apropiado entre el logro de la meta de inflación y el propósito de suavizar las fluctuaciones del producto y el empleo alrededor de su senda de crecimiento sostenido. En este sentido la estrategia de inflación en Colombia es flexible, pues se preocupa por mantener la inflación en 3% y por evitar excesos de gasto o de capacidad productiva.
- La tasa de interés también se determina con el fin de que la política monetaria contribuya a mitigar el riesgo de desbalances financieros, entendidos estos como excesos de apalancamiento o elevados precios de los activos que comprometan la estabilidad financiera del país. Facilitando, de esta forma, que la economía se mueva cerca de su senda de crecimiento sostenido en horizontes de mediano y largo plazos.

Los anteriores criterios son incorporados en las decisiones de política monetaria buscando un balance entre ellos. Así, la tasa de interés de intervención se mueve gradualmente, excepto en condiciones en que, con alta probabilidad (o certeza), la inflación amenace con desviarse considerablemente de la meta o la economía de su senda de crecimiento sostenido.

Otra función del Banco de la República es garantizar la liquidez en la economía, la cual se cumple a diario mediante las operaciones de repos a un día realizados con el sistema financiero, con un costo igual a la tasa de interés de intervención.

POLÍTICA CAMBIARIA

Desde septiembre de 1999 Colombia tiene un sistema de tasa de cambio flexible, según el cual la cotización del peso frente a otras monedas se da mediante la libre oferta y

demanda de divisas en el mercado cambiario. Este régimen, además de ser coherente con la estrategia de inflación objetivo, tiene las siguientes ventajas:

- La flexibilidad cambiaria es deseable en países que con frecuencia enfrentan choques reales. Por ejemplo, fuertes caídas en los términos de intercambio suelen estar acompañadas de devaluaciones nominales que contribuyen a suavizar el choque. Así, los movimientos en el tipo de cambio tienden a acomodar los precios relativos de la economía y hacen que el impacto de los choques sobre la actividad y el empleo sea menor.
- Ante choques externos, gran parte del ajuste lo realiza la tasa de cambio, por lo que la tasa de interés interna de mercado es más estable en un régimen flexible, que en uno de tasa de cambio fija.
- En un régimen de flotación cambiaria las autoridades de una economía pequeña y abierta, como la colombiana, tienen mayor autonomía en su política monetaria, hecho que les permite reaccionar a sus propios ciclos económicos. En caso contrario, cuando se tiene una tasa de cambio fija frente a una moneda de un país desarrollado, la política monetaria estaría supeditada a las decisiones de la autoridad monetaria externa. De esta forma, si los ciclos económicos no están sincronizados, las acciones monetarias del país desarrollado podrían generar efectos negativos sobre el producto y el empleo del país emergente.
- Los descalces cambiarios, que surgen cuando un agente tiene sus ingresos en moneda local y parte de sus pasivos en otra moneda sin ningún tipo de cubrimiento, y que representan un riesgo para la estabilidad financiera de un país, son desincentivados por un sistema de tasa de cambio flexible.
- Con las expectativas de inflación en el punto medio del rango meta, la flexibilidad cambiaria es una herramienta útil de estabilización del producto. De hecho, desde que se implementó este sistema, y a diferencia de lo sucedido en la década de los noventa, la política monetaria ha sido fuertemente contracíclica.

Como se deduce de todo lo anterior, fijar metas sobre el nivel de la tasa de cambio puede ser incoherente con la meta de inflación, debilita el esquema de inflación objetivo y menoscaba la credibilidad de la política monetaria. Adicionalmente, cualquier intento por fijar el tipo de cambio trae consigo riesgos de inestabilidad financiera en la medida en que los agentes económicos no incorporan el riesgo cambiario en sus decisiones de endeudamiento.

No obstante, el Banco de la República como autoridad cambiaria tiene la potestad de intervenir en el mercado de divisas. Así, la estrategia de inflación objetivo bajo un régimen de flexibilidad cambiaria debe evaluar si una política de intervención es coherente con el logro de la meta de inflación en el mediano plazo. De esta manera, el manejo de la tasa de cambio reconoce la importancia de la flexibilidad como un elemento central de dicha estrategia.

Desde que se implementó el régimen de tasa de cambio flexible, el Banco ha participado en el mercado cambiario con intervenciones esterilizadas, sin pretender fijar o alcanzar algún nivel específico de la tasa de cambio. Las principales razones de dichas intervenciones han sido las siguientes:

- Mitigar movimientos de la tasa de cambio que no atiendan claramente al comportamiento de los fundamentos de la economía. Con ello se pretende evitar que posteriores correcciones en la cotización de la moneda pongan en riesgo la meta de inflación.

- Disminuir la volatilidad de la tasa de cambio alrededor de su tendencia.
- Incrementar el nivel de reservas internacionales para reducir la vulnerabilidad externa y mejorar las condiciones de acceso al crédito externo.
- Garantizar la liquidez necesaria en moneda extranjera.

POLÍTICA MONETARIA Y ESTABILIDAD FINANCIERA

La política monetaria también busca evitar desequilibrios financieros, originados, por ejemplo, en episodios de apalancamientos elevados o de toma excesiva de riesgo. Estos generalmente provocan crisis financieras y fuertes fluctuaciones del producto y del empleo. Para enfrentar este tipo de episodios existe una variedad de medidas, donde el uso de un subconjunto específico de las mismas puede justificarse según las condiciones generales de la economía y del problema financiero particular que se quiera enfrentar.

La teoría económica y la experiencia de los países enseñan que uno de los determinantes de la inestabilidad financiera es tener, por períodos prolongados, tasas de interés de política “anormalmente” bajas o altas. En el primer caso (tasas bajas), los agentes tienden a subestimar el riesgo, los precios de los activos pueden crecer por encima de lo sostenible y, en general, se tiende a invertir en activos más riesgosos. Los organismos de crédito, por su parte, aumentan los préstamos como proporción del capital, y algunas veces también disminuyen las exigencias para otorgarlos. Adicionalmente, los participantes en los mercados financieros sustituyen activos seguros por otros de mayor riesgo, buscando obtener un mayor retorno. De esta forma, la economía puede enfrentar elevados niveles de endeudamiento y de riesgo, y se vuelve más vulnerable a los ajustes inesperados en el ingreso, por ejemplo, por pérdidas de empleo.

En el segundo caso, cuando las tasas de interés de política están excepcionalmente altas, la actividad económica y los precios de los activos pueden caer y el desempleo subir, incrementando el riesgo de morosidad o de no pago de los créditos. Si este riesgo se materializa, el incumplimiento de los deudores y los efectos negativos de la caída en los precios de los activos amenazan la solvencia de los establecimientos de crédito y, en general, dificultan el buen funcionamiento de los mercados financieros y de la política monetaria.

Por lo anterior, desviaciones fuertes y prolongadas de la tasa de interés de política de su nivel “normal” pueden incrementar la probabilidad de que se presenten situaciones de inestabilidad financiera. Por tal motivo, mitigar este riesgo de desbalance financiero es uno de los criterios que utiliza la JDBR para fijar el nivel de la tasa de interés de referencia.

Sin embargo, los movimientos en la tasa de política son insuficientes para evitar la conformación de desbalances financieros. Ante un contexto como este, el Banco de la República también puede usar otros instrumentos, si considera que es necesario complementar dicha herramienta para contrarrestar, por ejemplo, posibles excesos de crédito. El uso de estos instrumentos debe hacerse con base en un cuidadoso análisis de costo y beneficio. Adicionalmente, instituciones que comparten el objetivo de estabilidad financiera, como la Superintendencia Financiera, el Ministerio de Hacienda y el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin), pueden adoptar otras medidas para desincentivar estos desbalances.

Por último, el Banco Central como ente emisor debe garantizar el funcionamiento seguro y eficiente de los sistemas de pago, además de ser “prestamista de última instancia”.

CONTENIDO

Introducción	15
I. Contexto internacional	21
A. Evolución reciente de la crisis europea	22
B. Desempeño de los países desarrollados durante el primer semestre de 2012	25
C. Desempeño de las economías emergentes durante el primer semestre de 2012	30
D. Perspectivas para el resto del año y para 2013	32
Recuadro 1: Precios de los bienes básicos	34
II. La economía colombiana: resultados y perspectivas año 2012	37
A. Actividad económica	37
B. Mercado laboral	46
C. Inflación	51
D. Política monetaria, tasas de interés y sector financiero	58
E. Sector externo	77
F. Comportamiento de la economía regional en Colombia	97
Recuadro 2: Respuesta de la política monetaria ante un choque externo negativo: la crisis financiera global de 2008-2009	110
Recuadro 3: Rango meta: ventajas, desventajas e interpretación	112
III. Reservas internacionales	114
A. Políticas de administración del portafolio de inversión	115
B. Composición del portafolio de inversión	119
C. Desempeño de las inversiones	121
D. Estado de las reclamaciones de los eventos crediticios de 2008	121
IV. Situación financiera del Banco de la República	125
A. Estructura financiera del Banco de la República	125
B. Estado de resultados a junio de 2012	128
C. Proyección de ingresos y gastos para el año 2012	131
Recuadro 4: Rendimiento de las reservas y costo de la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario	135
Recuadro 5: Nueva familia de monedas	142

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Índices de volatilidad (Estados Unidos y Europa)	22
Gráfico 2	A. Tasas de interés de los títulos de deuda pública a 10 años para algunos países europeos	23
	B. Índices accionarios para algunas economías europeas	23
Gráfico 3	Inversión extranjera directa y de cartera neta en España	23
Gráfico 4	Precio internacional del petróleo (Brent)	24
Gráfico 5	Precios internacionales de los alimentos	24
Gráfico 6	PIB real de los Estados Unidos	25
Gráfico 7	A. Consumo personal (real) en los Estados Unidos	25
	B. Índice de confianza del consumidor de los Estados Unidos (Conference Board)	25
Gráfico 8	A. Tasa de desempleo en los Estados Unidos	26
	B. Creación neta de empleo no agrícola en los Estados Unidos	26
	C. Duración promedio del desempleo en los Estados Unidos	26
Gráfico 9	A. Índice de producción industrial de los Estados Unidos	26
	B. Índice de sentimiento en el sector manufacturero en los Estados Unidos	26
Gráfico 10	Ventas al por menor en los Estados Unidos	27
Gráfico 11	Construcción de vivienda en los Estados Unidos	27
Gráfico 12	A. Índice de confianza empresarial de la zona del euro	28
	B. Índice de confianza del consumidor en la zona del euro	28
	C. Índices de sentimiento empresarial de la zona del euro (PMI)	28
Gráfico 13	Tasas de desempleo para algunas economías europeas	28
Gráfico 14	A. Ventas al por menor de Alemania	29
	B. Índices de sentimiento empresarial en los sectores de manufacturas y servicios de Francia (PMI)	29
Gráfico 15	PIB real de Japón	29
Gráfico 16	Índice de producción industrial de Japón	30
Gráfico 17	Tasa de crecimiento anual del PIB real de China	30
Gráfico 18	Crecimiento anual para algunas economías emergentes de Asia	30
Gráfico 19	A. Variación anual de las exportaciones para algunas economías de Asia	31
	B. Variación anual de la producción industrial para algunas economías de Asia	31
Gráfico 20	Crecimiento anual del PIB real para algunos países de América Latina	32
Gráfico 21	Tasa de desempleo	47
Gráfico 22	Tasa de desempleo (trimestre móvil desestacionalizado)	47
Gráfico 23	Tasa global de participación y tasa de ocupación para el total nacional y las trece áreas	48
Gráfico 24	Número de inactivos	49
Gráfico 25	Ocupados	49

Gráfico 26	Salarios reales y variación anual	50
Gráfico 27	Empleo por tipo de ocupación	50
Gráfico 28	Variación anual absoluta en el número de ocupados	51
Gráfico 29	Número de ocupados formales e informales	51
Gráfico 30	Tasa de subempleo objetivo	51
Gráfico 31	Inflación total al consumidor	52
Gráfico 32	Indicadores de inflación básica	52
Gráfico 33	Inflación anual de transables y no transables, sin alimentos ni regulados	53
Gráfico 34	Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa	54
Gráfico 35	Inflación observada y expectativas de inflación	54
Gráfico 36	Expectativas de inflación derivadas de los TES	54
Gráfico 37	Inflación anual de regulados y sus componentes	54
Gráfico 38	Inflación anual de alimentos	55
Gráfico 39	IPP total	56
Gráfico 40	Tasa de interés de intervención del Banco de la República y tasa de interés interbancaria (TIB) (2006-2012)	60
Gráfico 41	Tasas de interés pasivas y tasa de interés de intervención del Banco de la República	60
Gráfico 42	Tasas nominales de interés de créditos a hogares y de intervención del Banco de la República	61
Gráfico 43	Tasas nominales de interés de créditos comerciales y de intervención del Banco de la República	61
Gráfico 44	Tasas nominales de interés para microcréditos y de intervención del Banco de la República	62
Gráfico 45	Tasas de intervención del Banco de la República y tasa activa del sistema	62
Gráfico 46	Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de intervención del Banco de la República	62
Gráfico 47	Pendientes de las curvas cero cupón	62
Gráfico 48	Base monetaria real	66
Gráfico 49	Crecimiento porcentual anual de los activos y pasivos de los establecimientos de crédito, y nivel de apalancamiento	66
Gráfico 50	Agregado amplio M3 real	68
Gráfico 51	Cartera e inversiones (brutas)/total de activos	69
Gráfico 52	Variación porcentual de la cartera bruta real	70
Gráfico 53	A. Indicador de mora B. Indicador de calidad de la cartera	72
Gráfico 54	A. Crecimiento real anual de la cartera riesgosa B. Crecimiento real anual de la cartera vencida	73
Gráfico 55	IRL escalado a 7 días	76
Gráfico 56	EMBI Colombia	77
Gráfico 57	Tasas de interés de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos	78
Gráfico 58	Índices de tasas de cambio nominales de algunos países de América Latina	78
Gráfico 59	Tasa de cambio y VIX	79
Gráfico 60	Tasa de cambio nominal y real	83
Gráfico 61	Tasa de cambio real bilateral con los Estados Unidos	83
Gráfico 62	Diferencial de la productividad en la industria vs. ITCR bilateral	84
Gráfico 63	Términos de intercambio	84
Gráfico 64	Exportaciones de petróleo	84

Gráfico 65	Flujos de inversión extranjera directa en Colombia	85
Gráfico 66	Crecimiento anual del consumo total	85
Gráfico 67	ITCR y sus promedios históricos	86
Gráfico 68	Índices de tasa de cambio nominal	86
Gráfico 69	Inflación anual	86
Gráfico 70	Índices de tasa de cambio real	87
Gráfico 71	Tasas de cambio real multilateral	87
Gráfico 72	Inversión extranjera directa en Colombia por ramas de actividad	92
Gráfico 73	Reservas internacionales/M3	96
Gráfico 74	A. Reservas internacionales/amortizaciones del año siguiente	96
	B. Reservas internacionales/servicio de la deuda del año siguiente	96
	C. Reservas internacionales/(déficit de cuenta corriente + amortizaciones) del año siguiente	96
Gráfico 75	A. Reservas internacionales/PIB	97
	B. Reservas internacionales como meses de importaciones de bienes	97
Gráfico 76	Composición de las reservas	115
Gráfico 77	Composición del portafolio de inversión	117
Gráfico 78	Composición del portafolio de inversión por sectores	120
Gráfico 79	Distribución de las inversiones por calificación crediticia	120
Gráfico 80	Composición cambiaria del portafolio de inversión	120
Gráfico 81	Tasas de interés de los títulos del Tesoro de los Estados Unidos	121

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	39
Cuadro 2	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	42
Cuadro 3	Indicadores de inflación al consumidor	53
Cuadro 4	Fuentes de la base monetaria	65
Cuadro 5	Principales cuentas del balance de los establecimientos de crédito	67
Cuadro 6	Oferta monetaria ampliada: M3 público y privado	68
Cuadro 7	Cartera bruta del sistema financiero	69
Cuadro 8	Indicadores de riesgo de crédito	73
Cuadro 9	Saldo del portafolio de TES	74
Cuadro 10	Duración del portafolio de TES	75
Cuadro 11	Ejercicio de sensibilidad	75
Cuadro 12	Tasas de cambio frente al dólar	79
Cuadro 13	Balanza cambiaria	81
Cuadro 14	Índice de tasa de cambio real bilateral	87
Cuadro 15	Balanza de pagos de Colombia	88
Cuadro 16	Balanza de pagos de Colombia	91
	Cuenta de capital y financiera	91
Cuadro 17	Indicadores de las reservas internacionales de Colombia	95

Cuadro 18	PIB de Colombia por regiones	98
Cuadro 19	Distribución del PIB por regiones y actividades económicas en 2010	99
Cuadro 20	Dinámica sectorial del PIB regional	100
Cuadro 21	Composición del índice de referencia del tramo de inversión	116
Cuadro 22	Administradores externos de las reservas	119
Cuadro 23	Balance del Banco de la República clasificado por criterio económico	126
Cuadro 24	Estado de resultados del Banco de la República (enero a junio de 2012)	129
Cuadro 25	Proyección del estado de resultados del Banco de la República, 2012	132

ÍNDICE DE MAPAS

Mapa 1	Regiones de Colombia	98
--------	----------------------	----

INTRODUCCIÓN

A pesar de la gran incertidumbre internacional, la economía colombiana continuó creciendo a tasas superiores a las de su promedio desde 2000. Esto se dio principalmente por el buen desempeño del consumo de los hogares.

Junto con la actividad económica relativamente dinámica, durante el primer semestre de 2012 la inflación ha convergido progresivamente hacia la meta de largo plazo: 3%. Así, pasó de un nivel de 3,73% en diciembre de 2011, a 3,2% en junio de 2012.

Con el fin de evitar un exceso de endeudamiento del sector privado y de llevar la inflación al 3%, la JDBR decidió aumentar sucesivamente en 25 pb en enero y febrero la tasa de intervención, quedando esta en 5,25%. Posteriormente, viendo un mayor debilitamiento de la economía mundial, que ya está afectando la economía nacional, el 27 de julio se decidió reducir en 25 pb la tasa, para llevarla a 5,0%.

La percepción optimista que los mercados internacionales mantuvieron durante el primer trimestre de 2012 acerca de la probabilidad de encontrar una solución a la crisis europea y consolidar la recuperación de la economía de los Estados Unidos, se desvaneció en el segundo trimestre a medida que las tensiones políticas y financieras en Europa se incrementaron y que se conoció que el desempeño económico de los Estados Unidos era inferior al esperado. Esto se reflejó en la pérdida de las valorizaciones de las bolsas, el debilitamiento de la demanda mundial, la reducción de los precios del petróleo y de los alimentos básicos, y el incremento de las primas de riesgo.

La percepción optimista de los mercados en el primer trimestre de 2012 se desvaneció en el segundo debido a las mayores tensiones políticas y financieras en Europa.

El relativo buen comienzo de año obedeció a la confianza que inspiró el nuevo plan de apoyo para Grecia con la participación del sector privado y a la decisión del Banco Central Europeo (BCE) de proveer liquidez abundante a los mercados. Esto se complementó con el buen crecimiento que empezaron a mostrar economías desarrolladas como Alemania y Japón, la mejoría del mercado laboral en los Estados Unidos y los signos de recuperación de la actividad industrial estadounidense. Este clima positivo se deterioró de manera rápida hacia mayo, a raíz de la incertidumbre política de la zona del euro y por la agudización de los problemas del sector bancario en España y la publicación de cifras desalentadoras de crecimiento de los Estados Unidos, haciendo evidente que muchos de los problemas estructurales de esa economía continúan vigentes. Adicionalmente, y como consecuencia del debilitamiento

En medio de una alta incertidumbre y volatilidad internacional, la economía colombiana creció 4,7% durante el primer trimestre de 2012.

de la demanda mundial, China y otras economías de Asia emergente, al igual que Brasil en América Latina, mostraron desaceleraciones importantes en su actividad económica.

El ambiente de nerviosismo económico internacional se apaciguó un poco en la medida en que la incertidumbre política de la zona del euro se redujo y las autoridades europeas comenzaron a avanzar en temas de integración bancaria y el fortalecimiento del fondo de rescate.

En medio de un contexto externo tan incierto y volátil, la economía colombiana ha mostrado una notable estabilidad macroeconómica, lo que ha aumentado su atractivo para la inversión extranjera. Durante el primer trimestre de 2012 el producto interno bruto (PIB) alcanzó un crecimiento anual de 4,7% que, aunque constituye una desaceleración frente al crecimiento de 2011 (5,9%), sigue siendo superior al del promedio de la década de 2000 (4,3%) y similar a lo estimado para la capacidad potencial de la economía.

El crecimiento de la economía colombiana en un ambiente internacional tan complejo tuvo origen en una demanda interna que se mantuvo alta en especial gracias al aumento del consumo de los hogares, que alcanzó el 5,9% y contribuyó con 3,8 puntos porcentuales (pp) al crecimiento trimestral. El dinamismo del consumo se apoyó en la reducción de la tasa de desempleo, la firme confianza de los consumidores y el elevado incremento del crédito de consumo, que en el primer trimestre se expandió a una tasa real anual de 21%, ritmo alto y similar al de los dos trimestres anteriores. En cuanto a la inversión, si bien registró una tasa de crecimiento superior a la del PIB (8,3%), presentó una desaceleración importante frente a 2011. La reducción en el dinamismo de este agregado obedeció a la caída en las obras civiles (-8,1%), que comprende la construcción de infraestructura vial, equipo de transporte y construcciones para minería. Finalmente, durante el primer trimestre los rubros relacionados con el comercio exterior colombiano mostraron los efectos del deterioro de la situación internacional, al registrarse una reducción tanto de la tasa de crecimiento de las exportaciones (6,3% frente a 11,4% en 2011), como de las importaciones (13% frente a 21,5% en 2011). La desaceleración de las ventas externas afectó todos los tipos de bienes, destacándose los de origen minero y los productos industriales. Por su parte, el moderado ritmo de las importaciones se explicó por el menor crecimiento en las compras de bienes de capital, en particular de equipo de transporte, como también por las menores importaciones de materias primas. Desde el punto de vista de las ramas de actividad, se registró una dinámica heterogénea. Algunos sectores, como minería, transporte y servicios financieros mantuvieron ritmos de expansión similares a los alcanzados en 2011, mientras que otras ramas como agricultura, industria, construcción y comercio mostraron desaceleraciones que para la agricultura y la industria fueron significativas, en algunos casos explicadas por problemas de oferta y en otros por el efecto del debilitamiento de la demanda mundial, tal como se detalla más adelante.

Este crecimiento tuvo origen en el comportamiento de la demanda interna y, en especial, del consumo de los hogares, que creció 5,9%.

A pesar de la desaceleración en la actividad económica, las condiciones del mercado laboral continuaron mejorando durante los primeros meses del año frente a lo

En un contexto de una actividad económica relativamente dinámica en el primer semestre del año la inflación ha convergido hacia la meta de largo plazo de 3%, desde un nivel de 3,7% alcanzado en diciembre de 2011.

observado doce meses atrás. Fue así como, según la información del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), en el mes de mayo la tasa de desempleo se ubicó en 10,7% para el total nacional y en 11,9% para las trece áreas metropolitanas, cifras que con respecto al mismo mes de 2011 son menores en 0,5 pp para el primer agregado y mayores en 0,9 pp para el caso de las trece áreas. Además, en lo corrido del año se ha observado que la calidad del empleo viene mejorando. Al respecto, se destaca la dinámica del grupo de asalariados que en las trece áreas metropolitanas crecía hasta el mes de mayo a una tasa promedio de 5,0%, mientras el no asalariado lo hacía a un ritmo de 3,8%. La mayor dinámica del empleo asalariado obedece al impulso que este ha tenido en los sectores de construcción e industria, en contraste con el menor aumento del empleo no asalariado dada la caída en el número de trabajadores domésticos y jornaleros en el sector rural.

En el contexto de una actividad económica relativamente dinámica, la inflación durante el primer semestre de 2012 ha convergido progresivamente hacia el 3% que, como bien se conoce, es la meta de largo plazo fijada por la JDBR. Fue así como de un nivel de 3,73% alcanzado por la tasa de inflación al final de 2011, al concluir el primer semestre de 2012 esta había descendido a 3,2%. Varios factores han contribuido a este descenso. Quizá el más importante ha sido la reducción significativa de las expectativas de inflación, que si bien a finales de 2011 superaban 3,5% en un horizonte de doce meses y desbordaban el 4% en horizontes más largos, hoy se ubican alrededor del 3%. Esta reducción de las expectativas de inflación, que contribuye a moderar los ajustes de precios de numerosos artículos de la canasta familiar, en buena parte es resultado de una política monetaria que ha reafirmado con hechos su compromiso con el control de la inflación.

Entre otros factores que también contribuyeron a la reducción de la inflación durante la primera mitad del año se destaca la disminución de la cotización internacional del petróleo, que le ha permitido al Gobierno moderar los ajustes en el precio de la gasolina y otros combustibles, con lo cual al mes de junio la variación anual del precio de los combustibles ascendía a solo 1,84%, frente a un registro de 4,8% en diciembre. Esto se ha traducido en una reducción en los reajustes de las tarifas de transporte público. Otro factor importante ha sido la moderación de las alzas en el precio de los alimentos, en particular de los perecederos, gracias a la mejora en las condiciones climáticas que ha permitido una oferta agropecuaria abundante. Finalmente, durante el primer semestre las presiones de costos han sido leves, según lo muestra el comportamiento del índice de precios al productor (IPP), cuya variación anual se redujo sustancialmente entre diciembre y junio desde 5,5% hasta -0,69%. La menor presión de costos se explica por el descenso de los precios del petróleo y otras materias primas, así como por la apreciación de la tasa de cambio.

Este comportamiento tuvo como principal factor la disminución de las expectativas de inflación, en buena parte, gracias al resultado de una política monetaria activa y comprometida con el control de la inflación.

Guardando coherencia con el objetivo de mantener una inflación baja y estable y suavizar las fluctuaciones del producto alrededor de una senda de crecimiento sostenido, y sobre la base de un riguroso análisis del estado de la economía y las perspectivas de inflación, en los meses de enero y febrero la JDBR decidió incrementar la tasa de interés de intervención en 25 puntos básicos (pb) cada vez, hasta

Con el fin de prevenir un excesivo endeudamiento y asegurar un crecimiento estable, la JDBR subió 25 pb la tasa de intervención en enero y febrero, para dejarla en 5,25%.

llevarla a un nivel de 5,25%. Las razones para adoptar esa postura, como oportunamente se explicó en los comunicados de la Junta, las minutas de las reuniones y los *Informes sobre inflación*, fueron la necesidad de moderar el incremento de la demanda interna, prevenir un excesivo endeudamiento del sector privado y asegurar un crecimiento de la economía acorde con su potencial.

Las medidas de política monetaria anteriores han contribuido a asegurar la convergencia de la inflación hacia su meta de 3% y a preservar la estabilidad macroeconómica. Sus efectos se han transmitido oportunamente a las tasas de interés del ahorro y del crédito de la economía, lo que ha llevado a una moderación del crecimiento del gasto y del endeudamiento de los hogares.

Posteriormente, en su sesión del 27 de julio de 2012 la JDBR redujo en 25 pb la tasa de interés de intervención para llevarla a un nivel de 5%. Esta decisión se tomó teniendo en cuenta una evaluación detallada del estado actual de la economía colombiana y mundial, las proyecciones de inflación y crecimiento y el análisis de los distintos riesgos. Especial peso tuvo el debilitamiento de la economía mundial mayor al esperado, que ha desacelerado el crecimiento de la economía colombiana a través de una menor demanda externa y la caída de los precios internacionales de los principales productos de exportación, así como el comportamiento favorable de las expectativas de inflación y de su proyección para este año y el siguiente.

Al igual que en años anteriores, la tasa de cambio nominal del peso frente al dólar ha mostrado un comportamiento mixto durante lo corrido de 2012. Así, por ejemplo, entre enero y febrero el peso colombiano presentó una tendencia hacia la apreciación (al igual que otras monedas de la región), ante la disminución de la percepción de riesgo internacional. Entre marzo y abril la tasa de cambio se mantuvo relativamente estable, al presentarse noticias de diversa índole en el nivel global. En el mes de mayo el peso registró una tendencia hacia la depreciación, como resultado del aumento en la percepción de riesgo internacional a raíz de la incertidumbre política en Grecia y de los problemas del sector bancario en España. En junio comenzó a manifestarse de nuevo una presión hacia la apreciación ante algunas decisiones de líderes europeos, las cuales tranquilizaron los mercados.

En cuanto a la tasa de cambio real, que al tener en cuenta los precios relativos externos e internos es un mejor indicador de competitividad que la tasa nominal, han predominado de igual manera las presiones hacia la apreciación. De esta forma, para el período enero-junio tal variable mostraba una revaluación promedio de 3,9%, utilizando el IPP y de 5,1% empleando el índice de precios al consumidor (IPC), llevando el índice de tasa de cambio real a niveles inferiores a sus promedios históricos. Esta tendencia, que es común a varios de nuestros socios comerciales, obedece a la debilidad de la economía mundial, la mayor confianza en las economías emergentes, y a unos términos de intercambio favorables con los consiguientes flujos de capital, en especial de inversión extranjera directa.

En un esfuerzo por moderar la volatilidad de la tasa de cambio y mantener un nivel de reservas internacionales acorde con el tamaño y necesidades de la economía

Posteriormente, en julio la JDBR redujo 25 pb la tasa, dado el debilitamiento de la economía mundial mayor al esperado, que a su vez ha desacelerado la economía colombiana.

Durante el primer semestre del año la tasa representativa del mercado (TRM) ha presentado un comportamiento mixto y volátil, dada la incertidumbre internacional, mientras que la tasa de cambio real ha presentado una tendencia revaluacionista.

colombiana, el Banco de la República ha continuado su política de acumulación de reservas mediante subastas competitivas por montos mínimos de US\$20 millones (m) diarios, programa que según el último anuncio de la JDBR se extenderá hasta por lo menos el 2 de noviembre del presente año. Con este mecanismo, durante el primer semestre del año se acumularon US\$1.959 m, con lo cual a finales de junio el nivel de reservas internacionales alcanzaba los US\$34.272 m. Con esta acumulación de reservas se mantienen indicadores de liquidez internacional en niveles acordes con los patrones recomendados por entidades como el Fondo Monetario Internacional (FMI), y que ubican al país en una posición segura para enfrentar salidas inesperadas de capital originadas por varios factores, tales como el deterioro de los términos de intercambio, pánicos financieros o crisis de financiamiento internacional. Esto contribuye a reducir la vulnerabilidad externa del país y a mantener la confianza en la economía. Entre los indicadores que se muestran en el documento cabe destacar, por ejemplo, la razón de reservas internacionales netas a amortizaciones de la deuda externa durante el año siguiente, que en 2012 es mayor a 1,6, lo que muestra una holgada capacidad de la economía para atender sus obligaciones crediticias con el resto del mundo en caso de que se cierre el acceso a la financiación internacional. Al compararse con otros países de la región, se observa que Colombia tiene indicadores de liquidez internacional similares a los registrados en economías como Chile, México y Brasil.

Adicional a lo anterior, cabe recordar que el 6 de mayo de 2011 el FMI aprobó para Colombia una línea de financiamiento contingente con plazo de dos años por valor de 3,87 mil millones de derechos especiales de giro (DEG), que al 4 de mayo de 2012 equivalía a US\$5,98 mm, y que ofrece un complemento importante de liquidez a la economía colombiana ante la eventualidad de un recorte abrupto del financiamiento externo.

En un ambiente internacional tan incierto y complejo es particularmente difícil definir las perspectivas económicas. En cualquier caso, se espera que el crecimiento económico en la zona del euro en 2012 sea negativo y que las presiones en los mercados de deuda pública continúen afectando la confianza de empresarios y consumidores. No obstante, las recientes medidas anunciadas por los líderes europeos, que propenden por una mayor integración financiera y fiscal, han reducido la probabilidad de una salida desordenada de la crisis. Para el caso de los Estados Unidos todo indica que el aumento del PIB este año y el próximo continuará siendo inferior al de su promedio histórico (2,4% desde 1990), debido a los problemas estructurales que aún persisten, al igual que al menor dinamismo de la demanda global. Por su parte las economías emergentes, incluyendo China, también experimentarán una desaceleración ante los efectos de una menor expansión de las economías avanzadas.

Con el fin de moderar la volatilidad de la TRM y mantener un nivel de reservas internacionales adecuado, la JDBR ha continuado con la compra de montos mínimos de US\$20 m diarios, al menos hasta el 2 de noviembre.

Colombia no estará exenta de los efectos de la crisis internacional, a pesar de la fortaleza de sus fundamentos económicos y de la persistencia que hasta el momento ha demostrado la confianza de consumidores e inversionistas. De acen- tuarse el debilitamiento de la demanda externa, la economía colombiana estará expuesta al contagio, a través de diversos canales, algunos de los cuales operaron

Colombia no estará exenta de los efectos de la crisis internacional, a pesar de la fortaleza de sus fundamentos económicos y de la persistencia que hasta el momento ha demostrado la confianza de consumidores e inversionistas.

con claridad durante la pasada crisis de 2009. Entre ellos cabe resaltar el choque negativo de ingresos que produciría el deterioro de los términos de intercambio y en particular la caída del precio del petróleo, que afecta principalmente los ingresos de la nación. Otro canal que transmite los efectos de la crisis externa es la disminución de las remesas de los trabajadores, lo cual reduce el ingreso de los hogares, situación que, de prolongarse, puede aumentar la tasa de desempleo al incrementar la tasa global de participación, que mide la oferta de trabajo. Otro canal que actuó con fuerza en 2009 es la pérdida de confianza de consumidores e inversionistas, que termina por afectar el consumo de los hogares y la inversión empresarial.

La autoridad monetaria y el Gobierno nacional están atentos a la evolución de la situación externa e interna mediante el monitoreo técnico de las variables económicas, que les permita actuar coordinada y oportunamente de manera contracíclica para aminorar los efectos de la crisis externa sobre la economía colombiana. Si algo han dejado las crisis del pasado es el conocimiento de cómo manejarlas. Esa valiosa experiencia, y características institucionales tan importantes como la flexibilidad de la tasa de cambio, que actúa como un colchón que amortigua los efectos de la crisis externa sobre la economía del país, serán ventajas claves, de llegar a agravarse la situación internacional.

* * * *

El presente *Informe al Congreso* contiene cuatro capítulos. En el primero se describe el contexto internacional, haciendo énfasis sobre la crisis en Europa, y sus efectos sobre los Estados Unidos y las economías emergentes. El segundo capítulo hace un detallado análisis de la economía colombiana, de acuerdo con las cifras disponibles a la fecha, y examinando las perspectivas para el año 2012. En particular, se observa el comportamiento de la actividad económica, del empleo, del sector financiero y de la balanza de pagos. Adicionalmente, se incluye una sección especial que analiza el comportamiento de la economía regional en Colombia. El tercer capítulo estudia el manejo de las reservas internacionales, tema que merece especial atención dada la volatilidad actual de los mercados externos. Finalmente, en el cuarto capítulo se describe la situación financiera del Banco de la República. Como es usual, el documento incluye varios recuadros que profundizan el análisis de temas técnicos considerados de especial relevancia para entender la situación económica actual y el diseño de la política monetaria.

I. CONTEXTO INTERNACIONAL

Durante el primer trimestre de 2012 las acciones implementadas por las autoridades europeas ayudaron a disminuir la incertidumbre sobre la evolución de la crisis de deuda pública de la región. Lo anterior estuvo acompañado por un desempeño mejor al esperado en algunas economías desarrolladas, que generó una ola de optimismo global.

Sin embargo, a partir de mayo el recrudecimiento de las tensiones políticas, económicas y financieras de la zona del euro incrementaron de nuevo la percepción de riesgo global y deterioraron la confianza de empresarios y consumidores. Esto, junto con el mayor contagio de la crisis europea hacia otras economías ha reducido las perspectivas de crecimiento mundial para este año y el próximo. En este contexto, las autoridades europeas han avanzado en políticas para fortalecer la economía de la región.

El relativo optimismo sobre la evolución de la crisis europea que prevaleció a comienzos de año se ha ido diluyendo en los últimos meses por el recrudecimiento de las tensiones políticas, económicas y financieras de la región. Es así como a pesar de que durante el primer trimestre de 2012 el crecimiento de algunas economías desarrolladas, sorprendió al alza como en Japón y Alemania, otros hechos han ratificado la desaceleración global que se anticipaba.

Los países más vulnerables de la zona del euro se contrajeron de nuevo durante dicho período, confirmando la débil situación por la que atraviesan, al tiempo que la información reciente señala un menor dinamismo en las economías de los Estados Unidos, Alemania, China y Brasil. Adicionalmente, el PIB de los Estados Unidos para el primer trimestre del año fue revisado a la baja, hecho que el mercado no anticipaba; y la moderación observada en la expansión de algunas economías emergentes, como China y Brasil, se ha dado a un ritmo mayor que el previsto.

La información disponible para el segundo trimestre sugiere que la actividad económica global se ha seguido desacelerando, en especial la relacionada con

A partir de mayo las mayores tensiones políticas, económicas y financieras en la zona del euro disminuyeron la confianza sobre la evolución de la crisis europea.

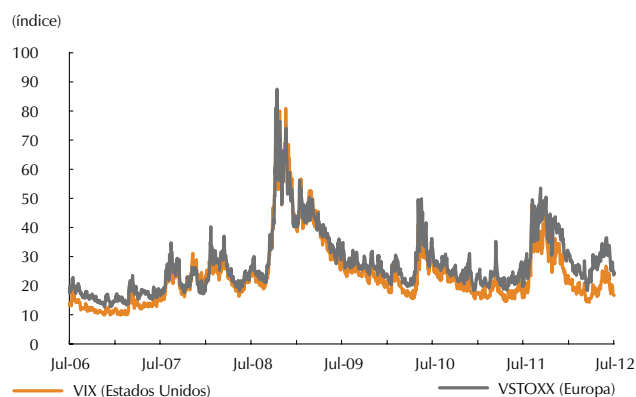
la industria y el comercio internacional, en parte, debido a un mayor contagio de la crisis europea. Así, las economías emergentes, en especial las asiáticas, cuyos vínculos comerciales son más fuertes con la zona del euro, muestran señales claras de desaceleración.

A. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA CRISIS EUROPEA

Las acciones implementadas por el BCE entre diciembre de 2011 y febrero de 2012, las cuales brindaron liquidez al sistema financiero europeo, ayudaron a reducir las tensiones que se venían presentando en la región. Asimismo, la aprobación de un nuevo plan de ayuda a Grecia durante los primeros meses del año, con una mayor participación del sector privado, permitió recuperar, en parte, la confianza en la zona del euro y generaron la expectativa de que la crisis se estaría conteniendo. Este entorno favorable en Europa estuvo acompañado por datos positivos en el mercado laboral de los Estados Unidos, al igual que por un mayor dinamismo de su sector industrial, cifras que llevaron a los principales analistas a incrementar su pronóstico de crecimiento para dicho país en 2012.

Sin embargo, a partir de mayo la incertidumbre retornó a los mercados internacionales (Gráfico 1), como consecuencia del incremento en las tensiones políticas de la región y de la debilidad evidente de la banca comercial española. En concreto, la primera ronda electoral en Grecia, que terminó con resultados inconclusos, aumentó la probabilidad de una salida de dicho país de la unión monetaria. No obstante, con las elecciones de junio la especulación se redujo tras la escogencia de un gobierno que apoya la permanencia de Grecia en la zona del euro.

Gráfico 1
Índices de volatilidad (Estados Unidos y Europa)



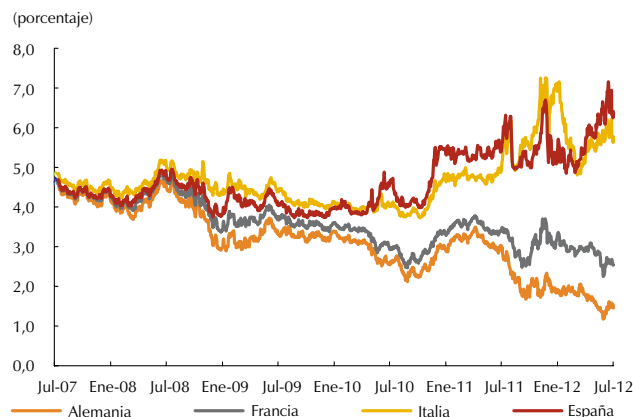
Fuente: Bloomberg.

Asimismo, en las economías más endeudadas de la región las tensiones financieras han aumentado, lo que se ha reflejado en mayores primas de riesgo y en un deterioro tanto de los mercados de deuda pública¹ y de renta variable (Gráfico 2), como de la confianza de empresarios y consumidores. El aumento en las tasas de interés de los títulos de deuda pública compromete las metas fiscales de dichos gobiernos, en tanto sus costos de financiamiento se encarecen. Todo lo anterior estaría afectando las economías ya de por sí débiles, acentuando así la recesión por la que atraviesan. Así, por ejemplo, en Grecia la incertidumbre sobre

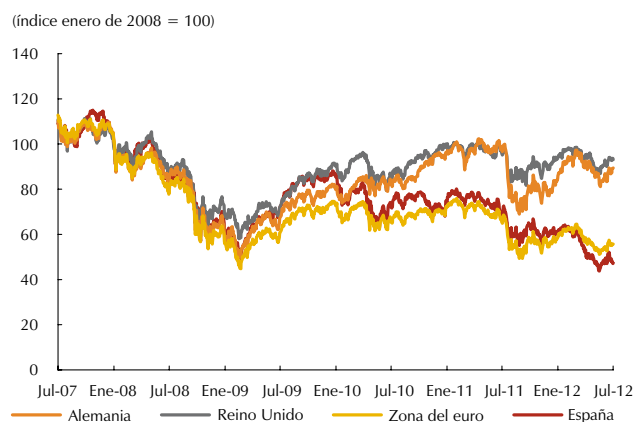
1 Las subastas de deuda pública por parte de España e Italia, llevadas a cabo durante el primer trimestre del año, se caracterizaron por colocar montos superiores a los máximos esperados, con tasas de interés inferiores a las de finales de 2011. El éxito de estas emisiones se dio en un entorno de amplia liquidez, generada por los préstamos a tres años del BCE. Sin embargo, en los últimos meses el aumento en la incertidumbre ha incrementado de nuevo los costos de emisión de dichos países y ha reducido la demanda por sus títulos de deuda pública, al punto que en las últimas subastas no se han podido colocar los montos máximos esperados.

Gráfico 2

A. Tasas de interés de los títulos de deuda pública a 10 años para algunos países europeos

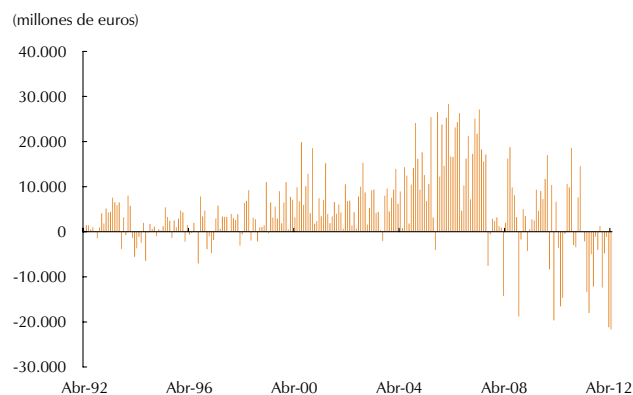


B. Índices accionarios para algunas economías europeas



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3
Inversión extranjera directa y de cartera neta en España
(año corrido)



Fuente: Datastream.

su permanencia en la zona del euro ha generado una disminución de los depósitos bancarios, situación que amenaza, aún más, la estabilidad financiera del país.

Mientras que en España, según su banco central, se han observado salidas de capitales tanto de corto como de largo plazos (Gráfico 3). A la vez que la alta exposición de la banca comercial al mercado inmobiliario (que completa varios años en crisis), forzó al Gobierno a intervenir uno de los principales bancos de España y a solicitar recursos al fondo de rescate de la región². Sumado a ello, en los últimos meses diversas agencias calificadoras redujeron fuertemente sus notas crediticias a un gran número de bancos comerciales. Sin embargo, tras la reunión de la Comisión Europea (CE) en Bruselas los días 28 y 29 de junio, donde se aprobó la posibilidad de una capitalización directa de la banca española³ mediante el uso de los recursos de los fondos de rescate de la región, se redujo la incertidumbre en el corto plazo.

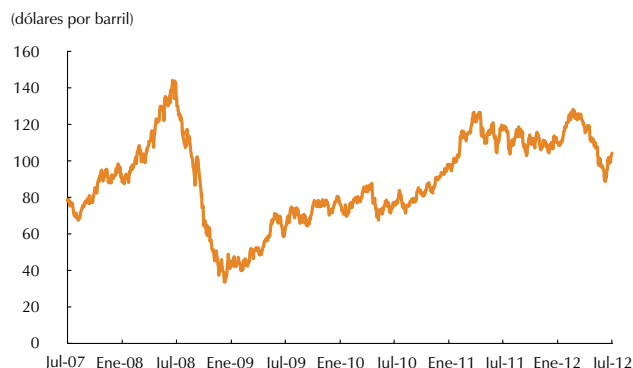
A pesar de las medidas anunciadas, las presiones en el mercado de deuda pública española han continuado, debido a la incertidumbre sobre las condiciones del préstamo a la banca comercial y al posible aumento de la deuda pública de dicho país. El pasado 20 de julio, con la Declaración del Eurogrupo, se dejó en claro que el garante de los préstamos sería el gobierno español, por lo que en caso de quiebra de alguno de los bancos que solicite ayuda, el fisco debería responder por dichos recursos, en cuyo caso la deuda pública aumentaría y comprometería las metas fiscales de dicho país.

De otro lado, las autoridades europeas aprobaron un plan de €120.000 m (equivalentes al 1% del PIB de la región) para incentivar el crecimiento económico. De esta forma, las autoridades económicas y políticas europeas han comenzado a hablar sobre una posible

2 Hasta finales de junio la ayuda solicitada por España implicaba un aumento considerable de su deuda pública, que la podría elevar al 90% de su PIB para este año.

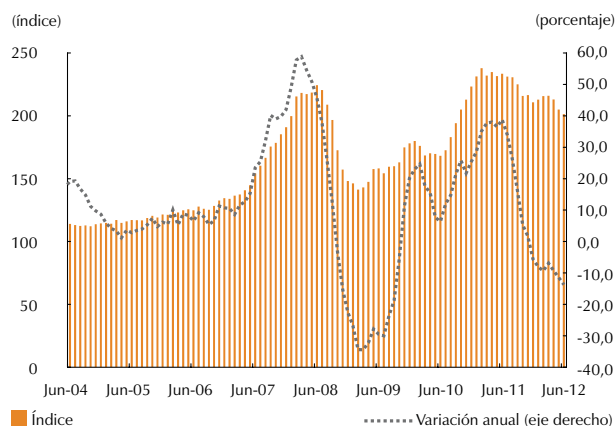
3 Lo cual está sujeto al establecimiento de un mecanismo único y efectivo de supervisión financiera, en el que el BCE tenga participación, iniciativa que se materializaría hacia finales de 2012. Mientras tanto, los primeros tramos de ayuda para la banca española se realizarán por medio del gobierno de dicho país y, una vez se cree el organismo de supervisión, se harán directamente.

Gráfico 4
Precio internacional del petróleo (Brent)



Fuente: Datastream.

Gráfico 5
Precios internacionales de los alimentos



Fuente: Organización para la Alimentación y la Agricultura (FAO, por su sigla en inglés)

integración bancaria y están diseñando una agenda para reactivar el crecimiento económico. Si estas medidas se toman de manera rápida y logran convencer a los mercados de que su alcance es suficiente para estabilizar la economía de la región y conducirla a la recuperación, la incertidumbre en los mercados financieros podría reducirse y la confianza dejaría de deteriorarse, lo cual incrementaría el margen de maniobra a los gobiernos que actualmente están sufriendo de mayores presiones, como el de España.

Finalmente, la desaceleración de la demanda global, unida a las menores tensiones geopolíticas en Oriente Medio y el Norte de África y al buen comportamiento de los inventarios de crudo en los Estados Unidos, han reducido las presiones en los mercados internacionales del petróleo, disminuyendo así sus cotizaciones desde los niveles alcanzados a mediados de marzo (Gráfico 4). De igual manera, el menor dinamismo de la demanda ha reducido los precios internacionales de los alimentos (Gráfico 5), reduciendo así las presiones inflacionarias que enfrentaban algunas economías emergentes, en especial de Asia.

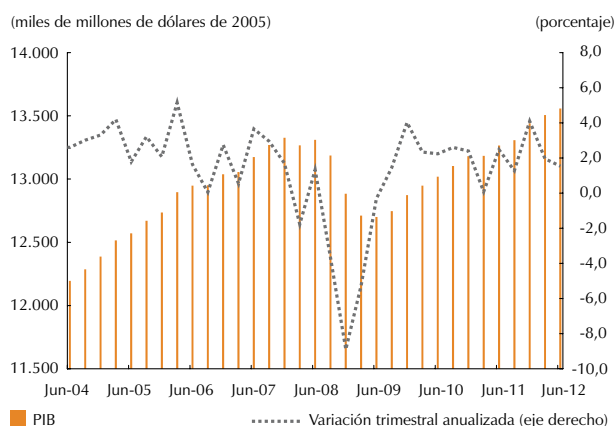
De esta forma, las menores presiones inflacionarias darían un mayor margen de maniobra a los bancos centrales para mantener políticas laxas, permitiendo así que el BCE mantenga su tasa de intervención en mínimos históricos⁴, ante la posibilidad de un recrudecimiento de la crisis de la zona del euro. Sin embargo, para el caso de las economías exportadoras de mate-

rias primas, las menores cotizaciones internacionales tendrían efectos negativos sobre sus ingresos externos y sobre su actividad real.

En resumen, la situación europea claramente se ha deteriorado en los últimos meses, por lo que en una economía ya de por sí débil, una caída en la confianza y un aumento en las restricciones financieras podrían profundizar la crisis y acentuar los problemas de los países de la periferia. Aunque las autoridades han tomado medidas para evitar un colapso económico y financiero en la región, es necesario que se siga avanzando de manera rápida y eficiente en los temas de integración y de estímulo al crecimiento para recuperar la confianza y restablecer el dinamismo de la zona.

4 Vale la pena resaltar que en el segundo trimestre el BCE no ha comprado deuda de los países endeudados de la región; sin embargo en los últimos días de julio, el presidente de BCE, Mario Draghi, dejó clara su disposición para salvaguardar el euro, por lo que es de esperarse que tomen nuevas medidas de estímulo en los próximos meses.

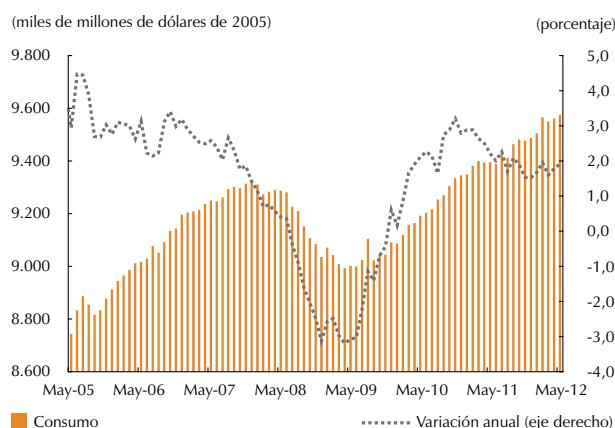
Gráfico 6
PIB real de los Estados Unidos



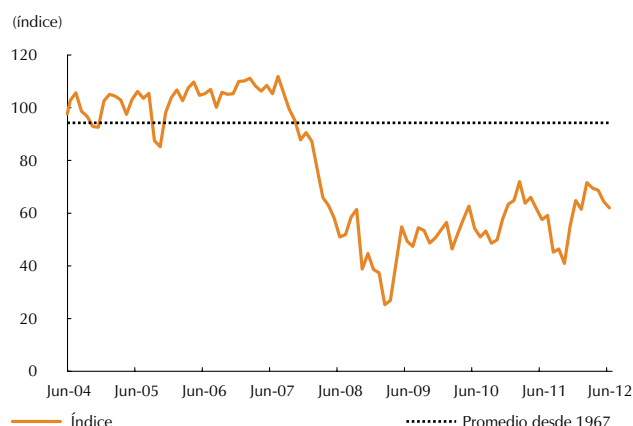
Fuente: Bureau of Economic Analysis.

Gráfico 7

A. Consumo personal (real) en los Estados Unidos



B. Índice de confianza del consumidor de los Estados Unidos (Conference Board)



Fuentes: Bureau of Economics Analysis y Datastream.

B. DESEMPEÑO DE LOS PAÍSES DESARROLLADOS DURANTE EL PRIMER SEMESTRE DE 2012

1. Los Estados Unidos

En los primeros seis meses del año la economía de los Estados Unidos mantuvo un ritmo de expansión moderado e inferior al de su promedio histórico (3,3% trimestral anualizado [ta] desde 1947 y 2,4% entre 1990 y 2007), evidenciando que los problemas estructurales que impiden un mayor crecimiento aún permanecen en la economía. Así, a pesar de que en los últimos meses el mercado de vivienda ha mostrado síntomas de recuperación, aún dista mucho de los niveles alcanzados en los años previos a 2008.

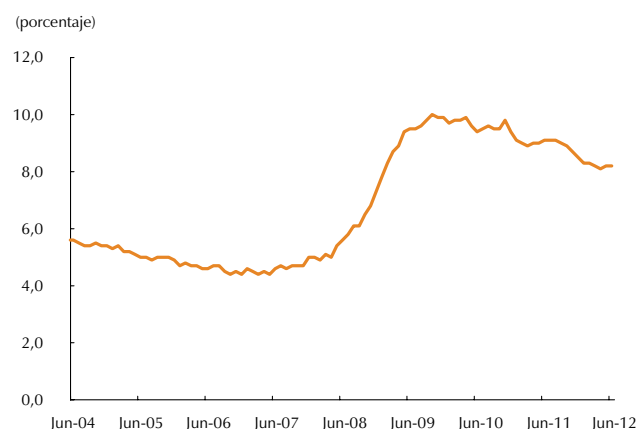
Durante el segundo trimestre de 2012 dicha economía se expandió 1,5% ta, cifra inferior a la registrada en los primeros tres meses del año, cuando la producción creció 2% ta (Gráfico 6). El menor dinamismo se explica principalmente por la desaceleración del consumo, el cual pasó de expandirse 2,5% ta en el primer trimestre a 1,5% ta entre abril y junio, al igual que por la contracción del gasto del Gobierno (-1,4% ta), que completó nueve trimestres en terreno negativo. Pese a ello, el crecimiento de la inversión interna se aceleró, al pasar de 6,1% ta a 8,5% ta. La mayor expansión se debió en especial a un incremento en la acumulación de inventarios. De manera similar, las exportaciones crecieron 5,3% ta frente a 4,4% en el primer trimestre de 2012, mientras las importaciones pasaron de 3,1% a 6%.

Algunos indicadores ya venían mostrando la moderación de la actividad económica. Es así como, con cifras a mayo, el consumo de los hogares seguía creciendo en términos anuales, pero con una tendencia hacia la desaceleración. De hecho, aunque el aumento del consumo ha estado acompañado por una recuperación del crédito (que completó once meses expandiéndose), la confianza de los consumidores se ha deteriorado en los últimos meses, dadas las condiciones laborales negativas y la mayor incertidumbre internacional (Gráfico 7).

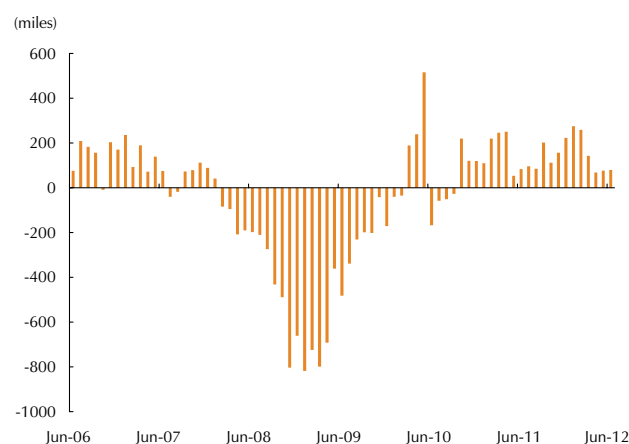
En el mercado laboral la tasa de desempleo aumentó ligeramente en mayo (y permaneció así en junio), pasando de 8,1% a 8,2%, después de la tendencia decreciente

Gráfico 8

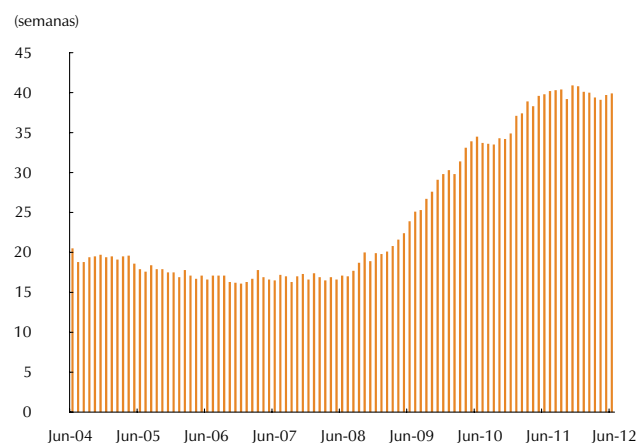
A. Tasa de desempleo en los Estados Unidos



B. Creación neta de empleo no agrícola en los Estados Unidos



C. Duración promedio del desempleo en los Estados Unidos



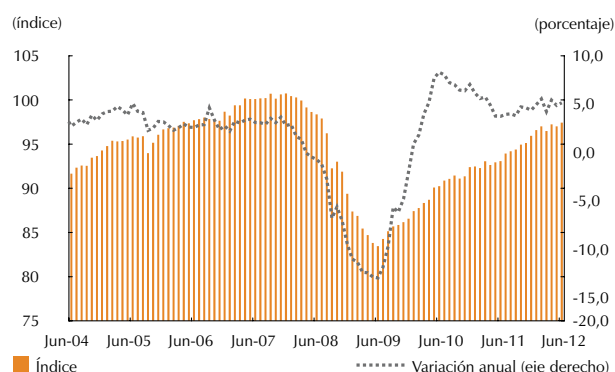
Fuentes: Datastream y Bloomberg.

observada entre agosto de 2011 y abril de 2012, lo que sugiere que en los próximos meses la recuperación en dicho sector podría ser lenta. Asimismo, la creación neta de empleo en los sectores no agrícolas se desaceleró, al pasar de 275.000 puestos de trabajo en enero a 80.000 en junio. En cuanto a la duración promedio del desempleo, esta se mantiene por encima de las 39 semanas, aunque con una tendencia decreciente. Por otro lado, las solicitudes iniciales de seguro de desempleo rondan las 370.000 y en algunas semanas han sorprendido al alza (Gráfico 8).

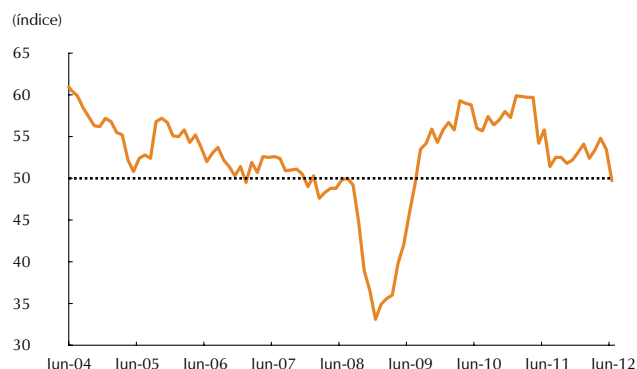
Por su parte, con información a junio, la producción industrial siguió expandiéndose a una tasa anual cercana al 5%. Sin embargo, en este mismo mes el índice de sentimiento manufacturero pasó a terreno negativo, dando señales de que la producción estadounidense se podría desacelerar en los próximos meses (Gráfico 9).

Gráfico 9

A. Índice de producción industrial de los Estados Unidos

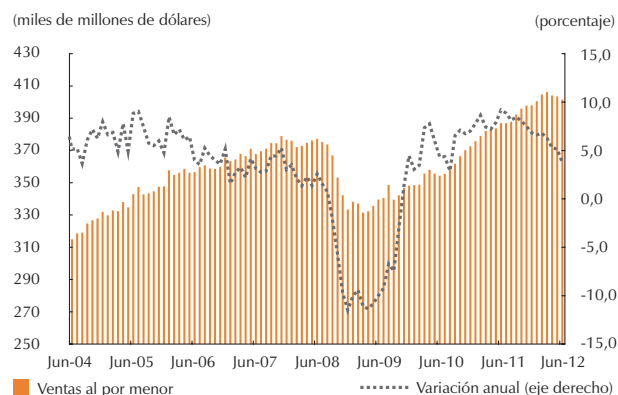


B. Índice de sentimiento en el sector manufacturero en los Estados Unidos



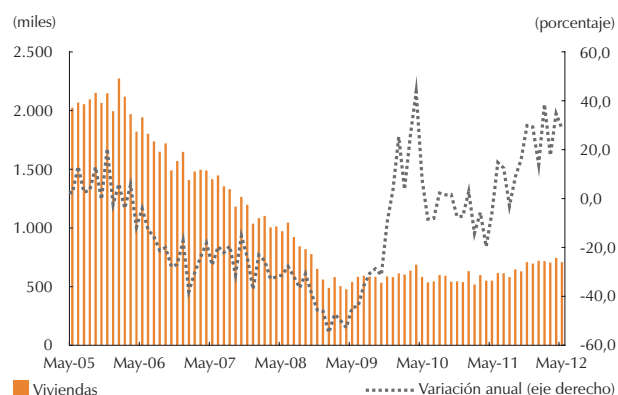
Fuente: Datastream.

Gráfico 10
Ventas al por menor en los Estados Unidos



Fuente: Datastream.

Gráfico 11
Construcción de vivienda en los Estados Unidos



Fuente: Datastream.

En cuanto a las ventas al por menor, el registro de junio evidencia que la tendencia decreciente presentada desde comienzos de 2012 continúa (Gráfico 10), no obstante, el mercado de vivienda ha empezado a mostrar signos positivos, como lo evidencian algunos indicadores del sector (Gráfico 11).

El entorno actual de moderado crecimiento económico, baja recuperación en el mercado laboral y estabilidad en la inflación, ha permitido a la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) mantener una política monetaria expansiva, con tasas de interés en niveles históricamente bajos. De hecho, en la reunión de los presidentes de la Reserva Federal de junio, se mantuvo el nivel objetivo de la tasa de interés de política y se extendió la operación *Twist* (donde la Fed vende títulos de corto plazo y compra unos de un vencimiento mayor) por lo menos hasta finales de año, con el fin de reducir aún más las tasas de interés de largo plazo y mejorar las condiciones crediticias.

En este contexto debe tenerse en cuenta que, a pesar de que los menores precios internacionales del petróleo observados recientemente podrían dinamizar el gasto de los consumidores, un empeoramiento de la situación europea podría afectar la economía de los Estados Unidos, al deteriorarse aún más la confianza de los hogares, así como las restricciones crediticias globales.

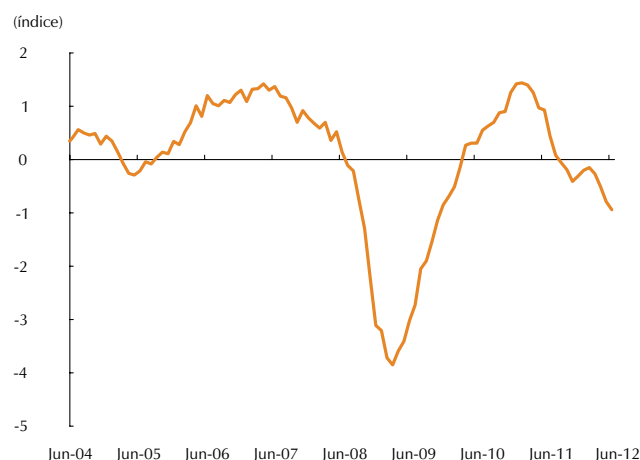
2. Zona del euro

En el primer trimestre del año el PIB de la zona del euro se expandió 0%, tanto en la comparación trimestral como en la anual. Aunque la cifra fue superior a la esperada por los analistas, debido al mayor crecimiento de Alemania, los países endeudados de la región se contrajeron de nuevo, dejando en evidencia los problemas estructurales que aún enfrentan. En particular, la expansión trimestral de Alemania fue 0,5%, dato superior al -0,2% registrado un trimestre atrás. En Francia, fue 0% en el primer trimestre de 2012, frente a un aumento de 0,1% en el último trimestre de 2011. Por su parte, durante dicho período las economías de España, Italia y Portugal en términos trimestrales se contrajeron 0,3%, 0,8% y 0,1%, respectivamente, completando así varios períodos de retroceso en su nivel de producción.

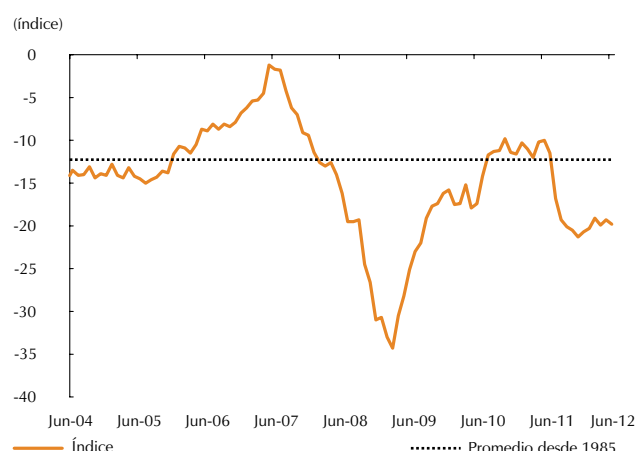
Para el segundo trimestre los indicadores de actividad real, como la confianza de empresarios y consumidores y los índices de sentimiento en los sectores de

Gráfico 12

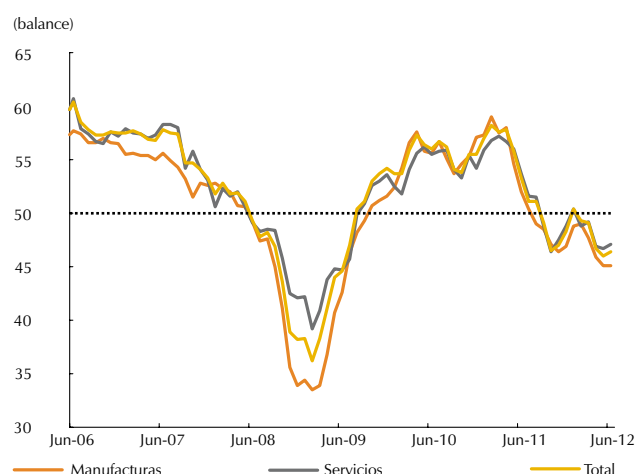
A. Índice de confianza empresarial de la zona del euro



B. Índice de confianza del consumidor en la zona del euro



C. Índices de sentimiento empresarial de la zona del euro (PMI)^{a/}



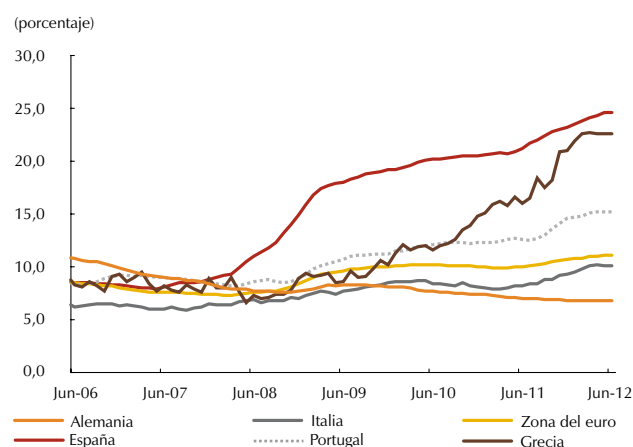
a/ Purchasing managers index.
Fuentes: Datastream y Bloomberg.

manufacturas y servicios, muestran que la economía de la región ha seguido deteriorándose, anticipando una nueva caída de la producción, similar a la de finales de 2011 (Gráfico 12). En lo que respecta al mercado laboral, la tasa de desempleo para la zona del euro se situó en 11,1% en junio, cifra que representa un aumento frente a los meses anteriores. Adicionalmente, las condiciones crediticias se han seguido estrechando, evidenciando la renuencia de los bancos comerciales a reactivar el crédito.

De esta forma, en las economías más endeudadas los índices de sentimiento en los sectores de manufacturas y servicios, al igual que la producción industrial y las ventas al por menor, continúan deprimidos y aún no se vislumbran señales de recuperación. La falta de dinamismo en la actividad real de estas economías no solamente ha seguido afectando el mercado de trabajo (España continuó siendo la economía con la mayor tasa de desempleo, 24,6% en junio, seguida de Grecia y Portugal, con 22,6% y 15,2%, respectivamente; Gráfico 13); y está comprometiendo de nuevo las metas fiscales, lo que haría necesario implementar nuevos ajustes. Sin embargo, el menor estímulo fiscal podría tener efectos contractivos en el corto plazo, afectando aún más el comportamiento de estas economías.

De la misma manera, el desempeño de algunos indicadores en Alemania y Francia podría evidenciar el efecto que sobre dichas economías está teniendo la contracción

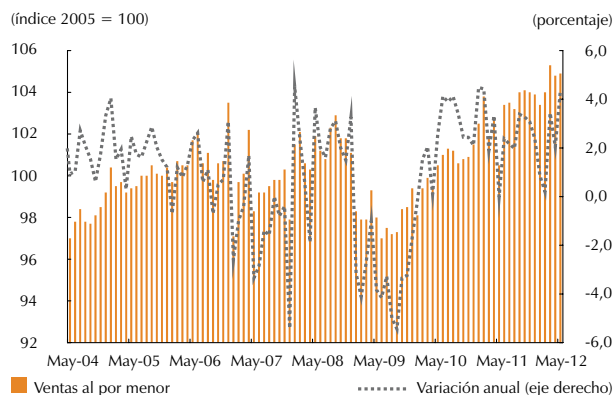
Gráfico 13
Tasas de desempleo para algunas economías europeas



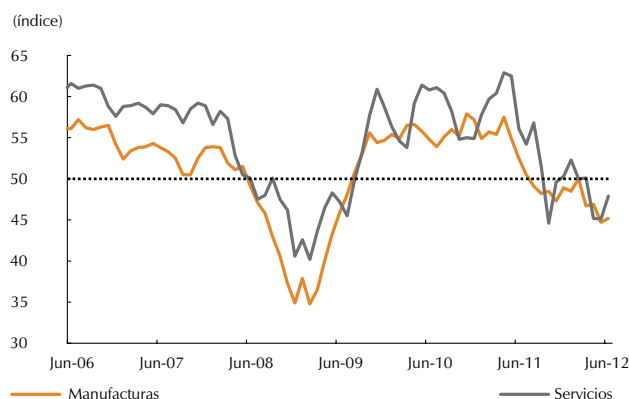
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 14

A. Ventas al por menor de Alemania

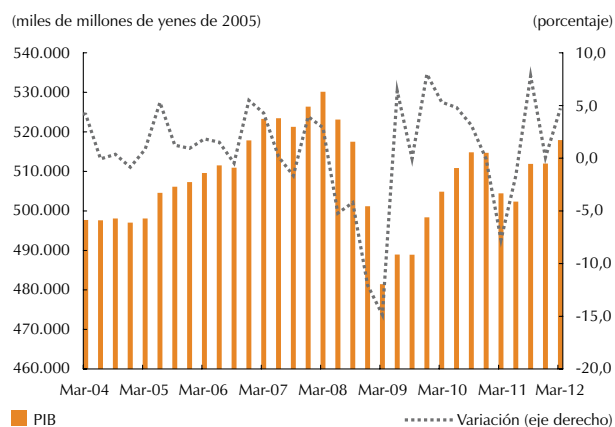


B. Índices de sentimiento empresarial en los sectores de manufacturas y servicios de Francia (PMI)^{a/}



a/ Purchasing managers index.
Fuentes: Datastream y Bloomberg.

Gráfico 15
PIB real de Japón



Fuente: Datastream.

de los países de la periferia. En Alemania, aunque en mayo las ventas al por menor crecieron 4,4% anual, el índice de sentimiento en el sector manufacturero completó en junio varios meses deprimido, anticipando una desaceleración en la actividad industrial. Por su parte, en Francia los índices de sentimiento en los sectores de manufacturas y servicios mostraron, en mayo, de nuevo señales de contracción (Gráfico 14).

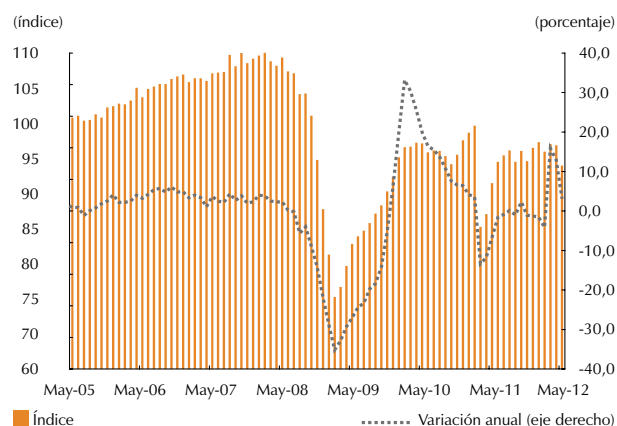
3. Japón

En el primer trimestre del año la economía japonesa creció 4,7% ta, cifra que representa una aceleración respecto a los últimos tres meses de 2011, cuando la economía se expandió 0,1% ta (Gráfico 15) Por tipo de gasto, todos los componentes de su PIB crecieron a una tasa mayor que en el último trimestre de 2011, lo que en parte obedeció a una demanda interna dinámica (consumo privado y gasto del gobierno dirigido a la reconstrucción de las áreas afectadas por el terremoto) y a que las exportaciones mejoraron gracias a la reactivación en la cadena de suministros de la región, la cual se había interrumpido por las inundaciones en Tailandia.

En el frente externo, aunque el balance en cuenta corriente se mantiene positivo, este se ha deteriorado en los últimos meses, como consecuencia del mayor déficit en la balanza de bienes y servicios. El desastre natural de marzo del año pasado, que conllevó al cierre de distintas plantas nucleares (entre estas Fukushima y Hamaoka), disminuyó la generación de energía en dicho país, obligándolo a importar este recurso para suplir la demanda interna, afectando así la balanza comercial de su economía.

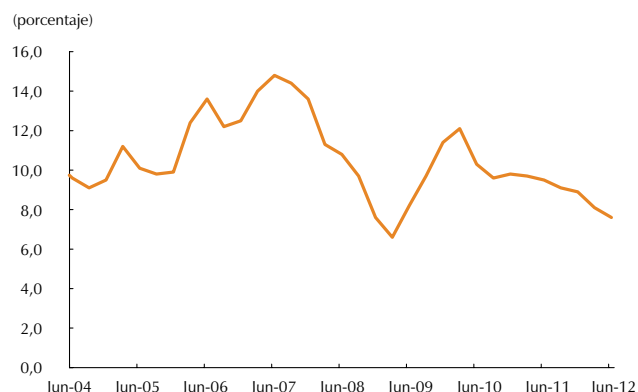
En mayo, aunque la producción industrial se expandió 3,1% en términos anuales, su nivel se redujo en relación con meses anteriores (Gráfico 16). Esto, sumado al deterioro de los indicadores de opinión de la industria manufacturera, anticipa un nuevo debilitamiento de la economía japonesa, la cual estaría siendo contagiada por el menor dinamismo de la actividad mundial (las exportaciones en abril crecieron menos de lo esperado). La alta tasa anual de mayo responde a una baja base de comparación en 2011, como consecuencia del desastre natural del año anterior. Finalmente, cabe

Gráfico 16
Índice de producción industrial de Japón



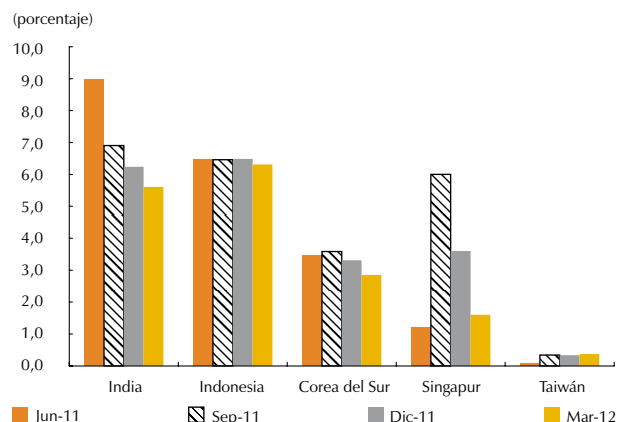
Fuente: Datastream.

Gráfico 17
Tasa de crecimiento anual del PIB real de China



Fuente: Datastream.

Gráfico 18
Crecimiento anual para algunas economías emergentes de Asia



Fuente: Datastream.

resaltar que hacia finales de mayo la agencia Fitch bajó la calificación del país de AA a A+, argumentando un creciente y elevado nivel de su deuda pública.

C. DESEMPEÑO DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES DURANTE EL PRIMER SEMESTRE DE 2012

1. Asia emergente

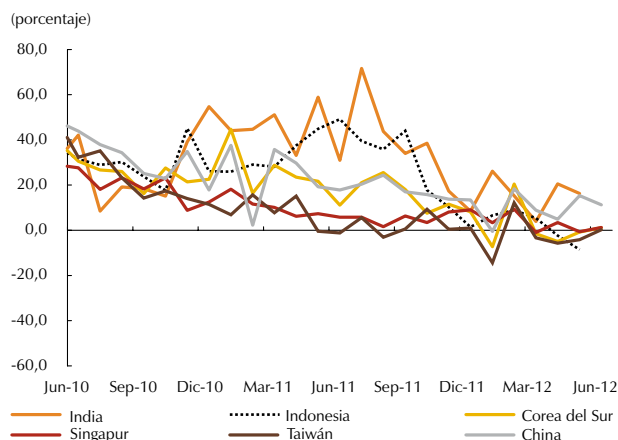
Durante el primer semestre de 2012 la actividad económica en las principales economías emergentes de Asia continuó desacelerándose, debido al menor dinamismo de la demanda externa y a la normalización en el gasto local. Lo anterior se evidencia en el comportamiento de la actividad industrial y de las exportaciones, indicadores cuyo crecimiento se ha moderado.

En términos anuales, el PIB de China se expandió 7,6% en el segundo trimestre de 2012, después de haberlo hecho 8,1% en los primeros tres meses del año (Gráfico 17). Por su parte, con información al primer trimestre, en India la producción creció 5,6%, en Indonesia 6,3%, en Corea del Sur 2,8%, en Singapur 1,6% y en Taiwán 0,4%. Estas cinco economías presentaron una desaceleración en su crecimiento con respecto al cuarto trimestre de 2011, cuando se expandieron 6,2%, 6,5%, 3,3%, 3,6% y 0,3%, respectivamente (Gráfico 18). La única economía de la región que experimentó una aceleración en su producción fue Tailandia, cuyo crecimiento pasó de -8,9% a 0,3% debido a la normalización en la cadena de suministros, tras superar las inundaciones experimentadas en el último trimestre de 2011.

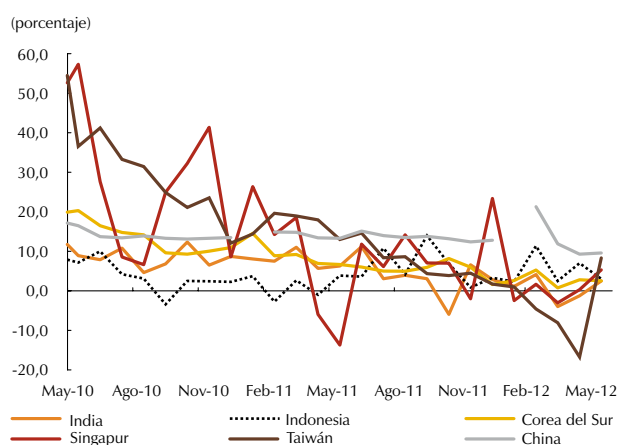
Los indicadores para el segundo trimestre del año no muestran un cambio en estas tendencias, pues en términos generales las exportaciones han seguido desacelerándose y el crecimiento de la industria se ha estancado (Gráfico 19). En el caso específico de China las exportaciones crecieron 11,3% en junio, cifra significativamente inferior a la registrada durante 2011, cuando las ventas externas en promedio crecieron 25,6%. Por su parte, su producción industrial también ha perdido dinamismo, pues en junio creció 9,5%, cifra inferior a la promedio de 2011, cuando el sector se expandió 13,7%.

Gráfico 19

A. Variación anual de las exportaciones para algunas economías de Asia



B. Variación anual de la producción industrial para algunas economías de Asia



Fuente: Bloomberg.

En otros países como Corea del Sur, Indonesia, Taiwán y Singapur las exportaciones se han contraído en algunos meses, y su crecimiento promedio en el primer semestre del año es significativamente inferior al de 2011. De forma similar, su producción industrial evidencia tasas inferiores a las del año anterior, y un estancamiento mensual en algunos de estos.

El menor dinamismo de la demanda, tanto interna⁵ como externa, ha reducido las presiones inflacionarias que se presentaron en el primer trimestre de 2011, lo que ha permitido que los bancos centrales de la región mantengan una política monetaria laxa, ya sea mediante la disminución de encajes (como en China⁶), o con la reducción en las tasas de interés de intervención, como lo hizo la autoridad monetaria de India en abril pasado.

Sumado a que para el año 2012 los analistas anticipaban un enfriamiento de estas economías, la reciente evolución de la crisis europea podría estar afectando en mayor medida el dinamismo de los países asiáticos.

2. América Latina

Las economías de la región, con excepción de Brasil, han seguido expandiéndose a una tasa cercana a la promedio de las últimas dos décadas, apoyadas en el buen dinamismo de su demanda interna, al igual que en unos términos de intercambio y un financiamiento externo aún favorables. Sin embargo, la desaceleración en la demanda global, las mayores tensiones en

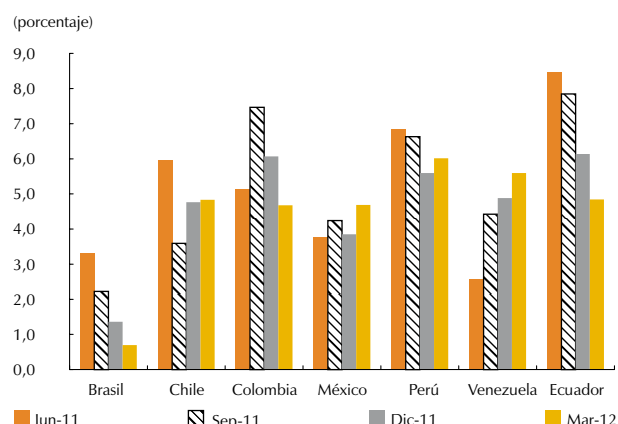
los mercados internacionales de capital y el menor dinamismo de Brasil, podrían afectar este comportamiento en los próximos meses.

Con cifras al primer trimestre de 2012, en términos anuales el PIB se expandió 4,7% en México, 4,8% en Chile, 6,0% en Perú y 5,6% en Venezuela (Gráfico 20). En estas cuatro economías la producción se aceleró con respecto al último trimestre del

⁵ Por ejemplo, en mayo las ventas chinas al por menor crecieron 13,8% anual en términos nominales, cifra inferior a la de los dos meses anteriores y al promedio de 2011, cuando se expandieron en promedio 17,4%. Asimismo, en gran parte del país los precios de la vivienda han continuado disminuyendo, lo cual podría estar explicando el menor dinamismo de la demanda interna, en especial de la inversión en el sector inmobiliario.

⁶ Como parte de esta estrategia, en China las autoridades monetarias redujeron la tasa de interés de intervención a comienzos de junio.

Gráfico 20
Crecimiento anual del PIB real para algunos países de América Latina



Fuente: Datastream.

año anterior, lo que evidencia el continuo dinamismo de estos países, a pesar del menor crecimiento en otras regiones. Por su parte, durante el mismo período la economía de Brasil se expandió 0,7% en relación con un año atrás; cifra inferior a la del último trimestre de 2011 (1,4% anual). Asimismo, la producción en Ecuador se desaceleró en el primer trimestre del año, pasando de expandirse 6,1% anual en el cuarto trimestre de 2011 a hacerlo 4,8% anual. Finalmente, durante el primer trimestre del año la economía colombiana creció a un ritmo menor al observado en trimestres anteriores (4,7% frente 7,5% y 6,1% en el tercer y cuarto trimestres de 2011, respectivamente).

La información para el segundo trimestre evidencia que en Brasil la economía ha seguido desacelerándose; así, en mayo el índice de actividad real (calculado por su banco central) y la producción industrial se contrajeron nuevamente tanto en términos anuales como mensuales. Por su parte, en México, a pesar de que el clima empresarial (indicador altamente relacionado con la actividad manufacturera) se mantuvo en junio en terreno expansivo (mejorando respecto a lo observado en meses anteriores), las exportaciones se desaceleraron en junio, al crecer 6,7% anual, mientras que en abril lo hicieron a una tasa de 11,6%. Lo anterior parece estar respondiendo al menor ritmo de crecimiento global, en especial de los Estados Unidos.

A su vez, en Chile, aunque en mayo su industria seguía expandiéndose a un ritmo favorable (alrededor del 3%), otros indicadores empezaron a desacelerarse. Es así como las ventas al por menor crecieron 3,2% anual en mayo después de haberlo hecho 5,5% en abril, y la confianza empresarial se deterioró. En Perú, no obstante la tasa de desempleo se redujo de nuevo en junio, las exportaciones se contrajeron fuertemente en abril y mayo en términos anuales, evidenciando los posibles efectos de la menor demanda externa. De igual forma, la producción industrial de este país se redujo en mayo.

En este contexto, aunque los indicadores de actividad real para el segundo trimestre en algunas economías de la región se mantienen en terreno expansivo, como en México y Chile, la situación es menos clara para Perú y Brasil, en particular en esta última, donde el crecimiento ha seguido desacelerándose.

El comportamiento de la economía global para lo que resta de 2012 y todo 2013 dependerá, principalmente, de la evolución de la crisis europea.

D. PERSPECTIVAS PARA EL RESTO DEL AÑO Y PARA 2013

El desempeño de la economía mundial para lo que resta del año y para 2013 dependerá en especial de la evolución de la crisis europea. Para 2012 se espera que el crecimiento económico de la zona del euro sea negativo, debido a la recesión que enfrentan los países de la periferia y al menor impulso que brindaría Alemania.

El crecimiento de los Estados Unidos en 2012 y 2013 seguirá siendo inferior al de su promedio histórico.

Asimismo, el reciente episodio de turbulencia financiera, que incrementó las presiones en los mercados de deuda pública de España e Italia, estaría afectando aún más el comportamiento de la región, mediante un mayor deterioro de la confianza de empresarios y consumidores.

Sin embargo, cabe resaltar que las recientes medidas anunciadas por las autoridades europeas, que propenden por una mayor integración financiera y fiscal, han reducido la probabilidad de una salida desordenada de la crisis. De esta forma, en 2013 el comportamiento global de la economía dependerá del avance en la agenda de integración de la zona del euro.

Para el caso de los Estados Unidos, en 2012 y 2013 se espera que el crecimiento de su PIB siga siendo inferior al de su promedio histórico (2,4% desde 1990), debido a los problemas estructurales que aún permanecen en la economía, al igual que al menor impulso de la demanda global. El vencimiento de algunas exenciones fiscales a finales de 2012, junto con la discusión sobre el límite de endeudamiento, podrían tener repercusiones sobre la confianza y la actividad económica en los primeros trimestres del próximo año.

En las economías emergentes se espera que el crecimiento se modere en relación con lo observado en 2011, debido al retiro de las políticas de estímulo, al igual que al menor dinamismo de la demanda global. Sin embargo, hacia finales de año se esperaría algún repunte de la actividad real en países como China, India y Brasil, entre otros, debido al relajamiento en las políticas fiscales y monetarias que buscan contrarrestar los efectos del menor crecimiento en los países avanzados, en especial de la zona del euro. De esta forma, para 2013 el crecimiento sería algo mayor en este grupo de países, aunque inferior al registrado en 2010-2011⁷.

Finalmente, otro riesgo no despreciable a la baja sigue siendo el comportamiento hipotecario de China que, de encontrarse en una burbuja y estallar en los próximos años, implicaría una caída significativa en la demanda global, con repercusiones importantes en los precios de los bienes básicos y en las exportaciones mundiales. Asimismo, cabe resaltar que los gobiernos de Japón y los Estados Unidos aún no han diseñado políticas que busquen reducir sus deudas públicas como porcentaje del PIB en el mediano plazo, lo que podría incrementar las presiones sobre estos mercados en los próximos años y desestabilizar su financiamiento.

7 Cabe resaltar que durante la última década algunas economías emergentes han presentado tasas de crecimiento superiores a sus promedios históricos debido al dinamismo del crédito y a la profundización del sistema financiero. Lo anterior podría estar sobreestimando el crecimiento potencial de estas economías y estaría llevándolas a una senda no sostenible.

Recuadro 1 PRECIOS DE LOS BIENES BÁSICOS

Las bonanzas mineroenergéticas, bien sea por el descubrimiento de un recurso natural no renovable o por la existencia de precios internacionales favorables, pueden convertirse en una fuente de crecimiento y desarrollo para un país o generar una desindustrialización no deseada en el mismo. El resultado dependerá, en gran parte, del manejo que se le dé a los recursos provenientes de dicha bonanza.

En este recuadro se argumenta que hay varios aspectos que se deben tener en cuenta para aprovechar de forma eficiente las ventajas de una bonanza en la explotación de un recurso natural. Para ello, es indispensable generar ahorro a partir de los excedentes de la explotación y venta del recurso. Estos ingresos deben ser manejados de manera eficiente por una entidad con fortaleza institucional y deben ayudar a incrementar la productividad de los demás sectores de la economía. También, hay que ser muy cautelosos con las proyecciones de ingresos y gastos que se hagan a partir del comportamiento de los precios internacionales de dicho recurso, puesto que sus tendencias pueden no ser sostenibles en el largo plazo.

1. La enfermedad holandesa

Un país presenta síntomas de enfermedad holandesa cuando el auge en las exportaciones de bienes básicos, motivado por el descubrimiento de mayores reservas de un recurso natural o por unos precios internacionales favorables, tiene efectos negativos sobre el resto de sectores transables de la economía.

Específicamente, las expectativas de una mayor ganancia por la explotación del recurso natural incrementan la inversión extranjera directa en este sector y aprecian la moneda local, situación que se ve reforzada con el aumento de las exportaciones del bien. De otra parte, el incremento en la demanda de factores de producción (capital y trabajo) por parte del sector en auge reduce la cantidad de recursos disponibles para los demás sectores de la economía y aumenta su costo, restándoles competitividad. De la misma forma, y en la medida en que la apreciación de la moneda se traduzca en una apreciación de la tasa de cambio real, los bienes exportados por el sector transable no minero se harán menos atractivos para el resto de países, los cuales reducirán su demanda. Todo esto genera un cambio en la estructura de la economía donde el sector mineroenergético ganará participación y el resto perderán dinamismo.

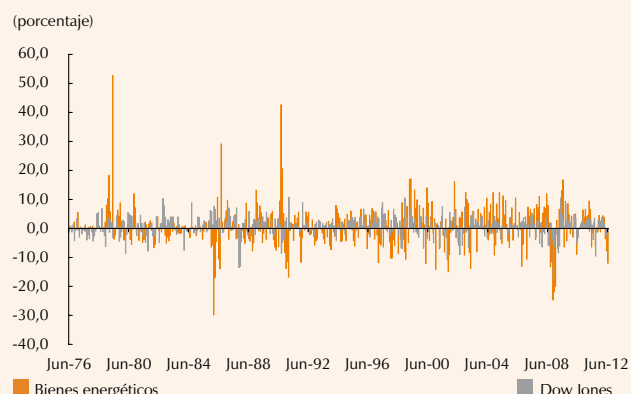
En este contexto, aunque en la economía algunos sectores sean afectados en la transición, cabe la posibilidad de que su producto interno bruto aumente. Sin embargo, es claro que

la vulnerabilidad ante variaciones en los precios internacionales ahora es mayor, pues la nueva estructura económica es altamente dependiente de los ingresos generados por la explotación y venta del bien básico.

2. La volatilidad de los precios de los bienes básicos y sus efectos sobre el ingreso nacional

La volatilidad de las cotizaciones externas de los bienes básicos ha aumentado, en particular la de los bienes energéticos, y es incluso mayor a la de algunos índices bursátiles (Gráfico R1.1). Esta variabilidad de los ingresos generados por las ventas de los bienes básicos puede poner en riesgo la sostenibilidad del gasto en una economía, en especial si no se tiene una política que ahorre en los buenos tiempos y que permita mantener una senda de consumo estable en el tiempo.

Gráfico R1.1
Retorno mensual del índice de precios de los bienes energéticos y del Dow Jones



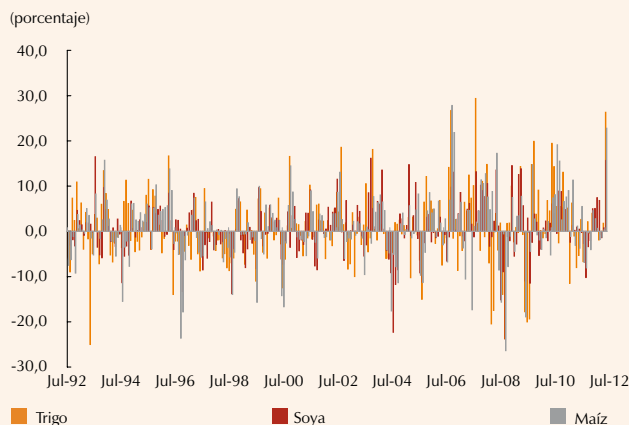
Fuentes: Banco Mundial y Bloomberg.

La alta volatilidad de los precios de los bienes básicos está, en gran parte, relacionada con su naturaleza, pues sus mercados están sujetos a factores de oferta, como el clima, que son difíciles de anticipar y que cuando se presentan afectan de manera considerable sus cotizaciones. En relación con la demanda, esta generalmente es inelástica o varía en largos períodos, por lo que la volatilidad no suele provenir por esta vía. Un ejemplo de ello es lo que está sucediendo con los precios internacionales del maíz, la soya y el trigo, los cuales han aumentado fuertemente en las últimas semanas debido a las sequías que se están presentando en los Estados Unidos (Gráfico R1.2).

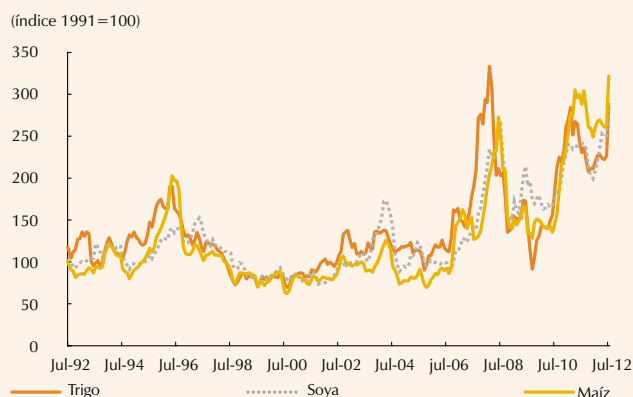
La volatilidad de los precios internacionales, junto con las tendencias alcistas que se han experimentado en las últimas

Gráfico R1.2

A. Retorno mensual de los precios internacionales del trigo, la soya y el maíz



B. Precios internacionales del trigo, la soya y el maíz



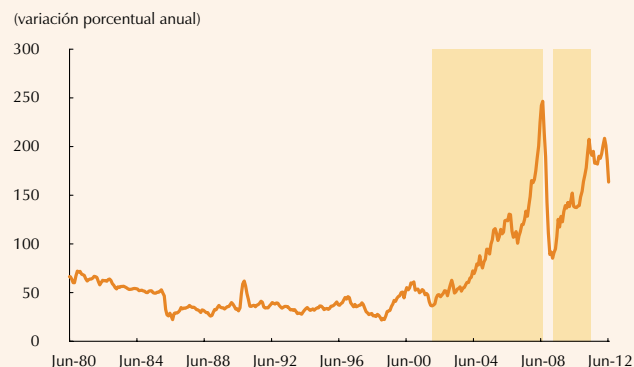
Fuente: Datastream.

décadas (Gráfico R1.3), pueden generar sendas de gastos e inversión insostenibles en el largo plazo, en la medida en que las expectativas sobre los precios pueden no verificarse a futuro. Por esta razón, el principal desafío que enfrenta un país rico en recursos naturales no renovables consiste en generar un flujo permanente y estable de ingresos, que permita financiar de manera sostenida sus gastos.

A manera de ejemplo, supóngase una economía que produce únicamente dos bienes: un recurso natural exportable y un servicio. El bien exportable es producido por el Gobierno, por lo que sus ingresos provienen en su totalidad de la venta de dicho recurso. A su vez, considérese que el Gobierno explota el recurso de una manera sostenible, es decir, de tal forma que no se agota rápidamente. Por último, supóngase que el precio internacional esperado por el Gobierno es de 10 y con este mantiene unas cuentas fiscales equilibradas (sin déficit ni superávit).

Gráfico R1.3

Índice mensual de los precios de los bienes energéticos



Fuente: Banco Mundial.

Ahora bien, si los precios eventualmente se desploman y en lugar de ser 10 son 5, los ingresos gubernamentales se reducen a la mitad, a menos que el Gobierno duplique su producción y agote prematuramente el recurso natural. En el primer caso, la deuda pública aumenta de manera significativa de un período a otro y seguirá creciendo a no ser que el Gobierno reduzca su gasto y de esta manera el PIB de la economía caiga. En este mismo escenario, si el Gobierno no se ajusta, la deuda crece de manera insostenible y eventualmente tendrá que corregir fuertemente su gasto, reduciendo la producción los períodos posteriores al ajuste.

En el segundo caso, el Gobierno puede mantener el nivel de gasto por algunos años; sin embargo, una vez agote el recurso natural se quedará sin ingresos y eventualmente el gasto y la producción deberán caer. Así las cosas, independientemente del escenario desde donde se mire, en una economía altamente dependiente de los precios internacionales de un bien primario, una proyección errónea en estas cotizaciones tendrá efectos significativos sobre la actividad económica. En una economía menos simplificada a la del ejemplo los canales de transmisión son un poco más complejos; no obstante, los efectos negativos son similares.

3. Medidas que han implementado algunos países para evitar una posible enfermedad holandesa

Los efectos de una bonanza exportadora de un bien básico son favorables en la medida en que se controlen los resultados no deseados y se evite el fenómeno de la *enfermedad holandesa*. Para ello, es indispensable implementar una política de ahorro en el sector donde se presente la bonanza, de tal forma que se genere una senda de gasto sostenible en el tiempo y se evite la formación de burbujas o gastos excesivos que desestabilicen la economía. Asimismo, la entidad encargada del manejo de los recursos debe tener una fortaleza institucional tal, que distribuya los ingresos de manera eficiente

y no esté sujeta a presiones políticas que menoscaben los recursos de manera anticipada¹.

Con el fin de evitar una apreciación exagerada de la tasa de cambio, que reste competitividad a los demás sectores de la economía, algunos países han ahorrado una fracción de los ingresos generados por las exportaciones. Así, los excedentes de ingresos no generarán presiones adicionales sobre la tasa de cambio.

Otras medidas que se han utilizado para neutralizar los efectos de la alta dependencia de una economía a los recursos naturales son: la diversificación del sector exportador, la disciplina fiscal, las políticas de inversión y la flexibilización del mercado laboral. Específicamente, es indispensable incentivar la actividad exportadora en otros sectores de la economía para evitar la dependencia de la explotación del recurso natural. Para ello el Gobierno puede diseñar políticas que permitan incrementar la competitividad en otros sectores (aumentos en productividad), lo cual puede lograrse, en parte, aprovechando la apreciación de la tasa de cambio (generada por la mayor inversión extranjera directa) mediante la importación de tecnología, maquinaria y equipo.

La prudencia en el gasto del Gobierno es otro factor a tener en cuenta. El gasto público no debería incrementarse al mismo ritmo que lo hacen los mayores ingresos provenientes del recurso natural. Ello, además de generar presiones inflacionarias y cambiarias, contribuye a una mayor volatilidad del producto. Por tanto, es importante que el Gobierno ahorre parte de los excedentes mediante la creación de fondos de estabilización y evite incurrir en gastos que después sean difíciles de reducir. Este ahorro bien puede utilizarse para disminuir la deuda pública actual o para financiar gastos en el futuro, funcionando así como una transferencia intergeneracional.

En relación con las políticas de inversión, los excedentes generados por la explotación del recurso natural pueden ser canalizados a otras actividades productivas, evitando así la concentración de la inversión en un solo sector. Para que esta política sea efectiva es importante que los recursos se destinen a actividades con un alto potencial productivo,

de lo contrario se estarían financiando actividades poco competitivas y los excedentes no se estarían utilizando de manera eficiente.

Un ejemplo sobre el manejo fiscal y la creación de fondos de estabilización es el de Noruega, donde el Estado tiene participación en las dos principales empresas productoras de petróleo (Statoil y Norsk Hydro); allí en 1990 se creó el Fondo de Pensión Gubernamental (FPG) con los objetivos de estabilizar el gasto fiscal (en relación con las fluctuaciones de corto plazo generadas por los ingresos petroleros) y financiar el déficit que generará el gasto creciente en pensiones y el ingreso decreciente del petróleo.

El fondo recibe ingresos provenientes del cobro de impuestos (relacionados con las emisiones de CO₂ de este sector), regalías, dividendos de las petroleras y venta de acciones de las mismas, entre otros. Dichos recursos se invierten en su totalidad en el extranjero, por lo que no se generan presiones sobre la tasa de cambio ni se afecta la competitividad de otros sectores de la economía por esta vía. Asimismo, anticipando el aumento en el gasto de pensiones, el fondo aseguraría una cuenta corriente superavitaria en el futuro, una vez la actividad petrolera se haya reducido. Finalmente, en cuanto al manejo fiscal, se establece que el Estado solo puede gastar el 4% del valor del Fondo en un período normal, dicha cifra corresponde al rendimiento promedio anual de los recursos; sin embargo, esta regla permite desviaciones transitorias dependiendo de la fase del ciclo económico y de choques extraordinarios.

Aunque esta experiencia ha sido exitosa en Noruega, es importante resaltar que la creación de un fondo de estabilización no garantiza el éxito de la política, pues un mal manejo de los recursos o la creación de una regla que pueda evadirse fácilmente pueden malgastar los recursos generados por la bonanza.

En conclusión, hay varios aspectos que se deben tener en cuenta si se quiere aprovechar una bonanza generada por un bien básico. Primero, es indispensable generar ahorro a partir de los excedentes de la explotación y venta del recurso. Estos ingresos deben ser manejados de manera eficiente por una entidad con fortaleza institucional y deben ayudar a dinamizar los demás sectores de la economía. Y segundo, hay que ser muy cautelosos con las proyecciones de ingresos y gastos que se hagan a partir del comportamiento de los precios internacionales, puesto que sus tendencias pueden no ser sostenibles en el largo plazo.

1 Un ejemplo de una inversión eficiente sería la del gasto en infraestructura, que incrementa la productividad multifactorial del país.

II. LA ECONOMÍA COLOMBIANA: RESULTADOS Y PERSPECTIVAS AÑO 2012

La economía colombiana creció 4,7% anual en el primer trimestre del año, una tasa menor que la observada en el segundo semestre de 2011 y que estuvo por debajo de lo previsto, en buena parte, por una caída de las obras civiles. Aunque esta última variable debe presentar una mejoría en los siguientes trimestres, es probable que la economía colombiana mantenga un crecimiento menor que el pronosticado a inicios del año, debido a los efectos del debilitamiento de la economía mundial.

En el primer semestre del año la inflación se redujo, acercándose a la meta del 3,0%. Esta situación no debe cambiar sustancialmente en lo que resta del año. Hacia 2013 pueden presentarse algunos choques por cuenta de condiciones climáticas poco favorables y por precios internacionales altos, los cuales serían transitorios y no afectarían el cumplimiento de la meta de largo plazo.

A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

El desempeño de la economía colombiana en el primer trimestre del año tuvo como marco una delicada situación internacional. En particular, la desaceleración de la tasa de crecimiento de algunos países europeos, así como de los Estados Unidos, fue de una magnitud suficiente para afectar un poco la dinámica del comercio exterior colombiano. Esta circunstancia explica, en parte, por qué en el primer trimestre del año se desaceleró el crecimiento de las exportaciones nacionales, las cuales, luego de la crisis de 2009, acumulaban cuatro trimestres registrando tasas de expansión promedio de dos dígitos. Cabe aclarar que el menor dinamismo de las exportaciones no fue exclusivo para Colombia sino que, como se comentó en el capítulo I, se trató de un fenómeno mundial.

En el primer trimestre de 2012 la delicada situación internacional afectó el comercio exterior colombiano.

En el escenario interno el panorama se caracterizó por el contraste entre la dinámica del consumo privado y la de la inversión. Por un lado, el crecimiento del consumo de los hogares se mantuvo alto, similar al registrado a finales del año

El consumo de los hogares mantuvo una alta tasa de crecimiento, mientras que la inversión se desaceleró de manera significativa.

pasado, de la mano de un mercado laboral que fue favorable y una confianza de los consumidores que, a pesar de las noticias que provienen del extranjero, no se resintió. A lo anterior se sumó un comportamiento de las tasas de interés reales de consumo que, pese a los aumentos en la tasa de intervención, aún permanecen por debajo de sus promedios desde 2000.

Por el contrario, en el primer trimestre de 2012 la inversión se desaceleró como resultado, de las menores compras de equipo de transporte, de maquinaria y sobre todo por la fuerte caída registrada en la inversión en obras civiles. Esto a pesar del aumento en la inversión extranjera directa. A este respecto es importante destacar que la menor tasa de crecimiento se explicó, en buena medida, por una alta base de comparación, resultado de las expansiones históricamente altas que estos agregados han venido mostrando desde 2010.

Como resultado de todo lo anterior, en el primer trimestre de 2012 la economía colombiana, de acuerdo con el DANE, creció 4,7% en términos anuales, por debajo de la tasa observada en el cuarto trimestre del año anterior (6,1%) y en todo 2011 (5,9%). Aunque hace unos meses tanto el mercado como el Banco de la República esperaban una reducción en el ritmo de crecimiento, el resultado fue menor que lo pronosticado. La tasa de expansión anual del PIB del primer trimestre configuró además una desaceleración en términos trimestrales (0,3% del tercer trimestre frente a 1,2% del cuarto en 2011) que, si bien representa una expansión trimestral, fue la más baja observada desde mediados de 2010. Sin embargo, la tasa de crecimiento anual del primer trimestre de 2012 continuó ubicándose por encima del promedio desde el año 2000 (4,3%).

En el primer trimestre de 2012, por su parte, la demanda interna se desaceleró por segundo trimestre consecutivo, ubicándose en 6,1%, cifra por debajo de la tasa registrada en todo 2011 (8,8%), aunque aún por encima de su promedio de crecimiento desde el año 2000 (5,3%).

1. Crecimiento del PIB por tipo de gasto en el primer trimestre de 2012

Por tipo de gasto, en el primer trimestre de 2012 la mayor contribución a la expansión anual del PIB la efectuó el consumo de los hogares, con un aumento en términos anuales de 5,9% (Cuadro 1). Este agregado, que individualmente representa el componente con mayor participación en el PIB, completó de esta forma dos años registrando tasas de crecimiento superiores a su promedio desde 2000. En el primer trimestre se destacó la tasa de expansión del gasto en bienes no durables, principalmente por la compra de alimentos, así como la buena dinámica del consumo de servicios; agregados que juntos participan con cerca del 85% del consumo privado. Los gastos en bienes semidurables y durables registraron una desaceleración con respecto a un trimestre atrás, siendo la de este último grupo la más pronunciada. La relativa baja tasa observada en este agregado en el primer trimestre de 2012 puede explicarse, en buena parte, por una alta base de comparación en el mismo período del año anterior (debe recordarse que

El PIB creció 4,7% anual en el primer trimestre, registro menor al esperado.

Cuadro 1
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2011				2011 Año completo	2012 I trim.	Contribuciones al crecimiento anual (I trim. de 2012) (puntos porcentuales)
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.			
Consumo total	5,1	6,8	5,9	5,4	5,8	5,2	4,2
Consumo de hogares	5,5	7,8	6,6	6,1	6,5	5,9	3,8
Bienes no durables	2,9	5,9	4,8	3,6	4,3	5,5	1,2
Bienes semidurables	13,5	19,4	13,8	13,7	15,1	13,1	0,8
Bienes durables	35,8	34,4	19,9	8,9	23,9	4,3	0,2
Servicios	3,8	4,4	4,9	5,1	4,6	4,6	1,5
Consumo final del Gobierno	2,4	2,6	2,6	3,0	2,6	2,9	0,5
Formación bruta de capital	11,2	19,6	24,2	14,2	17,2	8,3	2,2
Formación bruta de capital fijo	12,9	14,2	24,0	15,7	16,7	7,8	2,0
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,5	2,6	1,6	1,8	2,1	4,7	0,0
Maquinaria y equipo	26,8	29,0	28,0	19,9	25,8	16,7	1,4
Equipo de transporte	52,1	52,3	40,7	38,6	45,2	23,5	0,9
Construcción y edificaciones	1,1	5,2	12,8	1,8	5,1	4,5	0,3
Obras civiles	(6,4)	(9,6)	29,3	19,8	6,7	(8,1)	(0,5)
Servicios	5,0	5,8	9,4	1,2	5,3	3,5	0,0
Demanda interna	7,1	9,7	10,5	8,0	8,8	6,1	6,6
Exportaciones totales	10,1	7,6	12,0	16,2	11,4	6,3	1,1
Importaciones totales	20,3	24,4	20,1	21,3	21,5	13,0	(3,3)
PIB	5,0	5,1	7,5	6,1	5,9	4,7	4,7

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

en 2011 la expansión fue de 23,9%) y, de todas formas, aquella también significó un nivel mayor al que se observó en el segundo semestre de 2011.

El alto dinamismo que presentó el consumo privado total en el primer trimestre de este año está relacionado con el fuerte crecimiento en el crédito de consumo en dicho período. De hecho, la cartera real de consumo aumentó a una tasa anual de aproximadamente 21%, una cifra alta y similar a la de los dos trimestres anteriores. En este sentido, el incremento de la tasa de interés aún no se estaría viendo reflejado en una moderación de este segmento ni en el gasto en consumo, aunque hay que tener en cuenta que otros factores como los altos términos de intercambio hasta marzo, el buen comportamiento del mercado laboral, la reducción de la inflación y el aumento de las remesas hasta diciembre pueden haber cumplido un efecto compensador sobre el gasto de los hogares.

El desempeño del consumo del Gobierno, por su parte, fue levemente superior que el registrado en promedio en el segundo semestre de 2011; sin embargo, con una

El menor ritmo de crecimiento de la inversión se observó en la mayoría de componentes, principalmente en obras civiles.

expansión en términos anuales del 2,9%, volvió a ser uno de los agregados del PIB menos dinámicos.

En cuanto a la inversión, en el primer trimestre del presente año se confirmó el quiebre en la tendencia positiva que el crecimiento de este agregado había venido mostrando desde principios de 2011. En particular, los últimos datos observados muestran que la formación bruta de capital fijo no solo se desaceleró por segundo trimestre consecutivo, registrando en los primeros tres meses del año una tasa de expansión que no sólo fue la mitad que la mostrada en el cuarto trimestre de 2011, sino que cayó de nuevo en términos trimestrales.

Dentro de los componentes de la inversión en capital fijo se destacó la caída en las obras civiles de 8,1% en términos anuales, que estuvo acompañada de un fuerte desplome en su nivel con respecto a lo observado a finales de 2011 (una contracción trimestral de 21%). En los primeros tres meses de 2012 se observó una caída anual importante en la construcción de carreteras, calles y caminos así como una fuerte desaceleración en la inversión en tuberías para transporte y construcciones para minería, las cuales, en términos trimestrales, cayeron cerca de un 27%. Dentro de la formación de capital fijo se registraron, además, menores tasas de crecimiento en la inversión en equipo de transporte y en maquinaria y equipo, las cuales se expandieron en promedio 20% en términos anuales en el primer trimestre del presente año, luego de hacerlo cerca de 35% en 2011. La inversión representada en construcción de edificaciones, por su parte, mostró un mayor dinamismo, similar al registrado el año anterior. Para este agregado la tasa de crecimiento anual fue de 4,5%, una de las mayores en dos años, permitiéndole a este rubro acercarse al máximo nivel alcanzado en el tercer trimestre de 2008.

Dada la delicada situación económica mundial y el bajo crecimiento de algunos de nuestros principales socios comerciales no sorprendió que los tipos de gasto relacionados con el comercio internacional fueran los más afectados durante el primer trimestre. En este período las exportaciones del país crecieron 6,3% anual, una tasa que no es en particular baja, si se tiene en cuenta que es algo superior al promedio de la serie, pero resultó considerablemente menor que la registrada en promedio durante 2011 (11,4%) y muy por debajo de la observada al cierre de dicho año (16,2%). La moderada expansión de las exportaciones da cuenta de importantes desaceleraciones en las ventas de todos los tipos de bienes, destacándose las de productos de origen minero y las de bienes industriales.

Un menor dinamismo se observó también en el crecimiento de las importaciones, salvo que en este caso la desaceleración fue más pronunciada. En el primer trimestre de 2012 las compras externas crecieron 13% en términos anuales (frente a 21,3% en el trimestre anterior) como resultado de menores expansiones en las compras de bienes de capital y también por un menor dinamismo en las importaciones de materias primas: todo lo anterior afín con lo registrado por la inversión. Como resultado de la evolución de las exportaciones y de las importaciones, el déficit comercial medido con base en las cuentas nacionales se amplió levemente en el primer trimestre de 2012.

Las importaciones registraron una desaceleración más pronunciada que la de las exportaciones.

Algunas ramas de actividad mantuvieron el dinamismo que traían en 2011, de la mano de la demanda interna. Otras registraron choques de oferta.

2. Crecimiento del PIB por ramas de actividad en el primer trimestre de 2012

Por el lado de la oferta, las ramas de actividad registraron un comportamiento heterogéneo en el primer trimestre de 2012. Mientras que algunos sectores como los servicios y el transporte conservaron el ritmo de crecimiento que traían a finales del año pasado, de la mano de una demanda interna privada dinámica, en otras ramas se evidenciaron ciertos choques adversos de oferta, que redundaron en menores registros de expansión. Esto último es evidente en el caso de los sectores agrícola y minero, donde se registraron caídas trimestrales de la producción de café y de petróleo, pero también explica parte de la desaceleración de la industria manufacturera, como se detallará.

En el primer trimestre de 2012 las ramas que más contribuyeron al crecimiento anual del PIB fueron, en su orden, los servicios financieros, inmobiliarios y los prestados a las empresas, la minería y el comercio, y los restaurantes y hoteles (Cuadro 2). En el primer caso, el pronunciado ritmo de expansión que preservó el crédito total durante el primer cuarto del año, en especial en lo que respecta a la cartera de consumo, permitió que el valor agregado generado por la intermediación financiera continuara creciendo a tasas cercanas al 15% anual, similares a las observadas a finales de 2011. Cabe destacar que el buen comportamiento del crédito total estuvo impulsado por una demanda que se mantuvo dinámica, a pesar de los aumentos en las tasas de interés de mercado, así como por una mayor competencia en el sector, lo cual siguió propiciando un aumento de la profundización financiera. Así las cosas, el destacado crecimiento de los servicios financieros, junto con su importante participación en el PIB, llevaron a que dicha rama efectuara el mayor aporte a la expansión de la economía en conjunto.

En cuanto a la minería, si bien el sector conservó una tasa de crecimiento de dos dígitos, de tal manera que fue la segunda rama de mayor contribución, se evidenció una notoria desaceleración respecto al segundo semestre de 2011. Esto obedeció en particular a la producción de petróleo, que retrocedió en términos trimestrales por primera vez desde 2003, debido, entre otros factores, a problemas de orden público y dificultades en el transporte de crudo. Así, la expansión del PIB de petróleo y gas bordeó el 10% anual, cuando en el promedio de los dos últimos años registraba guarismos cercanos al 20%. Por el contrario, la producción de carbón se mantuvo dinámica, creciendo a un ritmo mayor que el promedio de los dos años anteriores, mientras que la de minerales metálicos registró una importante tasa de crecimiento (31%), en especial por el efecto estadístico que ocasionaron las labores de mantenimiento en uno de los hornos de Cerro Matoso el año pasado, que implicó una interrupción parcial de la producción de ferróniquel en ese momento.

Los sectores que más contribuyeron al crecimiento fueron el financiero, la minería y el comercio.

Otro sector que contribuyó de manera destacada al crecimiento en el primer trimestre fue el de comercio, restaurantes y hoteles. Aunque el valor agregado generado en la comercialización de bienes se desaceleró levemente, producto de la moderación en el ritmo de crecimiento de la oferta comercializable (principalmente por cuenta de la industria), junto con la desaceleración de algunos segmentos

Cuadro 2
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica

Sector	2011				2011 año completo	2012 I trim.	Contribución al crecimiento anual (I trim. de 2012)
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.			
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	7,4	1,4	1,6	(1,8)	2,1	(0,4)	(0,0)
Explotación de minas y canteras	9,6	11,0	19,1	18,2	14,5	12,4	0,9
Industria manufacturera	4,5	2,3	5,9	3,9	4,1	0,6	0,1
Electricidad, gas y agua	(1,0)	1,8	3,3	2,6	1,7	4,4	0,2
Construcción	(1,5)	(3,7)	18,5	10,1	5,5	(0,6)	(0,0)
Edificaciones	1,4	5,0	12,1	1,1	4,8	3,5	0,1
Obras civiles	(5,6)	(10,7)	29,2	17,8	6,2	(8,1)	(0,2)
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,9	6,7	6,1	5,3	6,0	4,6	0,5
Transporte, almacenamiento y comunicación	6,3	6,8	7,9	5,7	6,7	6,1	0,4
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	4,5	5,9	6,5	6,5	5,9	6,7	1,3
Servicios sociales, comunales y personales	2,5	3,1	3,8	3,3	3,2	3,4	0,5
Subtotal valor agregado	4,5	4,4	7,3	5,8	5,5	4,3	3,9
Impuestos menos subsidios	9,9	13,0	10,1	9,2	10,5	9,1	0,9
PIB	5,0	5,1	7,5	6,0	5,9	4,7	4,7

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

del comercio minorista, en especial los de mayor durabilidad, su expansión anual siguió siendo mayor a la de la economía en conjunto, gracias al dinamismo de la demanda interna privada. Por su parte, el PIB de restaurantes y hoteles tuvo una expansión anual más moderada, a pesar del efecto estadístico positivo de la baja base de comparación en el primer trimestre del año anterior por cuenta de la ola invernal. Si bien en el primer trimestre las tasas de ocupación de los hoteles tuvieron una tendencia al alza, esta se ha dado de manera lenta.

Con respecto al sector manufacturero, en el primer trimestre se apreció un comportamiento bastante modesto, en línea con lo ocurrido en la industria en el ámbito internacional. El PIB industrial creció 0,6% anualmente, la cifra más baja desde 2009. Buena parte de su desaceleración se debió a los fuertes retrocesos de los subsectores de refinación de petróleo y de químicos, que representan cerca del 25% del total del sector, y que estuvieron asociados con factores de oferta. En el caso de los productos de la refinación del petróleo, su caída anual (8,6%) obedeció a cierres programados en las refinerías más importantes, en las cuales se adelantaron labores de mantenimiento y adecuación. Por su parte, la industria química, que tuvo una contracción de 1,5%, acusa problemas de suministro de materias primas, en especial de gas propano.

La industria se desaceleró como consecuencia de algunos choques de oferta y de menores ventas al exterior.

De todas maneras, si se excluyen los subsectores de refinación de petróleo y de químicos, el agregado industrial restante también presenta una desaceleración (de 4,3% en el cuarto trimestre de 2011 a 3,1% en el primero de 2012). Estimaciones

Los sectores que registraron caídas anuales fueron el agropecuario, por café, y la construcción, por obras civiles.

del Banco de la República muestran que cerca de la cuarta parte de la desaceleración del PIB industrial total en el primer trimestre podría obedecer a los factores de oferta mencionados, mientras que las otras tres cuartas partes se atribuyen principalmente a menores ventas al exterior, las cuales no son compensadas por la expansión de las internas.

Por último, los sectores de más pobre desempeño durante el primer trimestre fueron el agropecuario y el de construcción, que registraron tasas de crecimiento anual negativas. El primero estuvo afectado por la fuerte contracción de la producción cafetera, la cual, cuando se corrige por factores estacionales, cayó al nivel trimestral más bajo de los últimos cuarenta años. Cabe decir que recientemente este ha sido un sector poco dinámico, lo que puede estar reflejando, no solo choques temporales de oferta, sino también problemas estructurales⁸. En cuanto al PIB del sector de la construcción, este se vio afectado por el fuerte retroceso anual de las obras civiles, que, como se mencionó, se dio principalmente en los grupos de carreteras, calles y caminos, y que se intensificó por la caída trimestral de las construcciones para minería.

3. Perspectivas de la actividad económica para el resto de 2012 y para 2013

A pesar de que los pronósticos más recientes indican que en 2012 la demanda interna continuará siendo el principal impulsor, la economía colombiana no será inmune a los eventos internacionales. Los efectos de la delicada situación internacional, de la incertidumbre generada por los problemas en Europa, del bajo crecimiento de los Estados Unidos y de la desaceleración en China se sentirán en Colombia por el comercio internacional, entre otros canales, tal como ocurrió en la primera mitad del año. Así las cosas, para este año se prevé una desaceleración del crecimiento en las exportaciones e importaciones colombianas, perdiendo de esta forma la dinámica que venían ganando tras superarse los peores efectos de la crisis de 2009. Adicionalmente los ingresos recibidos por cuenta del valor de las exportaciones se verían afectados por la disminución que comenzó a observarse desde abril en los precios de algunas materias primas, en especial petróleo, lo cual es resultado, a su vez, de la menor demanda mundial por estos productos. La dinámica de las exportaciones en 2012 podría recibir, sin embargo, un impulso extra por cuenta de la entrada en vigencia del tratado de libre comercio (TLC) con los Estados Unidos. Los efectos para el país de este tratado comercial se empezarían a percibir en el segundo semestre del año, lo que ayudaría a amortiguar, en una medida aún no determinada, la disminución de la demanda por nuestras exportaciones por parte de China, Europa y otros destinos.

Para todo 2012 se prevé que el contexto internacional siga afectando el comercio exterior colombiano.

⁸ Véase Cano *et al.* (2012). “El mercado mundial del café y su impacto en Colombia”, Borradores de Economía, núm. 710, Banco de la República.

Además del menor volumen de comercio externo, los efectos del contexto mundial se sentirían mediante el aumento en el riesgo, las menores transferencias y la caída en el precio de las materias primas.

La transmisión a la economía colombiana de la cada vez más difícil situación en Europa se sentiría, además, vía un aumento en las primas de riesgo. Este incremento, de materializarse, afectaría al país al encarecer el crédito y simultáneamente generar una disminución en el flujo de inversión extranjera directa golpeando la evolución de la formación de capital dentro de nuestras fronteras. Aunado a lo anterior, el consumo de los hogares se vería afectado, aunque en menor medida, como resultado de la precaria situación del empleo en España y la consecuente disminución en las remesas provenientes de ese país.

No obstante, en términos generales para 2012 se estima que los efectos externos serán compensados por un ambiente interno que continuaría siendo relativamente favorable. Así las cosas, de no presentarse un empeoramiento adicional de la situación en Europa, la economía colombiana en 2012 crecería a una tasa que no puede considerarse baja, cercana a su promedio desde 2000, aunque menor que la registrada en 2011.

Por tipo de gasto el principal impulsor del PIB en 2012 será el consumo de los hogares. Este agregado mostraría una desaceleración con respecto a las tasas de expansión que mostró en los dos últimos años, pero continuaría aumentando a una tasa aún alta. Con respecto a las que se tuvieron en 2011, dentro del consumo de los hogares se observarían menores tasas de crecimiento en todos los componentes, destacándose los que registrarían las compras de bienes semidurables y durables. Lo anterior estaría explicado por una alta tasa de comparación (debe recordarse que estos agregados mostraron crecimientos históricamente altos en 2011), pero sobre todo por la moderación del gasto como resultado, entre otras, de una menor dinámica del crédito, dadas las mayores tasas de interés y las mayores provisiones por parte del sector financiero, las cuales comenzarían a mostrar, en mayor medida, sus efectos en la segunda mitad del año.

Para el consumo del Gobierno, por su parte, se prevé una aceleración de su tasa de crecimiento que la ubicaría de nuevo en niveles cercanos a su promedio desde 2000. De esta forma, este agregado se recuperaría tras el modesto aumento registrado en 2011 (2,6%), lo que sería posible gracias al incremento en el recaudo tributario previsto por el Gobierno central y por la ejecución de proyectos por cuenta de algunas entidades territoriales.

De manera similar al caso del consumo privado, para la inversión se observaría una desaceleración, aunque proporcionalmente de mayor magnitud. Durante 2012 la inversión en capital fijo presentaría una importante moderación en su tasa de crecimiento por cuenta de expansiones comparativamente modestas de todos sus componentes (con respecto a las que se tuvieron en 2011). Al igual que en el caso del gasto de los hogares, este comportamiento estaría siendo explicado, en parte, por una alta base de comparación y además porque es previsible que durante el año continúe la tendencia que se percibió en el primer trimestre, esto es, una disminución en las compras de este tipo de bienes, en particular en las importaciones de aeronaves.

El consumo de los hogares sería el principal impulso del PIB en 2012.

El crecimiento de la inversión registraría una importante moderación con respecto a 2011.

Junto con lo anterior, para 2012 se estima que el crecimiento de las inversiones destinadas a edificaciones así como a obras civiles, se desaceleraría (llegando en esta última rama a ser incluso negativo), lo que moderaría la recuperación que comenzó a observarse un año atrás luego de las caídas registradas en 2010. Para el primero de estos tipos de gasto en este año se prevé que, a pesar de la desaceleración, se registraría por primera vez un nivel superior al máximo alcanzado en 2008, antes de la crisis financiera. Esto sería posible por la evolución de las licencias aprobadas en 2011 y, sobre todo, por los anuncios del Gobierno con respecto a un impulso importante para la construcción de viviendas de interés social. En lo referente a la construcción de obras civiles, el pobre desempeño sería el resultado en buena medida del muy lento comienzo de año, que no alcanzaría a ser compensado por el dinamismo esperado en los restantes trimestres. Dicha recuperación se daría por cuenta del avance de las obras de reconstrucción de vías afectadas por el invierno, por el inicio de nuevos proyectos viales y aeroportuarios con miras a atender el aumento en el volumen de comercio exterior, producto de la implementación de los TLC, y por la dinámica de la inversión en el sector petrolero.

Con respecto al comercio exterior, el crecimiento de las exportaciones presentaría un quiebre en la tendencia que comenzó desde 2010. De esta forma, las ventas al exterior se incrementarían a una tasa levemente superior a la registrada en promedio en la década pasada. Como consecuencia, la contribución de las ventas externas al crecimiento del PIB sería modesta, superando únicamente a las observadas cuando disminuyó fuertemente la demanda externa, como por ejemplo en 2002 y 2009.

De igual forma, el desempeño de las importaciones en 2012 también mostraría una desaceleración afín con las sendas mencionadas para el consumo y la inversión; de esta manera, se ubicarían por debajo de su promedio de los últimos años. El efecto conjunto del comportamiento de los dos agregados que resumen el comercio exterior en 2012 provocaría un leve aumento en el déficit comercial (medido con información de cuentas nacionales) y, por tanto, una contribución negativa al crecimiento del PIB. Vale la pena mencionar que estos pronósticos cuentan con una incertidumbre adicional, generada por el hecho de que aún no se conocen con exactitud los efectos para el país de la reciente entrada en vigencia del TLC con los Estados Unidos, y porque aún no es claro si en el corto plazo este beneficiará en mayor medida a las exportaciones o a las importaciones.

La rama más dinámica en 2012 sería la minería, a pesar de la menor expansión de la producción de petróleo con respecto a la esperada al inicio del año.

En cuanto al PIB por el lado de la oferta, se espera que las ramas de actividad más dinámicas en todo 2012 sean la minería, los servicios financieros y conexos y el transporte y comunicaciones. En el caso de la minería se tienen menores previsiones para el crecimiento del PIB petrolero, en comparación con las que se tenían unos meses atrás, por cuenta de los problemas de orden público y las dificultades en el transporte de crudo, las cuales moderaron la expansión del subsector en el primer semestre del año. No obstante, se prevé que la producción de petróleo se ubique cerca de los 950.000 barriles de crudo diarios en promedio en el año, lo que representa una expansión con respecto al año anterior. Esto, aunado al hecho que la producción de carbón podría acercarse a las 95 millones de toneladas —cifra que representa un crecimiento por encima de 10% con respecto al año anterior—, le permitiría al PIB

Los sectores de más bajo desempeño serían la industria y la construcción.

minero un desempeño, si bien menor al de los últimos cuatro años, mejor que el de cualquier otra rama de actividad. Con respecto al PIB del sector financiero, se prevé que continúe expandiéndose a un ritmo importante gracias al dinamismo del valor agregado generado por la intermediación financiera, consecuencia de la fuerte dinámica del crédito bancario. La rama de transporte y comunicaciones estaría impulsada en especial por el subsector de telecomunicaciones, por cuenta de los aumentos en las coberturas de internet y de televisión por suscripción a tasas por encima del 6%.

Por su parte, las ramas de actividad de más modesto desempeño serían la industria y la construcción. Como consecuencia de la desaceleración prevista en la demanda global y de la influencia de los choques de oferta que acosaron al sector durante el primer semestre, se espera un comportamiento débil del PIB manufacturero, lo que es congruente con lo observado en la producción industrial de distintos países el mundo en lo corrido del año. Se prevé, además, que el pobre desempeño de la industria contagie parcialmente a otros sectores encadenados, principalmente los de transporte terrestre y comercio, por las reducciones de la ofertas de este tipo. En cuanto a la construcción, la baja tasa de expansión esperada está asociada con la inversión en obras civiles, que, como se mencionó, podría mostrar una tasa de crecimiento negativa.

Todo lo anterior permite prever que la economía colombiana crecería en 2012 a una tasa menor que la registrada en 2011. Como es natural, el dato puntual de crecimiento del PIB para este año dependerá en buena medida de la evolución de los problemas económicos en Europa, del camino que tome la recuperación de los Estados Unidos, de la magnitud de la desaceleración en China y del contagio de estos fenómenos a las economías emergentes como la colombiana. Así las cosas, el pronóstico de crecimiento del Banco de la República, que a principios de 2012 se ubicaba entre 4% y 6% para dicho año, tendrá una revisión a la baja, lo que incluye la materialización de ciertos riesgos que inicialmente se preveían, dada la reciente evolución de los acontecimientos en el Viejo Continente.

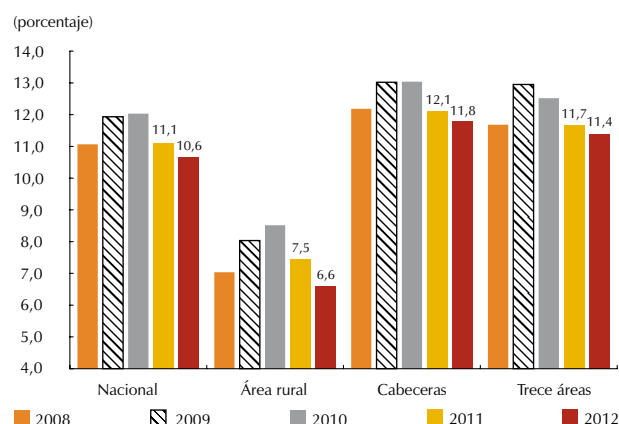
En lo referente a 2013, la dinámica prevista para la situación internacional permite prever que la economía colombiana crecería a una tasa similar a aquella de 2012, esto es, el PIB completaría dos años con tasas muy cercanas a su promedio desde 2000. Es importante recalcar, sin embargo, que de agudizarse los problemas económicos en Europa, el país probablemente mostraría una tasa mucho más modesta.

La tasa de desempleo sigue con una tendencia decreciente, aunque con caídas menores que aquellas presentadas en los últimos meses de 2011.

B. MERCADO LABORAL

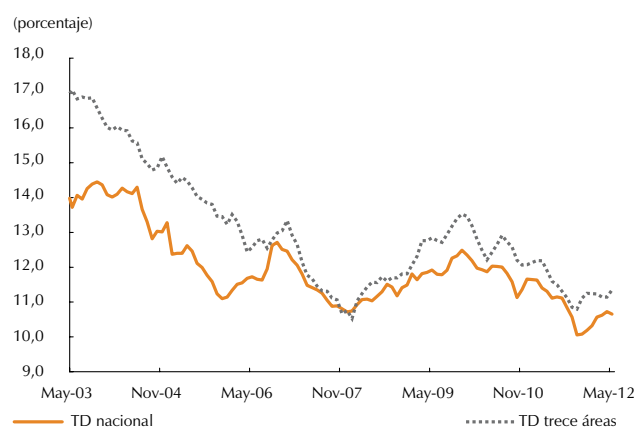
Las condiciones del empleo mejoraron en los primeros meses del año frente a lo observado doce meses atrás. A lo largo de este período la tasa de desempleo continuó cayendo en términos anuales, y la creación de empleo se enfocó hacia trabajos formales. Sin embargo, el menor ritmo de crecimiento económico registrado frente a 2011 sí parece haber disminuido la velocidad a la que se están dando los cambios en las condiciones laborales.

Gráfico 21
Tasa de desempleo
(trimestre móvil marzo-abril-mayo)



Fuente: DANE (GEIH).

Gráfico 22
Tasa de desempleo (TD)
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

1. Desempleo

La información más reciente de la gran encuesta integrada de hogares (GEIH) del DANE revela que la tasa de desempleo (TD) sigue con una tendencia decreciente, aunque con caídas menores que aquellas presentadas en los últimos meses de 2011, que ya pueden indicar un menor ritmo de mejoras en el mercado laboral, y una TD estable en sus niveles para los próximos meses. La última cifra disponible indica que para el mes de mayo la TD se ubicó en 10,7% para el total nacional y en 11,9% para las trece áreas metropolitanas. La cifra del total nacional es menor que la registrada en el mismo mes de 2011 en 0,5 pp, mientras que para las trece áreas es mayor en 0,9 pp.

La información del trimestre móvil⁹ es más clara y confirma estas tendencias: la TD se situó en 10,6% para el total nacional, 11,4% para las trece áreas, 11,8% para las cabeceras municipales y en 6,6% para el área rural¹⁰, niveles menores que lo observado doce meses atrás en 0,5, 0,3, 0,3 y 0,9 pp, respectivamente (Gráfico 21). El análisis de las series desestacionalizadas¹¹, que permite ver los cambios en las tendencias de corto plazo, también corrobora este desempeño para el caso de las trece áreas, aunque es menos claro para el total nacional (Gráfico 22).

De todas maneras, el menor ritmo al cual ha descendido el desempleo en los últimos meses, sin ser aún una clara señal de deterioro de las condiciones laborales, amerita un juicioso seguimiento, dada la coyuntura por la que atraviesa la economía global y los múltiples canales potenciales de contagio hacia la economía colombiana.

9 Según el DANE, la información del trimestre móvil presenta menos errores estadísticos, por lo que su análisis puede llevar a mejores conclusiones acerca de la situación y perspectivas del mercado laboral.

10 En este informe se reportan como áreas rurales todos aquellos dominios geográficos que el DANE cataloga como “resto”.

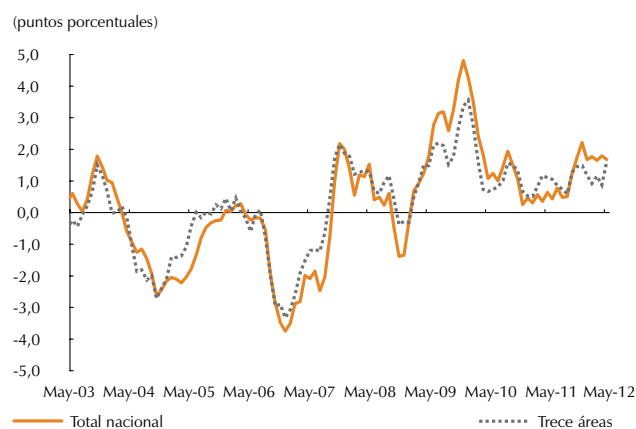
11 La información del mercado laboral muestra distintos comportamientos a medida que transcurre el año. Cada mes o trimestre tiene características propias que hacen que la comparación entre períodos contiguos sea equivocada y que se llegue a conclusiones erróneas a partir de dicho análisis. Para poder realizar esta comparación se debe desestacionalizar la serie. Esto consiste en eliminar los efectos propios de la época del año para que la tendencia sea comparable en el tiempo y a lo largo del mismo año.

Por otro lado, como se señala más adelante, es necesario tener en cuenta que con las series desestacionalizadas, el comportamiento reciente de la TD puede ser explicado por una disminución del empleo no asalariado (identificado normalmente con empleos de baja calidad, alta inestabilidad y menores ingresos) entre diciembre de 2011 y mayo de 2012, y un aumento en el asalariado en el mismo período. Lo anterior sugiere que la dinámica de la TD y del mercado laboral son producto de una serie de acontecimientos que indican mejoría en las condiciones de trabajo por un lado, y otros que demandan mayor atención y seguimiento por otro. En el margen, si bien el empleo no asalariado mostró variaciones anuales mayores que las registradas anteriormente, se siguen observando crecimientos importantes en el empleo asalariado.

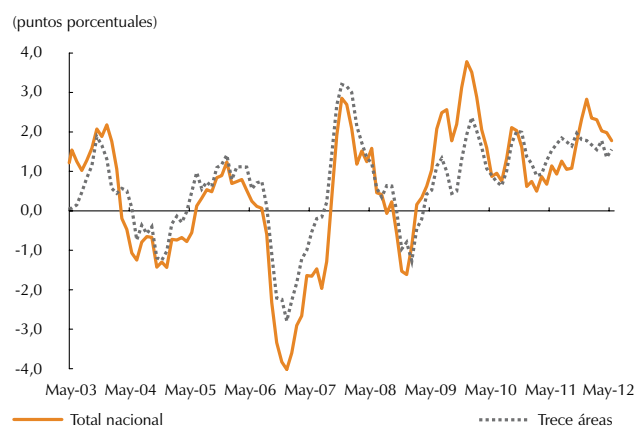
2. Oferta y demanda de trabajo

Gráfico 23
Tasa global de participación y tasa de ocupación para el total nacional y las trece áreas
(variación anual para el trimestre móvil desestacionalizado)

A. Tasa global de participación



B. Tasa de ocupación



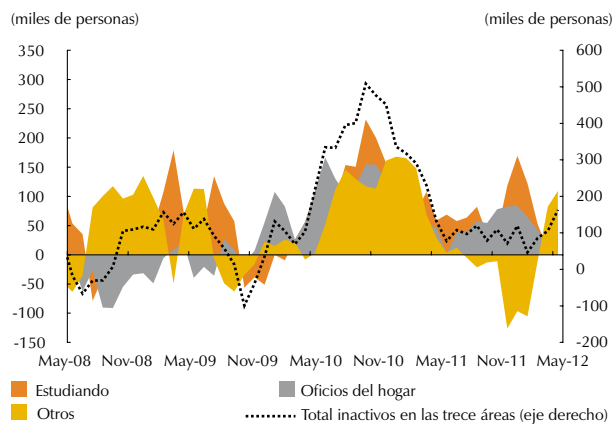
Fuente: DANE (GEIH).

El comportamiento de la TD se puede entender mejor si se analizan los movimientos y la dinámica de la oferta y la demanda en el mercado de trabajo, representadas, en su orden, por la tasa global de participación (TGP) y la tasa de ocupación (TO). En términos desestacionalizados, se registró un aumento en ambas variables en el trimestre móvil terminado en mayo, en contraposición con las sucesivas caídas trimestrales observadas desde enero de 2012. Así las cosas, la TGP del total nacional en mayo fue 1,7 pp mayor que la de mayo de 2011, pero 0,5 pp menor que la registrada en diciembre del mismo año. Para las trece áreas la diferencia fue 1,6 pp frente a mayo de 2011, pero 0,2 pp mayor que aquella registrada en diciembre de 2011, en contraste con lo observado para el total nacional. La TO registró diferencias positivas de 1,7 pp y 1,5 pp frente a lo observado doce meses atrás para el total nacional y las trece áreas. Con respecto a diciembre de 2011, la caída fue de 0,7 pp para el total nacional, y se registró un incremento de 0,1 pp para las trece áreas (Gráfico 23, paneles A y B).

Así, frente al primer trimestre de 2011 la demanda por trabajo ha crecido en mayor medida que la oferta, permitiendo la reducción de la TD en términos anuales; sin embargo, las series desestacionalizadas muestran que durante este año las variaciones de oferta y demanda han sido parecidas en magnitud, por lo que la TD se ha mantenido estable durante 2012.

Por otro lado, en lo corrido de este año, a mayo, se incrementó el número de inactivos en mayor medida que lo observado en el cuarto trimestre de 2011, en especial

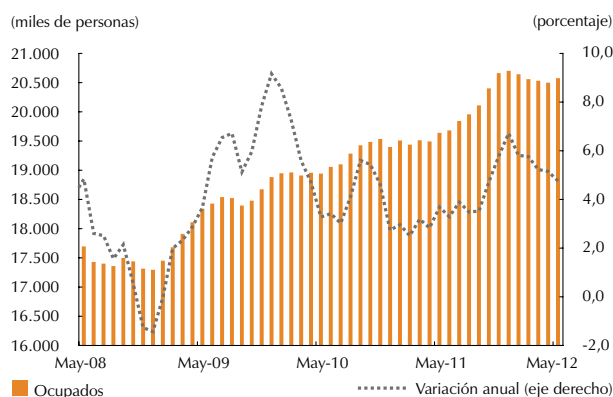
Gráfico 24
Número de inactivos
(variación anual absoluta para el trimestre móvil
desestacionalizado, trece áreas)



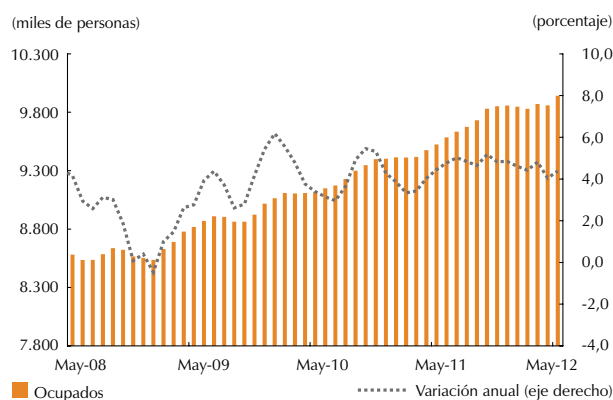
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 25
Ocupados
(trimestre móvil desestacionalizado)

A. Total nacional



B. Trece áreas



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

de aquellos que ahora están estudiando. Esto indica que personas que antes hacían parte de la actividad económica están saliendo de ella porque no perciben ninguna necesidad de trabajar, no pueden hacerlo o no les interesa realizar ninguna actividad remunerada (Gráfico 24), lo que explica la caída observada en la TGP durante los primeros meses de 2012. Esta tendencia implica una moderación en el crecimiento de la oferta de mano de obra que, de mantenerse, aumenta las posibilidades de una mayor reducción en la TD.

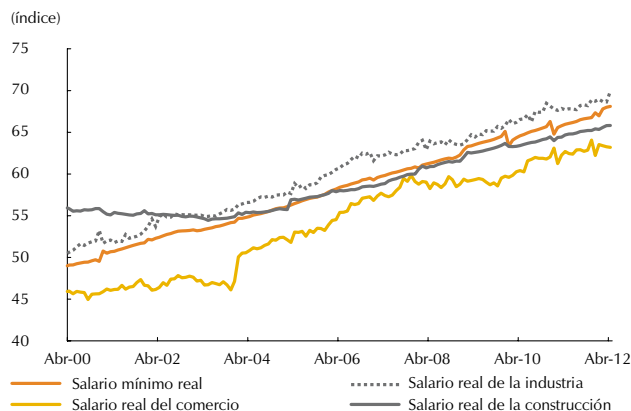
El comportamiento de la TO es consistente con lo recientemente observado en el número de ocupados en el nivel nacional y en las trece áreas metropolitanas. Con información de la GEIH a mayo se confirma que el nivel de ocupación es mayor a lo registrado doce meses atrás. Sin embargo, las series desestacionalizadas muestran una desaceleración en la tasa de crecimiento anual cuando se comparan los niveles actuales con aquellos correspondientes al cuarto trimestre de 2011 (Gráfico 25). Algo similar sucede cuando se realizan comparaciones anuales. Cabe aclarar que, cuando se analiza por tipo de posición ocupacional, se observa que la serie desestacionalizada de ocupados se estanca en términos trimestrales, lo cual es resultado de un fuerte aumento de los trabajadores catalogados como asalariados, lo que es compensado por una caída en el número de trabajadores no asalariados.

Otro indicador que refleja las condiciones de oferta y demanda laboral en la economía es el de salarios. Los datos más recientes revelan que los ajustes salariales en lo corrido del año han sido moderados y se encuentran dentro del rango meta de inflación. En términos reales, los salarios en la industria, el comercio y la construcción han mostrado variaciones anuales del orden del 1,8% en promedio (Gráfico 26).

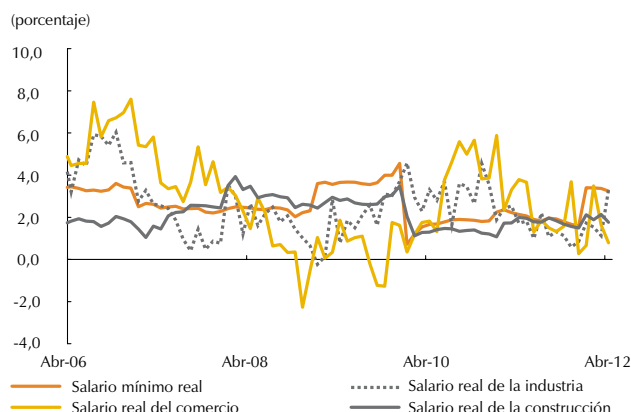
Por su parte, el salario mínimo real ha mostrado crecimientos anuales mayores, del orden del 3,3% en promedio para 2012, aún con el incremento del 5,8% en términos nominales decretado en diciembre de 2011. Con la información anterior se observa que en los primeros cuatro meses del año los ajustes salariales aún no reflejan completamente la estrechez en el mercado laboral que se previó en el pasado *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*.

Gráfico 26
Salarios reales y variación anual
(desestacionalizados, deflactado por el IPC sin alimentos ni regulados)

A. Salarios reales

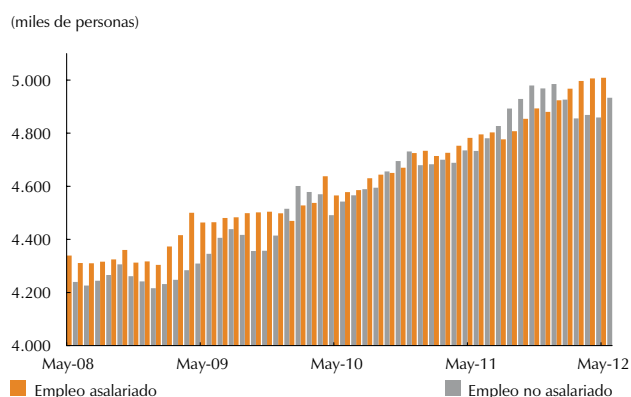


B. Variación anual



Nota: el salario mínimo real fue calculado con el IPP total, el salario real de la industria lo fue con el IPP industrial y el salario real del comercio fue calculado con el IPC.
Fuentes: DANE y Ministerio de la Protección Social; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 27
Empleo por tipo de ocupación
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



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

3. Calidad del empleo y condiciones del mercado laboral

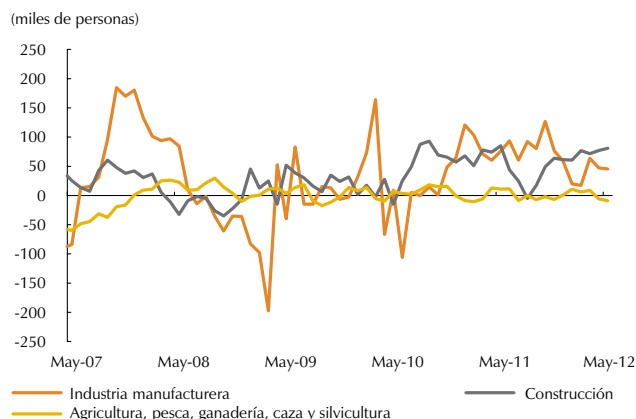
La información disponible indica que a pesar de la desaceleración en la caída de la TD y del estancamiento en el número de ocupados, las condiciones laborales y la calidad del empleo no se están deteriorando (como podría esperarse). Como se mencionó, es destacable la dinámica que ha mostrado el empleo asalariado con respecto al empleo no asalariado¹². En lo corrido del año el empleo asalariado en las trece áreas ha crecido en promedio a tasas anuales de alrededor del 5,0% (237.000 ocupados), mientras el no asalariado lo ha hecho a un ritmo del 3,8% (176.000 personas), (Gráfico 27).

El comportamiento de los ocupados por posición ocupacional se debe al impulso que ha tenido el empleo asalariado en los sectores de la construcción e industria. En contraste, el empleo no asalariado se ha visto disminuido por la reciente caída en el número de trabajadores domésticos y jornaleros en el sector rural, principalmente. Así las cosas, se podría pensar en una reubicación de mano de obra no calificada, desde posiciones ocupacionales de baja calidad, donde los trabajos son inestables y los ingresos bajos, hacia sectores donde habría mayor estabilidad y mejores ingresos (Gráfico 28).

Los anteriores hechos se confirman cuando se analizan los datos de formalidad publicados por el DANE. En el margen se observa que el nivel de ocupados informales disminuyó en los primeros meses del año con respecto a lo registrado a finales de 2011 (a pesar del repunte observado en mayo) y crece a tasas que rondan el 3,2% en promedio para los primeros cinco meses de 2012, equivalente a un incremento de 154.000 personas. Por su parte, el número de ocupados formales siguió aumentando y muestra tasas de crecimiento anuales alrededor del 5,7% (263.000 personas) (Gráfico 29).

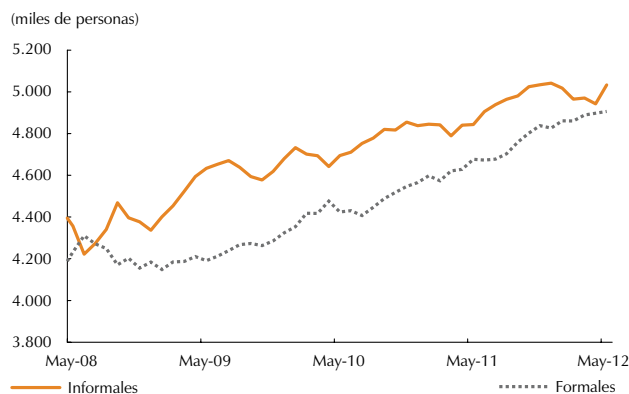
12 Se define como empleado asalariado todo aquel ocupado que, según la clasificación de posición ocupacional del DANE, están catalogados como empleados particulares, obreros, y empleados del gobierno. El empleado no asalariado será aquel que está catalogado como trabajador cuenta propia, patrón o empleador, empleado doméstico, trabajador familiar sin remuneración, y jornaleros y peones.

Gráfico 28
Variación anual absoluta en el número de ocupados
(trimestre móvil desestacionalizado)



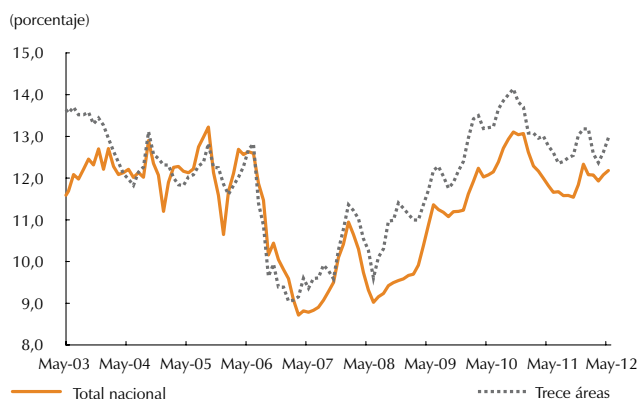
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 29
Número de ocupados formales e informales
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



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

Gráfico 30
Tasa de subempleo objetivo
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

Finalmente, la tasa de subempleo objetivo¹³ (TSO) ha mostrado un comportamiento variable en lo corrido de 2012. Tras las alzas que se registraron en el cuarto trimestre de 2011, se presentaron caídas importantes durante los primeros meses de este año. Sin embargo, la información más reciente indica que los niveles actuales son mayores que los observados doce meses atrás (Gráfico 30). Así, se podría argumentar una mejoría en la calidad del empleo y en las condiciones laborales en los primeros meses del año, pero que, dada la dinámica de la actividad económica, no se está consolidando a medida que termina el segundo trimestre del año. Con este panorama existe incertidumbre sobre la posible senda que pueda tomar la TSO en la segunda mitad del año.

C. INFLACIÓN

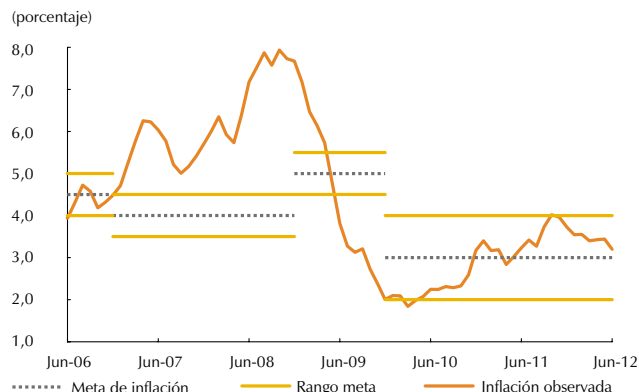
1. Los precios al consumidor en lo corrido de 2012

En la primera mitad del año la inflación anual al consumidor se mantuvo por encima de la meta de 3,0% fijada por la JDBR para 2012 y para el largo plazo, aunque tendió a disminuir y en este sentido, su comportamiento fue bueno. Así, a junio el resultado fue de 3,20%, frente a una cifra de 3,73% de finales de 2011 (Gráfico 31). Este comportamiento fue un poco mejor al previsto a comienzos de año, lo cual fue comentado en el *Informe al Congreso* presentado en marzo.

La inflación básica, por su parte, se ha mantenido muy cerca de la meta de inflación de 3% a lo largo del primer semestre. Mientras que en diciembre del año pasado el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República era 3,15%, en junio este valor descendió a 3,0%. Dos de los indicadores —el núcleo 20 y el IPC sin alimentos— presentaron algunos descensos en este lapso, en tanto los otros dos —el IPC sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos

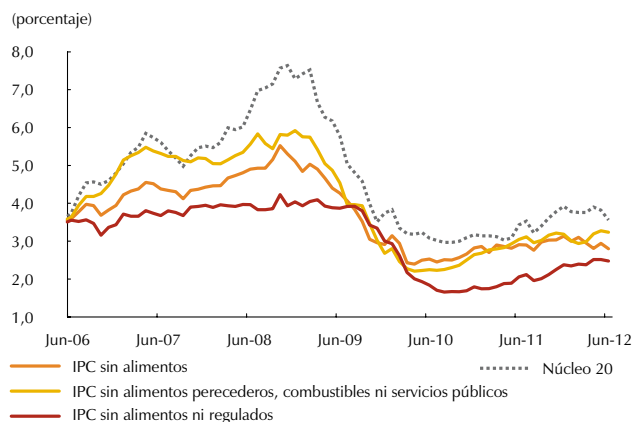
13 Según el DANE, el subempleo objetivo se define como la condición del trabajador que manifiesta deseo de mejorar ingresos, número de horas trabajadas o tener una labor más apropiada de acuerdo con sus competencias y habilidades. En línea con eso, aquel ha hecho diligencias por materializar su aspiración y está en completa disposición de efectuar el cambio de trabajo.

Gráfico 31
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico 32
Indicadores de inflación básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

y el IPC sin alimentos ni regulados— permanecieron relativamente estables (Gráfico 32 y Cuadro 3).

En el caso del IPC sin alimentos, el registro pasó de 3,1% en diciembre a 2,8% en junio. El núcleo 20 siguió reportando el mayor nivel (3,6% en junio) y el IPC sin alimentos ni regulados el más bajo (2,5%). En este último caso, sin embargo, cabe señalar que se ha presentado un alza lenta pero continua desde finales de 2010.

Varios factores han hecho posible que la inflación converja hacia la meta en lo corrido del año. En primer lugar, las presiones de demanda siguieron siendo moderadas, incluso un poco más de lo que se había previsto en el informe de comienzos de año. Esto probablemente implicó escasas presiones alcistas sobre los precios al consumidor, en especial en los de bienes y servicios no transables, que son los más sensibles a la demanda. En particular, el IPC de no transables sin alimentos ni regulados se situó en 3,6% en junio, una cifra muy similar a la de diciembre. Conviene señalar que esta variación anual presentó una leve tendencia ascendente desde comienzos de 2011 y hasta mayo de este año, cuando alcanzó 3,7%. De todas maneras, el descenso del último mes obedece, en parte, a una base de comparación muy alta en junio de 2011, por lo que podría revertirse parcialmente en los próximos meses (Gráfico 33).

En segundo lugar, durante la primera mitad del año se registró un descenso significativo de las expectativas de inflación que puede ser atribuido, en parte, a la labor de la política monetaria. Las menores expectativas contribuyeron a moderar los ajustes de precios de un amplio número de ítems de la canasta del consumidor. Cabe señalar que, de acuerdo con las estimaciones efectuadas por el Banco de la República, esta variable desempeña un papel importante en la determinación de los precios de los bienes y servicios no transables sin alimentos ni regulados, en los de algunos transables y en los de componentes del IPC de alimentos como las comidas fuera del hogar.

El descenso de las expectativas de inflación, registrado en el primer semestre, ha moderado los ajustes de los precios en varios ítems de la canasta familiar.

A finales del año pasado las expectativas se encontraban cerca o por encima del 4%; sin embargo, hacia el segundo trimestre todos los indicadores se habían acercado al 3,0%. Así, por ejemplo, las mediciones obtenidas a partir de la encuesta mensual a operadores del mercado financiero, efectuadas por el Banco de la República para un horizonte de doce meses, estaban en 3,44% en diciembre, y para julio habían descendido levemente a 3,37% (Gráfico 34). En la misma encuesta, la inflación esperada para diciembre de 2012 fue de 3,1%, frente a 3,63% registrado

Cuadro 3
Indicadores de inflación al consumidor
(a junio de 2012)

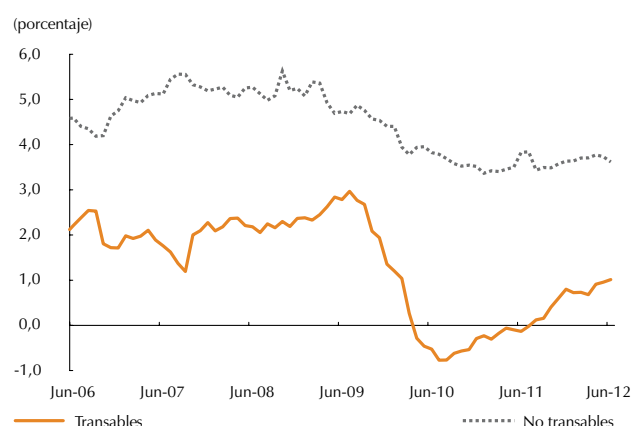
Descripción	Dic-11	Mar-12	Abr-12	May-12	Jun-12
Total	3,7	3,4	3,4	3,4	3,2
Sin alimentos	3,1	2,9	2,8	2,9	2,8
Transables	0,8	0,7	0,9	1,0	1,0
No transables	3,6	3,7	3,8	3,7	3,6
Regulados	5,8	4,9	3,8	4,4	3,9
Alimentos	5,3	4,6	5,0	4,7	4,2
Perecederos	7,7	5,2	4,7	1,2	(2,0)
Procesados	4,5	3,7	4,6	5,0	5,1
Comidas fuera del hogar	5,6	5,9	5,9	5,8	5,5
Indicadores de inflación básica					
Sin alimentos	3,1	2,9	2,8	2,9	2,8
Núcleo 20	3,9	3,8	3,9	3,8	3,6
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos	3,2	3,0	3,2	3,3	3,2
Inflación sin alimentos ni regulados	2,4	2,4	2,5	2,5	2,5
Promedio de todos los indicadores	3,2	3,0	3,1	3,1	3,0

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

en diciembre pasado. La encuesta trimestral, aplicada por el Banco a empresas, sindicatos y analistas, muestra un comportamiento similar (Gráfico 35).

La información obtenida a partir de la tasa de interés de los TES también mostró descensos significativos de las expectativas, especialmente relevantes en el caso de las de largo plazo. Es el caso de la inflación esperada a cinco años, la cual se encontraba en 4% a finales del año pasado y para junio se situó en 2,8% aproximadamente (Gráfico 36).

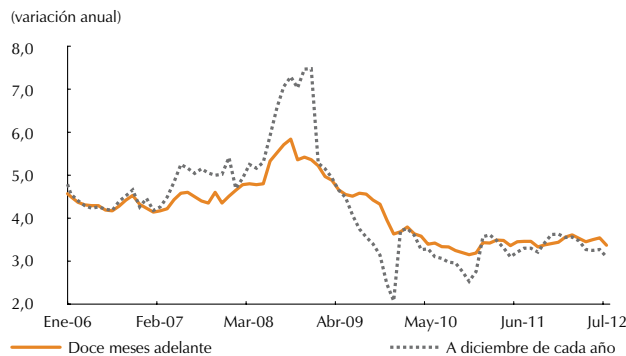
Gráfico 33
Inflación anual de transables y no transables, sin alimentos
ni regulados



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

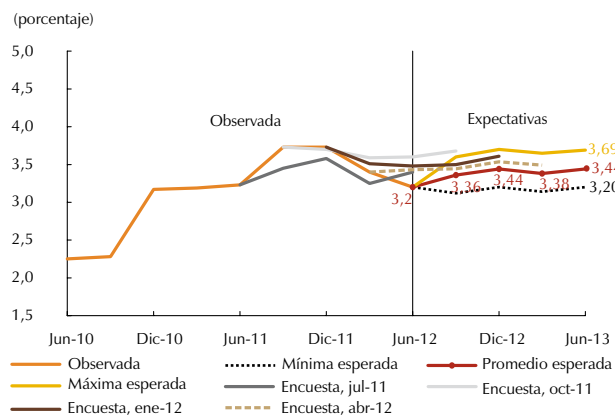
Un tercer factor que contribuyó al buen comportamiento relativo de la inflación fue el descenso (no anticipado) en el precio internacional de los combustibles a partir de abril. Este hecho, junto con la apreciación del tipo de cambio hasta marzo, permitió ajustes en el precio interno de los combustibles durante la primera mitad de este año mucho menores que lo observado en el mismo período de 2011. Es más, la caída en el precio internacional del petróleo hizo posible un ajuste absoluto del precio interno de la gasolina en cerca de -1,9% entre los meses de mayo y junio. Así, la variación anual del IPC de combustibles en este último mes ascendió a solo 1,8%, frente a un registro de 4,8% en diciembre.

Gráfico 34
Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa



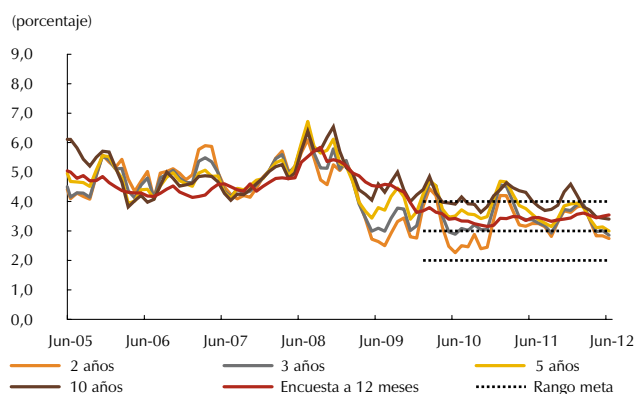
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 35
Inflación observada y expectativas de inflación (a tres, seis, nueve y doce meses) (inflación anual)



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico 36
Expectativas de inflación derivadas de los TES (a 2, 3, 5 y 10 años) (promedio mensual)^{a/}



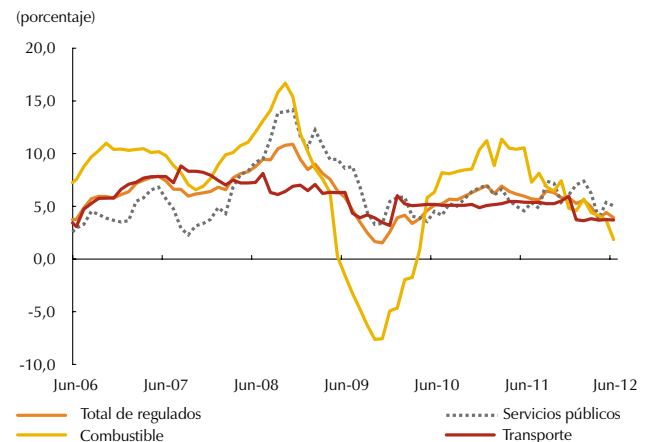
a/ Metodología Nelson y Siegel.
Fuente: Banco de la República.

El leve aumento en el precio de los combustibles también se ha traducido en una moderación en los reajustes del IPC de servicios de transporte público, permitiendo un descenso importante en su variación anual (de 6,0% en diciembre a 3,7% en junio). A ello también contribuyó la decisión del gobierno de Bogotá de posponer las alzas para el caso del transporte público.

Estas dos circunstancias, junto con una rebaja de las tarifas de acueducto para los niveles de bajos ingresos en Bogotá, ayudaron a disminuir las presiones que provienen de la canasta de bienes y servicios regulados en los primeros seis meses del año. Dicho registro pasó de 5,8% en diciembre a 3,9% en junio, convirtiéndose en la subcanasta dentro del IPC sin alimentos, que más aportó a la reducción anual de la inflación en este lapso (Gráfico 37).

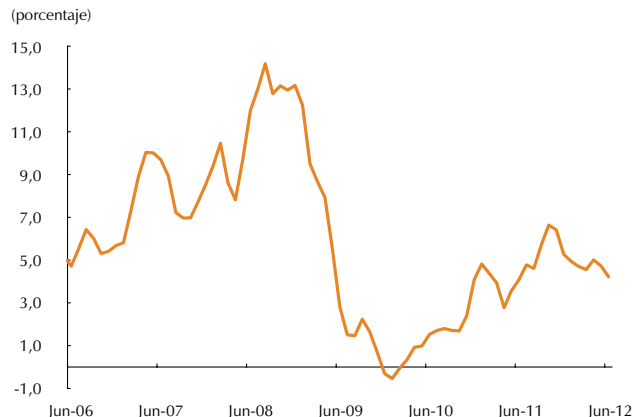
Otro factor puede ser el estímulo que ha recibido la oferta agropecuaria interna desde finales del año pasado, dada la mejora de las condiciones climáticas y por las cotizaciones altas que se observaron el año pasado. Lo anterior se tradujo en alzas moderadas en los precios de los alimentos perecederos para lo corrido del año, como lo muestra la reducción sustancial de la variación anual del IPC de esta subcanasta en dicho período (Cuadro 3), la cual ha ido de la mano de disminuciones absolutas en los precios de varios productos como frutas y hortalizas. Este fenómeno hizo

Gráfico 37
Inflación anual de regulados y sus componentes



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 38
Inflación anual de alimentos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

posible una disminución de la variación anual del IPC de todos los alimentos desde 5,3% en diciembre de 2011 hasta 4,2% en junio (Gráfico 38).

A pesar de ello, otros factores, como el dinamismo de la demanda interna en ciertos mercados, los ajustes en el salario mínimo y la depreciación del tipo de cambio a finales del año pasado y entre abril y junio, mantuvieron al alza las variaciones anuales de otros subgrupos, como en los alimentos de origen importado y las comidas fuera del hogar. En este último caso la variación anual aumentó en los primeros seis meses, cerrando el semestre en 5,5% (frente a 4,5% en diciembre), y completando 25 meses de ajustes anuales superiores al 4,0% (Cuadro 3).

Además de los alimentos, la influencia del tipo de cambio sobre los precios al consumidor parece haber sido limitada, como lo evidencia el pequeño repunte en la variación anual del IPC de transables sin alimentos ni regulados (Gráfico 33). Luego de la aceleración que este indicador experimentó en la segunda mitad del año pasado, no se volvieron a presentar cambios de consideración. En parte, esto puede obedecer a que la cotización del peso no mostró una tendencia marcada por un período superior a tres meses, por lo que su efecto sobre los precios al consumidor fue más bien moderado. Además, otros factores, como la debilidad de la demanda global y los cambios tecnológicos, habrían continuado atenuando las alzas.

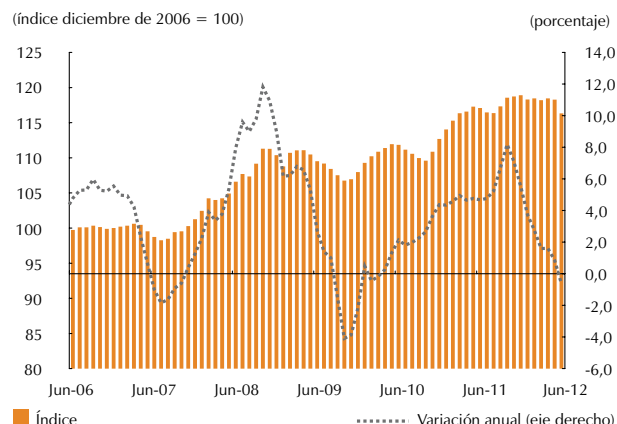
De esta forma, los precios de bienes como vehículos, electrodomésticos, aparatos electrónicos y de comunicación tendieron a presentar reducciones en los primeros dos trimestres del año, revirtiendo las leves alzas que se habían observado en 2011 y que habrían sido ocasionadas, en parte, por la depreciación del segundo trimestre de ese año. Ahora bien, la reanudación de la depreciación del peso a partir de abril de este año solo se había transmitido levemente a los precios al consumidor en los dos meses siguientes, como lo sugiere la leve aceleración que se observó en la variación del IPC de transables. Sin embargo, hay que señalar que usualmente dicha transmisión se da con al menos un trimestre de rezago.

En el primer semestre las presiones de costos han sido leves. Los precios de bienes intermedios, materias primas y bienes de capital han presentado pocos ajustes, comparado con lo que sucedió en el mismo período del año pasado, según lo sugiere el comportamiento del IPP. Gracias a ello, la variación anual de este índice se redujo sustancialmente entre diciembre y junio desde 5,5% hasta -0,69%. La apreciación del peso a comienzos de año y el descenso de los precios internacionales del petróleo y otras materias primas a partir de abril han contribuido a explicar este comportamiento (Gráfico 39).

Respecto a los salarios, a pesar de que el aumento decretado del salario mínimo de 5,8% fue significativamente superior a la meta de inflación, los otros indicadores

Las presiones de costos no salariales han sido leves, gracias al descenso de los precios internacionales del petróleo y de otras materias primas, así como por la apreciación del peso.

Gráfico 39
IPP total



Fuente: DANE.

disponibles muestran ajustes menores con cifras al segundo trimestre. Así, los salarios para industria, construcción y comercio se incrementaron a una tasa anual nominal de alrededor de 3,9 en esta primera mitad del año, lo cual resulta compatible con la meta de inflación, después de tener en cuenta las ganancias en productividad laboral de 1,0%. No obstante, el salario mínimo sí puede haber impactado los precios al consumidor de algunos servicios intensivos en mano de obra poco calificada, como es el caso de las comidas fuera del hogar, rubro que tiene una importancia significativa en la canasta del consumidor (8,0%).

2. Perspectivas de la inflación para la segunda mitad de 2012 y para el mediano y largo plazos

Para lo que resta del año no se espera un cambio importante en las tendencias de la inflación anual en Colombia. Los modelos del Banco sugieren que esta se mantendrá alrededor del 3% en los próximos dos trimestres, siempre y cuando no se presenten choques importantes sobre los precios de los alimentos debido a condiciones climáticas adversas o a aumentos duraderos de los precios internacionales. En condiciones normales es posible que se observe un ligero repunte de la inflación anual hacia el tercer trimestre, el cual deberá revertirse en los últimos meses del año.

Por su parte, el IPC sin alimentos y los otros indicadores de inflación básica no deberán presentar cambios importantes en sus niveles en lo que resta del año. En cuanto al primero de estos se espera un aumento leve hacia niveles del 3,0% a finales del segundo semestre. Dentro de sus componentes, es probable que la variación anual del IPC de transables sin alimentos ni regulados mantenga los niveles observados a mediados de año, por encima de lo previsto en el *Informe al Congreso* anterior. Para la variación anual de no transables sin alimentos ni regulados se prevé un aumento de alguna consideración, el cual estaría motivado especialmente por una aceleración de la variación anual de arriendos, variable que el resto del año mantendría la tendencia ascendente moderada que se registra desde hace varios trimestres.

Los pronósticos para el grupo de regulados apuntan a una estabilidad en la variación anual del IPC en los próximos seis meses, lo que de todas maneras representa una reducción de importancia frente a lo previsto. Esta revisión en la proyección obedece a la caída observada en los precios internacionales del petróleo a partir de abril de este año, lo que permitiría una disminución en el ritmo de ajuste de los precios internos de los combustibles, además de las reducciones en los pasajes de transporte público anunciadas para Bogotá.

Para el grupo de alimentos cabe esperar una disminución moderada en la variación anual entre julio y diciembre que se sustentaría en los menores ajustes de precios

Para lo que resta del año no se espera un cambio importante en la tendencia de la inflación anual, manteniéndose alrededor de 3%.

Las perspectivas de la inflación en Colombia para 2013 y 2014 están fuertemente vinculadas con lo que suceda en el contexto externo.

de varios productos perecederos y procesados. Esta previsión, sin embargo, supone condiciones climáticas normales y precios internacionales que presentan aumentos no muy considerables ni prolongados.

Hacia 2013 y 2014 las perspectivas de la inflación en Colombia estarían fuertemente vinculadas con lo que suceda en el contexto externo. El empeoramiento que se advierte en el entorno internacional y la reducción en las perspectivas de crecimiento mundial para lo que resta de 2012 y para 2013, como se discutió en secciones anteriores, disminuye la posibilidad de que se presenten presiones de demanda sobre los precios internos hacia el mediano y largo plazos. En estas nuevas circunstancias, que en un escenario central supondrían una desaceleración de la economía mundial y un estancamiento de la demanda en Europa, es probable que las estimaciones de la brecha del producto para lo que resta del año y para 2013 se reduzcan un poco frente a lo estimado a comienzos de año. Ello debe frenar, en mayor medida de lo que se preveía antes, el incremento de un conjunto amplio de precios no transables.

A lo anterior se suman menores presiones de costos de materias primas para 2013 que las previstas, como resultado de la caída reciente en los precios del petróleo y de varios minerales y del descenso de las proyecciones de mediano y largo plazos. La disminución en los precios internacionales de estos productos debe afectar la magnitud de los ajustes de precios en Colombia hacia 2013, especialmente en los bienes y servicios importados, regulados y de los más intensivos en transporte, dentro de los cuales se destacan los agrícolas.

Sin embargo, las menores presiones inflacionarias de demanda y de costos hacia el mediano y largo plazos no necesariamente se traducirán en una reducción significativa de la inflación total al consumidor en 2013, por cuanto el deterioro de las condiciones externas puede venir acompañado por mayores presiones a la depreciación del peso. Este hecho puede frenar la caída de precios de los bienes transables y de los importados y producir, en algunos casos, aumentos, similar a lo sucedido en la primera mitad de 2009 a raíz de la más reciente crisis mundial. En ese momento la variación anual de los transables tendió a aumentar un poco, impulsada por la depreciación.

De todas maneras, en el largo plazo deberá primar la influencia bajista de la demanda externa y de los precios de materias primas sobre la del tipo de cambio. Por ello cabe esperar una disminución de la senda de inflación proyectada hacia finales de 2013 y en 2014, de mantenerse perspectivas de crecimiento mundial débiles, como sucede hoy en día, o en caso de que estas se deterioren aún más.

Un riesgo al alza en la variación del precio de los alimentos es la posibilidad de que se presenten condiciones climáticas adversas o aumentos duraderos en las cotizaciones internacionales.

Las previsiones anteriores, sin embargo, no tienen en cuenta que hacia finales de este año podrían presentarse alzas en los precios de algunos alimentos de origen importado debido a los incrementos en los precios internacionales de los cereales y de las oleaginosas, cuya oferta mundial ha resultado golpeada por una fuerte sequía en los Estados Unidos. De verificarse este choque, los efectos sobre la inflación en Colombia serían transitorios.

Aumentos fuertes en los precios internacionales de cereales y oleaginosas podrían tener algunos efectos transitorios sobre la inflación en Colombia.

Algo similar puede decirse frente a la posibilidad de que se presente un fenómeno de El Niño que afecte la producción agropecuaria en Colombia, el cual no ha sido incluido en las previsiones anteriores. De acuerdo con el patrón observado de este fenómeno, de confirmarse su ocurrencia en el segundo semestre de 2012, generará alzas en los precios de los alimentos en Colombia en la primera mitad del año próximo y, sobre todo, en el segundo trimestre. Sin embargo, su impacto tenderá a desvanecerse a finales de año. Cabe señalar que a la fecha existe un 65% de probabilidad de que se presente un fenómeno de esta naturaleza a partir de septiembre y octubre; esta probabilidad, sin embargo, aún no es muy alta y por tanto la incertidumbre sobre su aparición es elevada, en especial en lo que respecta a la intensidad con la que podría presentarse. Cabe señalar que, a la fecha, el Instituto de Hidrología, Meteorología y Estudios Ambientales (Ideam) considera que es más probable que se trate de un fenómeno débil o moderado. La experiencia en Colombia sugiere que en este tipo de casos los efectos sobre los precios son bajos.

D. POLÍTICA MONETARIA, TASAS DE INTERÉS Y SECTOR FINANCIERO

En 2011 el dinamismo de la actividad económica colombiana se vio favorecido por los altos niveles de los términos de intercambio y el buen comportamiento del consumo de los hogares y la inversión. El impulso que traía la demanda interna indicaba que la capacidad ociosa de la economía se iría agotando hasta dar paso a una situación de presiones inflacionarias.

Como se mencionó en la sección anterior, la inflación observada en 2011 tuvo una tendencia creciente, concluyendo el año en 3,73% frente a 3,17% observada en 2010. Aunque no era un resultado que pudiera catalogarse como un desborde inflacionario, sí preocupaba, ya que se alejaba de la meta establecida para el largo plazo (3%). En este entorno, las diferentes medidas de expectativas de inflación a uno o más años aumentaron durante el año, situándose cerca de 4%, lo que podía poner en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación en 2012.

Dado el buen comportamiento del consumo y la inversión y con señales de presiones inflacionarias, a partir de febrero de 2011 la JDBR decidió cambiar la postura de política monetaria y dispuso nueve incrementos de 25 pb en la tasa de política, situándola en 5,25% a febrero de 2012.

Por otro lado, el comportamiento del crédito tanto a las empresas como a los hogares mostraba un crecimiento a tasas elevadas, lo cual estaba siendo estimulado por tasas de interés reales activas y pasivas muy bajas. Estos niveles, a los cuales se había descendido para enfrentar los efectos negativos de la crisis financiera internacional de 2009, ya no estaban siendo coherentes con la meta de inflación ni con una economía que crecía a buen ritmo, y aun más, podrían llegar a ser una fuente de inestabilidad financiera.

Ante este panorama, la JDBR consideró que la economía ya no necesitaba el estímulo monetario adoptado después de la crisis y decidió cambiar progresivamente la postura de la política monetaria hacia un terreno menos expansivo. En consecuencia, a partir de febrero de 2011 dispuso nueve incrementos de 25 pb en la tasa de política y la situó en 5,25% en febrero de 2012, nivel más consistente con una

La respuesta al alza de las tasas de interés activas y pasivas contribuyó a la moderación a lo largo del semestre del rápido endeudamiento que se observaba a principios de 2012.

En su sesión del 27 de julio la JDBR decidió reducir en 25 pb la tasa de interés de intervención, considerando las señales de que la inflación se mantendrá alrededor de la meta de largo plazo y ante el debilitamiento de la economía mundial mayor al esperado, que viene afectando la economía colombiana vía menor demanda externa y una caída de precios de los principales productos de exportación.

demanda interna dinámica y una brecha de producto positiva. En los siguientes cuatro meses la JDBR mantuvo inalterada la tasa de interés.

Los incrementos de la tasa de política iniciados en 2011 se han transmitido a las tasas de interés activas y pasivas, tanto en términos nominales como reales, sin ser restrictivas, pues a junio las únicas tasas reales de crédito que se encontraban por encima de sus promedios (calculados desde 2000) eran las de tarjetas de crédito y las de tesorería.

Respuesta que contribuyó a la moderación a lo largo del semestre de la rápida tendencia al endeudamiento que se observaba a principios de 2012. En materia de riesgo, tanto el indicador de la calidad de la cartera como los niveles de cartera vencida iniciaron una fase de deterioro. No obstante, dichos indicadores se encuentran en niveles muy inferiores a sus promedios históricos y el cubrimiento es alto.

La JDBR en su sesión del 27 de julio de 2012 decidió reducir en 25 pb la tasa de interés de intervención para llevarla a un nivel de 5%. Esta decisión se tomó ante la evidencia de un debilitamiento de la economía mundial mayor al esperado, que ha desacelerado el crecimiento de la economía colombiana a través de una menor demanda externa y la caída de los precios internacionales de los principales productos de exportación. Asimismo, la inflación, que pasó de 3,7% en diciembre de 2011 a 3,2% en junio, se espera que permanezca estable alrededor de la meta de largo plazo (3%), de acuerdo con lo que señalan los diversos indicadores de inflación básica y de las expectativas.

1. Comportamiento de las tasas de interés en el primer semestre de 2012

a. Tasas de interés de mercado

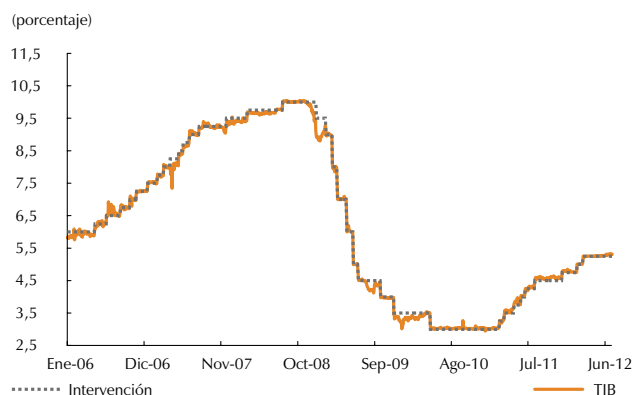
En lo corrido de 2012 hasta junio la JDBR aumentó la tasa de interés de referencia en dos ocasiones, al elevarla de 4,75% en diciembre de 2011 a 5,25% a finales de febrero de 2012 y dejarla inalterada el resto del semestre. Durante el período la tasa de interés interbancaria a un día (TIB) siguió de cerca a la tasa de política y su nivel fue 5,31% el 29 de junio de 2012 (Gráfico 40).

Los aumentos de la tasa de intervención también se han reflejado en las demás tasas de interés, activas y pasivas. Con respecto a estas últimas, en lo corrido de 2012 hasta finales de junio¹⁴, la DTF subió 26 pb y se ubicó en 5,48%¹⁵. y la tasa

14 La información de tasas de interés aquí descrita corresponde a cierre de mes monetario (último viernes de cada mes). Así, las fechas de comparación de diciembre de 2011 y junio de 2012 corresponden, en su orden, a los días viernes 30 de diciembre de 2011 y 29 de junio de 2012.

15 Este es el nivel de la DTF en la semana de cálculo, la cual tiene vigencia para la semana siguiente. En particular, la DTF corresponde a la tasa de captación de CDT a noventa días de bancos, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial.

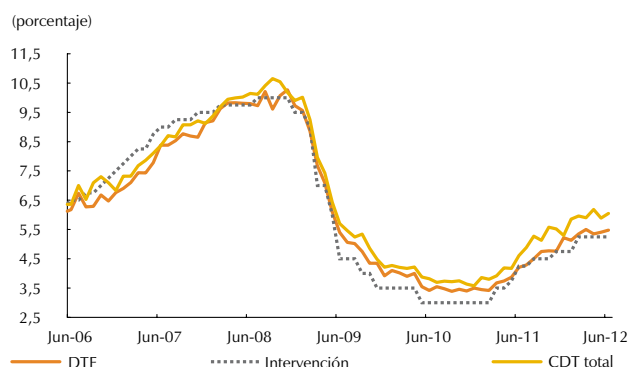
Gráfico 40
Tasa de interés de intervención del Banco de la República y
tasa de interés interbancaria (TIB)
(2006-2012)^{a/}



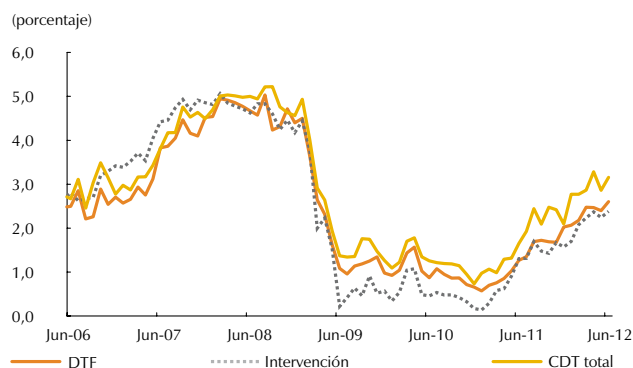
a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 29 de junio de 2012.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

Gráfico 41
Tasas de interés pasivas y tasa de interés de intervención del
Banco de la República

A. Nominales^{a/}



B. Reales^{b/}



a/ La información corresponde al cierre del mes monetario. 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 al cierre del mes monetario. Deflactado con el IPC sin alimentos.

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

de interés promedio de los CDT a todos los plazos ascendió 75 pb y se situó en 6,05%¹⁶ (Gráfico 41).

Asimismo, las tasas de interés activas para los hogares se incrementaron para todos los tipos de crédito. En particular, la tasa de interés de la cartera de consumo pasó de 18,52% en diciembre de 2011 a 18,86% a finales de junio de 2012 (+34 pb) y la de tarjeta de crédito aumentó de 28,41% a 29,34% durante el mismo período (+92 pb) (Gráfico 42, panel A). Por su parte, la tasa de interés de vivienda subió 17 pb, al pasar de 12,85% a 13,02% (Gráfico 42, panel B).

En el caso de los créditos comerciales, su tasa de interés pasó de 10,41% en diciembre de 2011 a 10,65% en junio de 2012 (+24 pb)¹⁷. Por modalidad, el incremento en las tasas fue: para los créditos ordinarios, de 11,84% a 12,13% (30 pb); para los preferenciales, de 9,20% a 9,47% (27 pb), y para los de tesorería de 7,88% a 8,20% (32 pb) (Gráfico 43).

La tasa de interés de microcrédito aumentó de 35,25% en diciembre de 2011 a 35,63% a finales de junio de 2012 (+38 pb) (Gráfico 44).

El promedio ponderado de las tasas de interés de consumo y comercial, calculado por el Banco de la República, aumentó de 12,14% en diciembre de 2011 a 12,58% en junio de 2012 (+44 pb)¹⁸ (Gráfico 45).

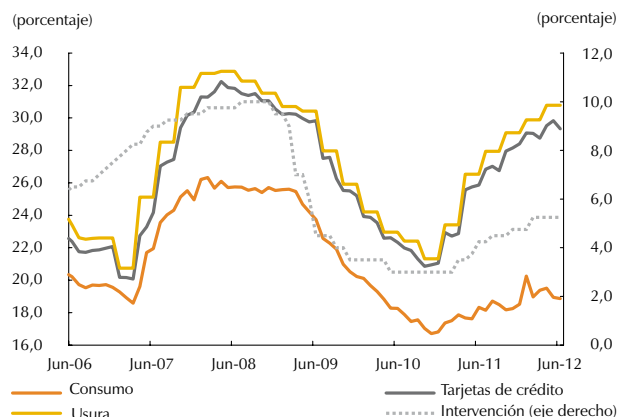
16 La tasa de captación de los CDT corresponde a la tasa a todos los plazos, reportada por todos los establecimientos de crédito a la Superintendencia Financiera de Colombia.

17 Para el cálculo de esta tasa, debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso.

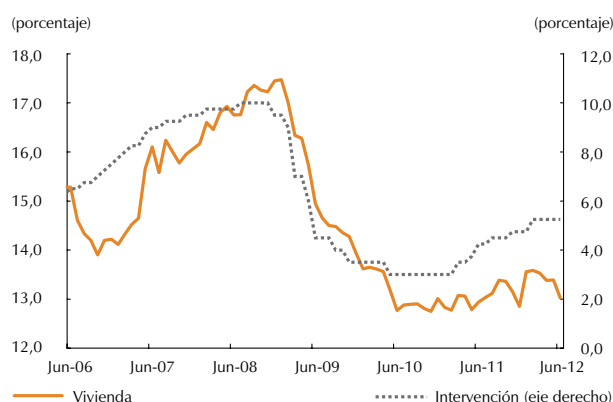
18 La ponderación que se toma para el cálculo de la tasa de interés activa en el Banco de la República considera los desembolsos de créditos de consumo y comerciales. Para este último se toman las modalidades de crédito ordinario, preferencial y tesorería. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso.

Gráfico 42
Tasas nominales de interés de créditos a hogares y de intervención del Banco de la República^{a/}

A. Consumo

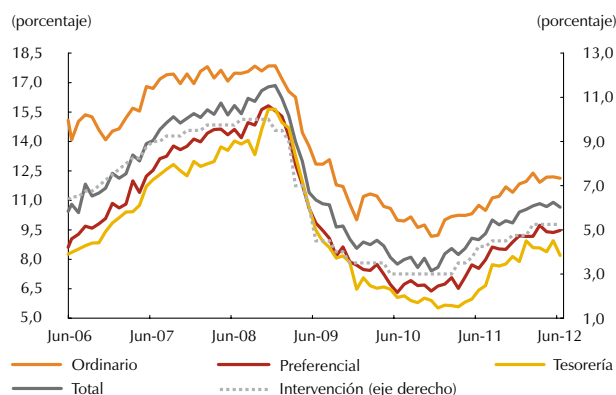


B. Vivienda



a/ Los datos corresponden al fin del mes monetario.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

Gráfico 43
Tasas nominales de interés de créditos comerciales y de intervención del Banco de la República^{a/}



a/ Los datos corresponden al fin del mes monetario. Para el cálculo de la tasa de interés comercial total, debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

b. El mercado de deuda pública

En lo corrido de 2012 (hasta el 29 de junio) los TES denominados en pesos presentaron valorizaciones. Las tasas de títulos que vencen entre 0 y 2 años, entre 2 y 5 años, y entre 5 y 15 años registraron en promedio disminuciones de 13 pb, 63 pb y 64 pb, respectivamente¹⁹ (Gráfico 46), lo que corresponde a un aplanamiento de la curva de aproximadamente 52 pb en lo corrido del año.

Resulta importante mencionar que desde mediados de 2010 la pendiente de la curva de Colombia ha disminuido, comportamiento que ha caracterizado a la mayoría de las economías de la región. En particular, en el caso de Colombia este período coincide con el ciclo al alza de la tasa de referencia, que influyó en el incremento de las tasas de corto plazo de la curva, y que pudo haber contribuido a disminuir las expectativas de inflación. Desde el 25 de febrero de 2011, día en que comenzó el más reciente ciclo alcista de la tasa de referencia, la curva cero cupón se ha aplanado 232 pb al presentar movimientos a la baja de 124 pb y 174 pb en los tramos medio y largo, respectivamente, mientras que en la parte corta ha aumentado 58 pb (Gráfico 47)²⁰.

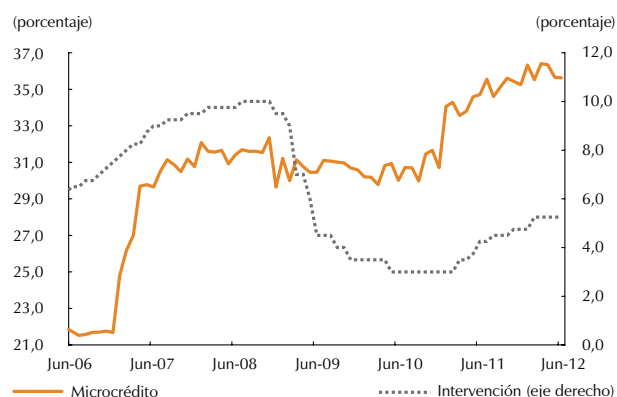
En el presente año, hasta el mes de abril todas las tasas de TES registraron disminuciones. El efecto de los aumentos de la tasa de referencia en las reuniones de enero y febrero de la JDBR (de 25 pb cada uno, hasta llegar a 5,25%), sobre las tasas de corto plazo, fue más que compensado por la respuesta del mercado al anuncio del Ministerio de Hacienda y Crédito Público de suspender las subastas de bonos de corto plazo²¹ y por la mayor disponibilidad de liquidez en

19 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).

20 Las pendientes son medidas como la diferencia entre las tasas cero cupón a diez años y las tasas cero cupón a un año. Para Chile esta diferencia es calculada con la tasa cero cupón a nueve años.

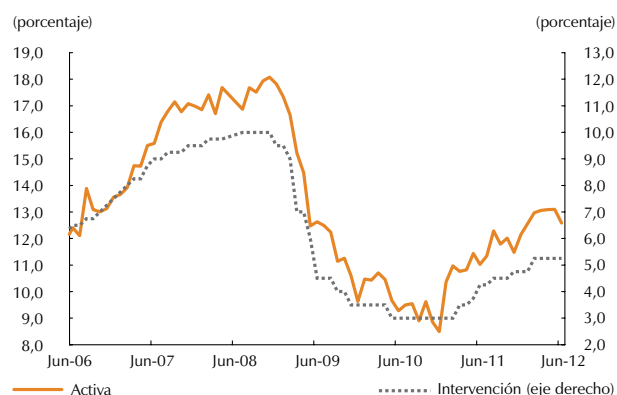
21 Se suspendieron las subastas de TES de corto plazo hasta la última semana de junio de 2012, cuando serían revisadas las necesidades de liquidez del segundo semestre.

Gráfico 44
Tasas nominales de interés para microcréditos y de intervención del Banco de la República^{a/}



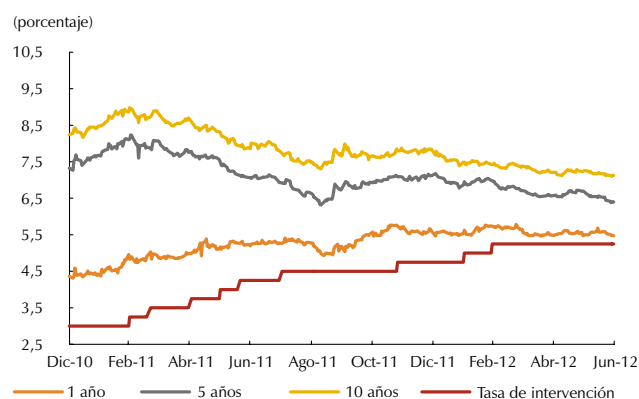
a/ Los datos corresponden al fin del mes monetario.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

Gráfico 45
Tasas de intervención del Banco de la República y tasa activa del sistema^{a/}



a/ Los datos corresponden al fin del mes monetario. La tasa activa es el promedio ponderado por monto de las tasas de los créditos de consumo, preferencial, ordinario y tesorería. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se calcula considerando una quinta parte de su desembolso.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 46
Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de intervención del Banco de la República



Fuentes: SEN y MEC; cálculos del Banco de la República.

pesos, proveniente, en parte, de vencimientos de TES. Adicionalmente, la decisión unánime de la JDBR de mantener la tasa inalterada en la reunión de marzo generó un ajuste en las expectativas de política monetaria, de tal manera que algunos agentes que antes esperaban mayores incrementos de la tasa de referencia en el corto plazo, comenzaron a esperar estabilidad.

En cuanto a las tasas de mediano y largo plazos, su comportamiento durante los primeros cuatro meses de 2012 estuvo relacionado con varios factores, dentro de los cuales se destaca: i) la disminución de las expectativas de inflación, luego de los incrementos de la tasa de política monetaria y la publicación de los datos de inflación de febrero y marzo, que resultaron inferiores a los pronosticados por el mercado; ii) el optimismo de los participantes del mercado ante anuncios positivos en materia fiscal²² y la colocación

Gráfico 47
Pendientes de las curvas cero cupón



Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC; cálculos del Banco de la República.

22 A principios de febrero el Ministerio de Hacienda anunció que, con datos preliminares, el déficit del sector público consolidado durante 2011 había sido 2,2% del PIB, inferior al estimado en diciembre (2,9%) gracias a un mejor desempeño fiscal del Gobierno central y las regiones. Por lo anterior, el déficit del Gobierno nacional central pronosticado para 2012 pasó de 3,0% a 2,8%. De acuerdo con la entidad, la mayor disponibilidad de recursos en caja y la disminución en el déficit proyectado permitieron que se redujeran las necesidades de liquidez de la Tesorería al menos durante el primer semestre del año.

Durante el semestre los TES a todos los plazos se valorizaron por la reducción en subastas de corto plazo, la disminución de expectativas de inflación, las buenas noticias fiscales, el buen desempeño económico y la exitosa colocación de bonos públicos en el mercado internacional.

En mayo los TES temporalmente se desvalorizaron por el aumento de la percepción de riesgo que trajo consigo la inestabilidad política de Grecia, junto con el mal desempeño de algunas economías importantes.

exitosa de bonos de deuda externa²³, y iii) las mejores expectativas con respecto al desempeño de la economía colombiana, luego de que se conocieran algunos datos favorables en el ámbito local. Internacionalmente, en ese período se anunciaron incrementos en los montos de los programas de liquidez de los bancos centrales de Inglaterra y Japón, se aprobó el segundo paquete de ayuda a Grecia, se publicaron algunos datos económicos mundiales favorables, el BCE llevó a cabo algunas operaciones para otorgar liquidez, y la Fed anunció que probablemente mantendría la tasa de referencia en niveles excepcionalmente bajos hasta finales de 2014, lo que contribuyó, en ese período, a reducir la percepción de riesgo de los agentes locales.

Posteriormente, en el mes de mayo las tasas de TES aumentaron, con mayor magnitud en los tramos de mediano y largo plazos, aunque no alcanzaron a compensar las disminuciones presentadas durante los cuatro primeros meses del año. En particular, las desvalorizaciones de los bonos de corto plazo estuvieron relacionadas con expectativas de esterilización de la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario vía mayor oferta de títulos, y especulaciones referentes a que este emitiría sus propios bonos en el tramo corto, luego que el programa de compras diarias de dólares fuera extendido²⁴.

Por su parte, la desvalorización de los bonos de mediano y largo plazos estuvo relacionada con el aumento de la percepción de riesgo internacional ante la incertidumbre ocasionada por la inestabilidad política de Grecia y el mal desempeño de otras economías. Sin embargo, es importante mencionar que el anuncio de la nueva estrategia de colocación de TES²⁵ fue positiva y generó expectativas de una mejora en la liquidez en todos los tramos de la curva de deuda y del perfil de deuda de la nación en los próximos años.

En junio, pese a que persistía un desfavorable contexto externo, las tasas de los TES retomaron su tendencia a la baja y los bonos se valorizaron, especialmente los de mediano y largo plazos. En algunos casos, las tasas de los TES descendieron a mínimos históricos. Este comportamiento estuvo relacionado con los anuncios

23 Se colocaron US\$1.500 m a treinta años a una tasa inferior a las tasas de colocación de bonos que anteriormente se subastaron a plazos similares (los bonos vencen en 2041, fueron colocados a una tasa de 4,964% y se recibieron demandas por cerca de US\$3.600 m). Estos recursos fueron utilizados para recomprar bonos de deuda externa con vencimiento entre 2013 y 2027, y el remanente sería utilizado para financiar necesidades presupuestales en dólares de 2012.

24 Después de la reunión del mes de abril, la JDDBR anunció la extensión del programa de compras diarias de dólares por montos mínimos de US\$20 m hasta al menos el 2 de noviembre de 2012, y publicó la reglamentación de las operaciones de mercado abierto para regular la liquidez de la economía, mediante la compra o venta de títulos de deuda pública o de títulos emitidos por el Banco.

25 La estrategia anunciada por el Ministerio de Hacienda consistente en la creación de bonos de referencia a cinco, diez y quince años en pesos a tasa fija, con vencimientos en años pares. Igualmente para bonos denominados en UVR, las referencias serían a cinco, diez y veinte años, con vencimientos en años impares.

En junio volvió la tranquilidad al mercado de TES, gracias a los anuncios del Ministerio de Hacienda de mejora en las condiciones fiscales y las expectativas de cambio en la postura de política monetaria.

locales positivos en materia fiscal²⁶ y la realización de una operación de manejo de deuda por parte del Gobierno²⁷. Adicionalmente, la curva puede estar reflejando las expectativas de un ajuste en la política monetaria, ante los ajustes a la baja en los pronósticos de crecimiento de la economía colombiana, como consecuencia de la publicación de indicadores locales menos favorables de lo esperado y la incertidumbre con respecto al desempeño de la economía mundial.

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

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 mediante operaciones con el resto de agentes, especialmente las entidades financieras. El Banco inyecta liquidez a la economía cuando aumenta sus activos o reduce sus pasivos no monetarios, y viceversa.

Como se aprecia en el Cuadro 4, durante el primer semestre el saldo de la base monetaria se redujo en \$3.267 mm. La principal fuente de la contracción de la liquidez en pesos corresponde a los mayores depósitos de la Dirección General de Crédito Público y el Tesoro Nacional (DGCPTN) en el Banco de la República (\$17.703 mm)²⁸. Lo anterior fue parcialmente compensado, en especial, por las siguientes operaciones:

26 En el marco fiscal de mediano plazo (MFMP) de 2012, presentado el 14 de junio, como resultado del mejor recaudo tributario, la mayor entrada de recursos por concepto de dividendos de Ecopetrol y las reformas fiscales, se revisaron las metas de desempeño fiscal —se estimaron déficits del Gobierno nacional central (GNC) y del sector público consolidado (SPC) de 2,4% y de 1,2%, respectivamente, y se estimó que la deuda del sector público no financiero (SPNF) sería de 26,4%. Estas cifras son inferiores a las estimadas en febrero de 2012 de 2,8%, 1,8% y 27%, respectivamente—. Además, se anunció una menor colocación de títulos mediante subasta —el Gobierno mantuvo inalterado el monto de emisión de TES, pero redujo el monto de colocación de subastas en cerca de \$1 billón (b), al tiempo que incrementó la cantidad que sería colocada mediante operaciones forzosas—. En las modificaciones anunciadas también fueron incluidas la reducción en la meta de emisión de deuda externa de US\$1.300 m, la cancelación de los TES de corto plazo y el aplazamiento de la venta de la participación accionaria de Ecopetrol para el año 2013.

27 El Gobierno declaró de plazo vencido títulos de deuda interna con vencimiento en agosto de 2012 por \$2 b, de tal manera que el valor del vencimiento de TES previsto para el 15 de agosto de 2012 pasó de \$8,6 b a \$6,6 b.

28 En su sesión del 3 de junio de 2005 la JDBR aprobó un nuevo esquema de suministro de liquidez apoyado en el manejo de la totalidad de los excedentes de liquidez en pesos del Gobierno en el Emisor. Los objetivos principales de este esquema fueron: mejorar la distribución de la liquidez en el mercado, impulsar el desarrollo del mercado monetario y de deuda pública, y disminuir el riesgo operativo y crediticio de la DGCPTN en su proceso de inversión a tasas de mercado. Este nuevo esquema empezó a operar plenamente el 22 de junio de 2005.

- 1) Mayor liquidez otorgada por el Banco de la República al sistema financiero (\$10.602 mm). En particular, el saldo de repos aumentó \$10.000 mm, y los depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE) se redujeron en \$602 mm²⁹.
- 2) Compras netas de divisas del Banco de la República en el mercado cambiario por US\$1.960 m, las cuales representaron una expansión en pesos de \$3.493 mm.

Cuadro 4
Fuentes de la base monetaria
(miles de millones de pesos)
(variación trimestral)^{a/}

Concepto	2011					2012		
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Total	I trim.	II trim.	Total
I. Gobierno	(8.782)	(2.795)	(3.229)	12.443	(2.363)	(4.835)	(12.869)	(17.703)
Traslado de utilidades en pesos	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósitos en el Banco de la República	(8.782)	(2.795)	(3.229)	12.443	(2.363)	(4.835)	(12.869)	(17.703)
II. TES regulación	(5)	(258)	(27)	(36)	(325)	(10)	(151)	(161)
Compras definitivas	0	0	0	0	0	0	0	0
Ventas definitivas	0	0	0	0	0	0	0	0
Vencimiento	(5)	(258)	(27)	(36)	(325)	(10)	(151)	(161)
III. Operación de liquidez del Emisor	2.995	2.108	64	(3.634)	1.534	(2.843)	13.445	10.602
Expansión ^{b/}	2.160	2.014	78	(3.042)	1.210	(2.883)	12.883	10.000
Contracción	835	94	(14)	(592)	323	40	562	602
IV. Divisas^{c/}	2.329	2.193	2.267	0	6.790	1.383	2.109	3.493
Subasta de compra directa	2.329	2.193	2.267	0	6.790	1.383	2.109	3.493
V. Otros^{d/}	202	196	150	280	828	160	342	502
Variación total de la base	(3.261)	1.445	(774)	9.053	6.464	(6.144)	2.877	(3.267)
Saldo de la base monetaria	41.614	43.060	42.286	51.339	51.339	45.195	48.072	48.072

a/ Estas cifras corresponden al cierre del mes calendario.

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

c/ No se incluyen las operaciones con organismos internacionales.

d/ Dentro del rubro "otros" se incluye el efecto monetario del P y G del Banco, así como el efecto monetario de los depósitos por endeudamiento y portafolio externos.

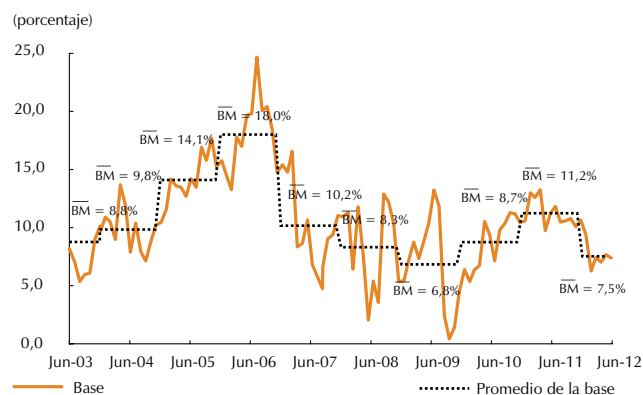
Fuente: Banco de la República.

ii. Usos de la base monetaria

En lo corrido de 2012 hasta junio, la demanda de base monetaria presentó una variación promedio anual de 11,2%, inferior en 4 pp a la observada en igual período de 2011. En términos reales, significó un aumento anual promedio de 7,5%,

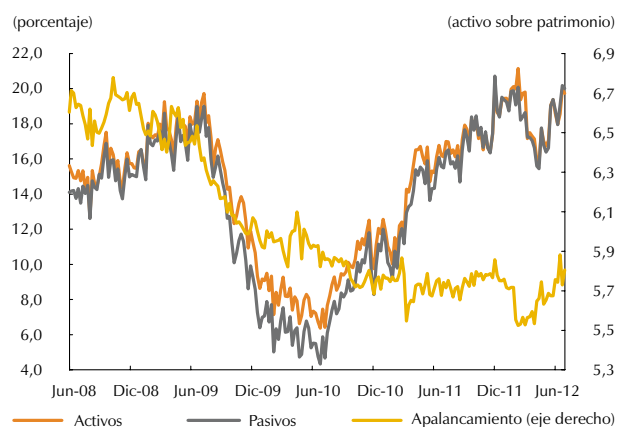
29 Los DRNCE hacen parte de los instrumentos que tiene el Banco de la República para recoger excesos de liquidez del mercado monetario. Estos depósitos, en particular, se utilizan para retirar la liquidez sobrante de forma transitoria y pueden realizarse por medio de subastas a plazo por medio de la ventanilla de contracción.

Gráfico 48
Base monetaria real
(variación porcentual anual de promedios mensuales)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 49
Crecimiento porcentual anual de los activos y pasivos de los establecimientos de crédito, y nivel de apalancamiento^{a/}



a/ Dentro de los pasivos se consideran los repos con el Emisor y los pasivos sujetos a encaje. Dentro de los activos se netean las cuentas del pasivo diferentes de las anteriores. El nivel de apalancamiento se calculó como la relación activos/patrimonio.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

menor en 4,2 pp al observado entre enero y junio de 2011 (Gráfico 48).

La desaceleración en el ritmo de crecimiento de la base monetaria se explica por el comportamiento del efectivo en poder del público, cuya variación promedio anual fue 9,1% entre enero y junio de 2012 (5,5% en términos reales), inferior en 6,8 pp con respecto a igual período del año anterior. Por su parte, el crecimiento anual de la reserva bancaria fue 15,0% (11,2% en términos reales), superior en 0,9 pp frente al observado entre enero y junio de 2011.

b. Fuentes y usos de los establecimientos de crédito

Al analizar los balances de los establecimientos de crédito se observa que la cartera y las inversiones representan sus principales activos³⁰, mientras que los pasivos sujetos a encaje (PSE) constituyen las mayores obligaciones. El nivel de apalancamiento, medido como la relación activos/patrimonio, presentó una reducción entre diciembre de 2011 y marzo de 2012, hecho asociado a una desaceleración tanto en el crecimiento de los activos como de los pasivos de los establecimientos de crédito (Gráfico 49), la tendencia se revirtió durante el segundo trimestre del año.

i. Fuentes

En el último año la principal fuente de financiación de los establecimientos de crédito correspondió a los PSE (Cuadro 5). En particular, a finales de junio de 2012 el saldo de los PSE presentó un incremento anual de \$35.073 mm (17,3%). Esta variación se explica por el mayor saldo en depósitos a través de CDT y cuentas de ahorro por \$18.795 mm y \$9.218 mm, respectivamente, equivalentes a variaciones nominales anuales de 31,0% y 10,4%. En menor cuantía aumentaron los saldos de bonos [\$3.246 mm (20,6%)] y de cuentas corrientes [\$2.560 mm (8,5%)], Es importante anotar que, frente a

30 Para el presente análisis, dentro de los pasivos de los establecimientos de crédito se consideran únicamente los repos con el Banco de la República y los PSE. Por tanto, los activos corresponden al valor neto entre los activos totales y las demás cuentas del pasivo diferentes de las anteriores.

Cuadro 5
Principales cuentas del balance de los establecimientos de crédito
(miles de millones de pesos)

	Saldos fin de mes ^{a/}			Variación anual absoluta		Variación porcentual anual	
	Jun-10	Jun-11	Jun-12	Jun-11	Jun-12	Jun-11	Jun-12
Activo							
Posición propia de contado ^{b/}	412	1.318	4.730	975	3.475	(236,4)	263,7
Reserva bancaria	13.465	15.782	18.829	2.317	3.047	17,2	19,3
OMA pasiva del Banco de la República y depósitos remunerados no constitutivos de encaje	708	3	2	(705)	(1)	(99,6)	(25,9)
Total cartera bruta con <i>leasing</i> en moneda nacional ^{c/}	151.031	180.159	213.912	29.128	33.753	19,3	18,7
Inversiones	53.651	57.608	63.214	3.957	5.606	7,4	9,7
Otros activos netos ^{d/}	(914)	(1.309)	2.927	(464)	4.173	43,2	(323,6)
Total activo	218.353	253.561	303.614	35.208	50.053	16,1	19,7
Pasivo							
Repos con el Banco de la República	3.709	6.615	13.450	2.905	6.835	78,3	103,3
PSE	177.604	202.789	237.862	25.185	35.073	14,2	17,3
Cuentas corrientes	25.526	30.092	32.652	4.566	2.560	17,9	8,5
Ahorros	71.857	88.317	97.535	16.461	9.218	22,9	10,4
CDT	59.077	60.632	79.428	1.555	18.795	2,6	31,0
Bonos	12.950	15.778	19.025	2.829	3.246	21,8	20,6
Depósitos fiduciarios	5.151	4.686	5.135	(465)	449	(9,0)	9,6
Depósitos a la vista	2.747	3.281	4.087	534	806	19,4	24,6
Repos con el sector real	296	2	0	(294)	(2)	(99,3)	(100,0)
Patrimonio	37.039	44.157	52.302	7.117	8.145	19,2	18,4
Total pasivo más patrimonio	218.353	253.561	303.614	35.208	50.053	16,1	19,7

a/ La información corresponde a los cierres monetarios en cada año, los cuales pueden diferir de los saldos del cierre calendario.

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

c/ No incluye titularizaciones de cartera hipotecaria. Parte de ellas están registradas como inversiones.

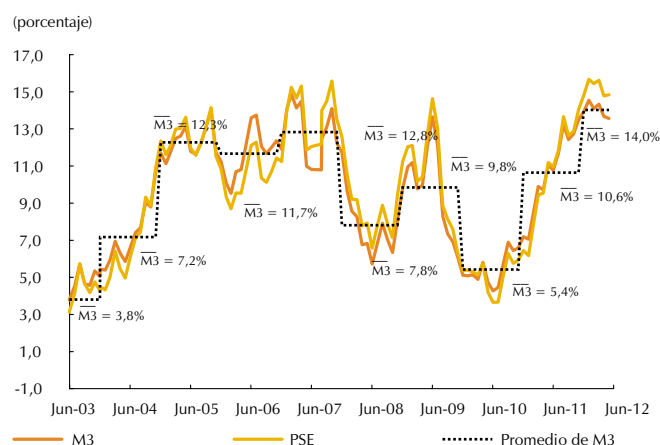
d/ La variación de los otros activos netos recoge los cambios en las cuentas activas y pasivas que no se discriminan en este cuadro, junto con las variaciones en la posición propia de contado que no se explican por la variación del saldo de la cuenta.

Fuente: Banco de la República.

lo observado en 2011, durante el presente año los depósitos a plazo han presentado un mayor ritmo de crecimiento.

El comportamiento de los PSE condujo a un crecimiento promedio anual del M3 de 17,9% entre enero y junio de 2012 (14,0% en términos reales) (Gráfico 50). Por otra parte, al desagregar el M3 entre los sectores público y privado, en mayo de 2012 los crecimientos nominales anuales fueron 14,8% y 17,5%, respectivamente (Cuadro 6).

Gráfico 50
Agregado amplio M3 real
(variación porcentual anual de promedios mensuales)



Fuente: Banco de la República.

ii. Usos

Desde 2010 las colocaciones de los establecimientos de crédito han estado dirigidas más a cartera que a inversiones (Cuadro 5 y Gráfico 51). En junio de 2012 la cartera bruta de los establecimientos de crédito en moneda nacional presentó una variación anual de \$33.753 mm (18,7%), mientras que el saldo de las inversiones en moneda nacional registró un incremento anual de \$5.606 mm (9,7%). Al incluir el valor de las titularizaciones dentro de la cartera, su saldo sería \$220.147 mm en junio de 2012, con una variación anual de \$33.520 mm (18,0%) (Cuadro 7).

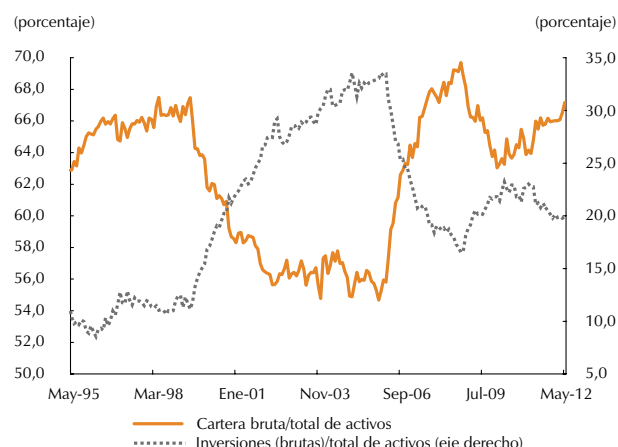
Al cierre del semestre el crecimiento anual en moneda nacional de las distintas modalidades de crédito fue menor al observado un año atrás. En el caso de los créditos comercial y de consumo, las variaciones nominales anuales a junio de 2012 fueron 16,6% y 21,2%, respectivamente, frente a 17,4% y 24,8%

Cuadro 6
Oferta monetaria ampliada: M3 público y privado
(miles de millones de pesos)

	Saldos a mayo		Crecimiento anual (porcentaje)
	2011	2012	
M3 privado	188.149	221.108	17,5
Efectivo	26.165	28.228	7,9
PSE	161.984	192.880	19,1
Cuentas corrientes	21.085	23.495	11,4
CDT	55.432	73.433	32,5
Ahorro	67.867	74.902	10,4
Otros	17.601	21.056	19,6
M3 público	37.490	43.040	14,8
Cuentas corrientes	7.579	7.776	2,6
CDT	3.802	4.679	23,1
Ahorro	19.612	24.182	23,3
Otros	6.496	6.398	(1,5)
M3 total	225.639	264.147	17,1
Efectivo	26.165	28.228	7,9
PSE	199.474	235.920	18,3
Cuentas corrientes	28.664	31.271	9,1
CDT	59.234	78.112	31,9
Ahorro	87.479	99.084	13,3
Otros	24.097	27.453	13,9

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

Gráfico 51
Cartera e inversiones (brutas)/total de activos^{a/}



a/ Sin entidades financieras especiales.
Fuente: Banco de la República.

en 2011. Para la misma fecha, el crecimiento de la cartera hipotecaria ajustada por titularizaciones fue 15,9%.

En términos reales la cartera ajustada en moneda nacional³¹ también ha venido moderándose, después de presentar una recuperación importante en su ritmo de crecimiento desde comienzos de 2010 hasta agosto de 2011. Así, su variación anual pasó de 18% en agosto de 2011 a 14,7% en junio de 2012 (Gráfico 52). Por modalidad de crédito, a finales de junio de 2012 la variación anual real de la cartera comercial más microcrédito en moneda nacional fue de 13,6% y la de consumo de 17,9%.

Cuadro 7
Cartera bruta del sistema financiero^{a/}

	Saldo en miles de millones de pesos			Crecimiento porcentual anual		
	fin de junio de			fin de junio de		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
A. Moneda nacional	155.741	186.627	220.147	5,1	19,8	18,0
Comercial ^{b/}	91.552	107.463	125.267	1,5	17,4	16,6
Consumo ^{c/}	43.151	53.838	65.241	8,9	24,8	21,2
Hipotecaria ajustada ^{d/}	17.111	20.039	23.234	14,9	17,1	15,9
Microcrédito ^{e/}	3.927	5.286	6.405	11,7	34,6	21,2
B. Moneda extranjera	5.657	11.848	12.433	20,7	109,4	4,9
Total cartera ajustada (A + B)	161.399	198.474	232.579	5,5	23,0	17,2
Memo ítem						
Hipotecaria ^{f/}	12.401	13.572	17.000	22,2	9,4	25,3

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

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

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, aquellos 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 120 salarios mínimos legales mensuales vigentes (Decreto 919 de 2008).

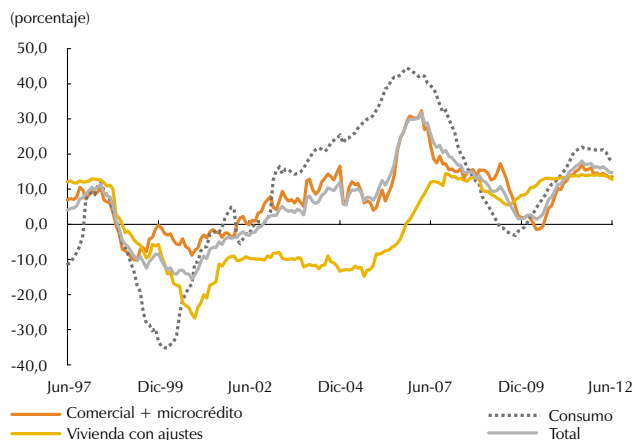
f/ Son créditos de vivienda, independientemente del monto, aquellos otorgados a personas naturales destinados a la adquisición de vivienda nueva o usada, o a la construcción de vivienda individual. Corresponde a las cuentas de los créditos hipotecarios de los establecimientos de crédito.

Fuente: Formato semanal 281 de la Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

3. Algunas medidas de riesgo del sistema financiero

En esta sección se evalúa la exposición de los principales intermediarios financieros a los riesgos de crédito, de mercado y de liquidez, utilizando algunos indicadores con información hasta mayo de 2012. Adicionalmente, se presentan los

Gráfico 52
Variación porcentual de la cartera bruta real^{a/}
(moneda legal)



Nota: se utilizó el IPC sin alimentos.

a/ Incluye FEN, ahora Financiera de Desarrollo Nacional.

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

principales resultados de la encuesta sobre la situación del crédito, aplicada en junio del presente año.

En relación con el riesgo de crédito se registra cierto deterioro para algunas modalidades de cartera, causado por los crecimientos de las carteras vencida y riesgosa superiores al de sus correspondientes saldos. En cuanto al riesgo de mercado, se observa un aumento en la exposición de las entidades, debido a la mayor duración de sus portafolios. Finalmente, los niveles de liquidez de las entidades financieras se mantuvieron relativamente estables durante el primer semestre de 2012. Además, los ejercicios de estrés indican que la posición de liquidez de los diferentes intermediarios les permitiría resistir retiros considerables de sus depósitos en un horizonte de hasta cuatro semanas.

El grado del riesgo de crédito se obtiene del indicador de mora³² y la cartera total, y del indicador de calidad de cartera (IC) calculado como la proporción que representa la cartera riesgosa³³ dentro de la cartera total. Otro indicador que se tiene en cuenta es el nivel de cubrimiento con provisiones.

Durante los primeros cinco meses de 2012 las tasas de crecimiento de los préstamos en sus diferentes modalidades han sido menores a las observadas durante 2011, mientras ha ocurrido lo contrario con las carteras vencida y riesgosa en algunas modalidades, hecho que se refleja en un empeoramiento de sus respectivos indicadores de riesgo de crédito.

Para el comportamiento del riesgo de mercado, se toma la evolución del saldo total del portafolio propio y administrado de TES de las entidades financieras. Adicionalmente, se realiza un ejercicio de sensibilidad, que tiene como objetivo cuantificar las pérdidas por valoración del portafolio en que incurrirían las entidades financieras ante un cambio adverso en las condiciones de mercado. Como se verá, de acuerdo con la información disponible a junio de 2012, estos ejercicios muestran que la exposición al riesgo de mercado de los bancos comerciales, las administradoras de fondos de pensiones (AFP) y los fondos administrados por las sociedades fiduciarias (SFD) continúa aumentando, explicada por la duración de sus portafolios de TES.

32 De acuerdo con el capítulo 2 de la Circular Básica Contable y Financiera, se entiende por incumplimiento aquellos créditos que se han dejado de pagar por un período mayor o igual a 150 días para los créditos comerciales, igual o superior a 90 días en créditos de consumo, igual o mayor a 180 días en créditos de vivienda y mayor o igual a 30 días en microcréditos.

33 Los créditos pueden ser clasificados de acuerdo con el nivel de riesgo, como A, B, C, D o E. La cartera riesgosa está compuesta por todos los créditos, cuya calificación es diferente de A (calificación de menor riesgo).

Se registra cierto deterioro para algunas modalidades de cartera, causado por el aumento de la mora y el mayor porcentaje de la cartera en riesgo.

También aumentó la exposición al riesgo de mercado en el sistema financiero, debido a la mayor duración de los portafolios.

Finalmente, para cuantificar exposición al riesgo de liquidez de fondeo se utiliza el indicador de riesgo de liquidez (IRL) escalado por los activos ilíquidos de cada entidad. Este se construye como una brecha de liquidez de corto plazo que se calcula para horizontes de siete y treinta días. Un valor positivo del indicador muestra que las entidades cuentan con los recursos suficientes para suplir sus necesidades de liquidez de corto plazo; mientras que un valor negativo sugiere lo contrario. Así mismo, se realiza un ejercicio de sensibilidad donde se supone un retiro inesperado de depósitos y se analiza el comportamiento del IRL escalado ante esta situación. En el transcurso del primer semestre de 2012 este indicador presentó un comportamiento estable para los diferentes grupos de entidades, los cuales siguen presentando una posición holgada que les permite sobrellevar choques importantes en sus depósitos.

a. Riesgo de crédito

Durante los primeros cinco meses de 2012 se observó una desaceleración en el ritmo de crecimiento del portafolio de créditos de los intermediarios financieros, en particular, disminuyó la dinámica de la cartera comercial. Adicionalmente, ya se empieza a observar un leve deterioro de los indicadores de riesgo en todas las modalidades, de manera más acentuada en los préstamos de consumo (Gráfico 53).

De acuerdo con lo observado en mayo de 2012, el IM aumentó para las diferentes carteras. Para la cartera total este indicador se ubicó en 3,3%, cuando en diciembre de 2011 fue de 2,8% (Cuadro 8). Lo anterior se debe en gran parte al mayor deterioro que se ha evidenciado en los préstamos de consumo, cuyo IM fue de 4,2% en diciembre del año anterior y pasó a 5% en mayo de este año. Por su parte, el IC se mantuvo relativamente estable, alrededor de 6,8%.

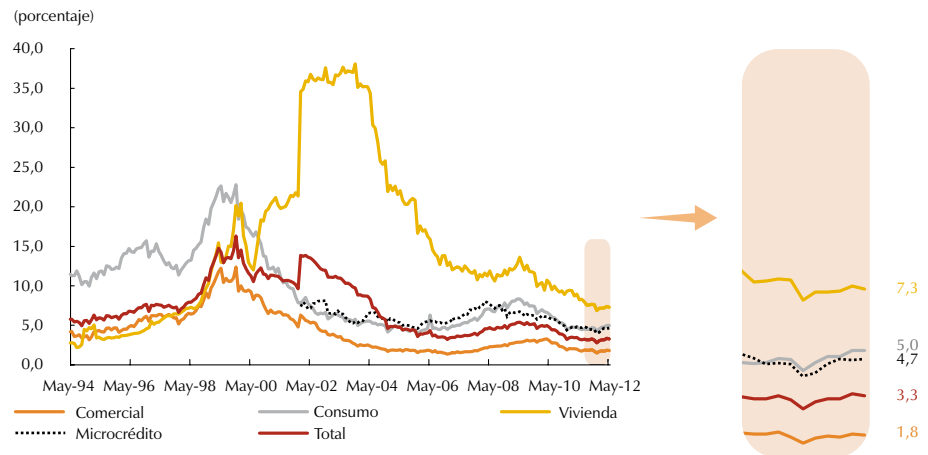
Los aumentos en el IM se explican por un mayor crecimiento de la cartera vencida, relativo al de la cartera bruta, los cuales fueron 16,1% y 14,3%, respectivamente. De manera similar ocurre en la modalidad de consumo, donde el crecimiento de la cartera vencida fue 28,7% y el de su saldo fue de 18,5%. Vale la pena resaltar que, a pesar de la poca variación en el IC, la cartera riesgosa continúa aumentando su crecimiento, el cual pasó de 2,2% en diciembre de 2011 a 5,5% para mayo de 2012 (Gráfico 54).

En cuanto al cubrimiento del riesgo de crédito, se observa un moderado aumento en el ritmo de crecimiento de las provisiones. A mayo de 2012 este fue de 11,8%, cuando en diciembre del año anterior era de 10%. Esta dinámica es mayor al aumento de la cartera riesgosa, pero inferior al de la cartera vencida. En consecuencia, el indicador de cubrimiento para esta última ha disminuido con respecto al observado en diciembre del año anterior, al pasar de 163,4% a 141,2% durante dicho período. Para la cartera riesgosa, el indicador pasó de 68,2% a 68,5% en el mismo período; sin embargo, es posible esperar que la tasa

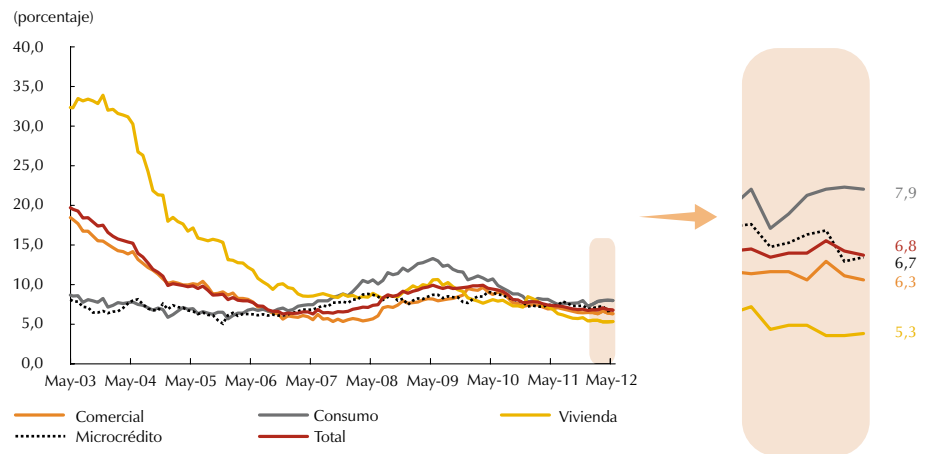
El deterioro de la cartera ha estado acompañado de un aumento moderado de las provisiones, que se espera continúe incrementándose, dada la nueva regulación de la Superintendencia Financiera (Circular Externa 26 de 2012), que impone provisiones adicionales sobre la aceleración de la mora.

Gráfico 53

A. Indicador de mora



B. Indicador de calidad de la cartera



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

de crecimiento de las provisiones continúe aumentando en los próximos meses, dada la nueva regulación de provisiones para la modalidad de consumo³⁴.

Por otra parte, los resultados de la encuesta sobre la situación actual del crédito en Colombia a junio de 2012 sugieren una posible desaceleración en los desembolsos. Por parte de la demanda, se han continuado observando desaceleraciones en su ritmo de crecimiento, e incluso algunas entidades ya reportan variaciones

34 En la Circular Externa 26 de 2012 de la Superintendencia Financiera de Colombia se imparten instrucciones con respecto a la constitución de una provisión individual adicional en forma temporal sobre la modalidad de consumo. Esta provisión aplica para aquellas entidades que presenten saldos de créditos de consumo en su balance durante los últimos 25 meses, y se activa cuando el crecimiento de la cartera vencida de esta modalidad se acelere. De esta forma, la entidad debe incurrir en un costo adicional de provisiones igual al 0,5% del saldo de su cartera de consumo, multiplicado por la probabilidad dado incumplimiento (PDI) de estos créditos. Vale la pena aclarar que esta nueva regulación rige a partir de la fecha de su publicación y el resultado deberá verse reflejado en los estados financieros con corte a 31 de diciembre de 2012.

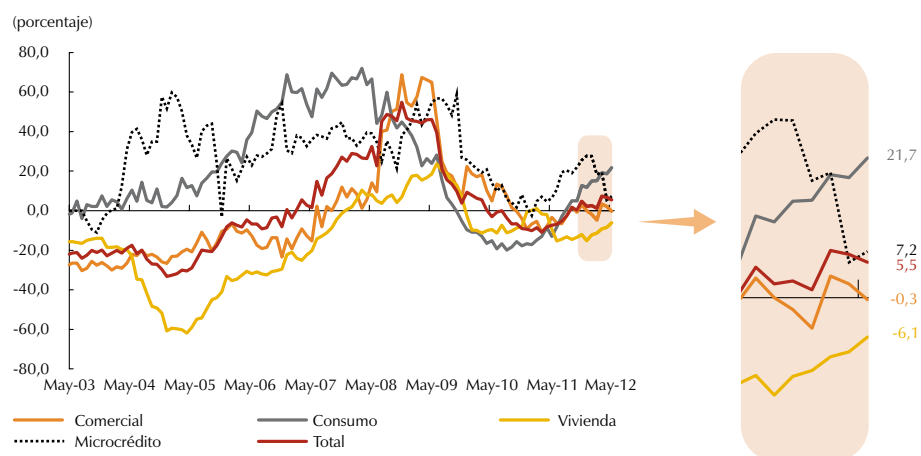
Cuadro 8
Indicadores de riesgo de crédito
(porcentaje)

Modalidad	Indicador de mora			Indicador de calidad		
	Dic-11	May-12	Promedio de enero de 2006 a mayo de 2012	Dic-11	May-12	Promedio de enero de 2006 a mayo de 2012
Cartera total	2,8	3,3	4,1	6,7	6,8	7,8
Comercial	1,5	1,8	2,2	6,5	6,3	7,1
Consumo	4,2	5,0	5,8	7,2	8,0	9,1
Vivienda	6,9	7,3	11,1	5,4	5,3	8,5
Microcrédito	4,0	4,7	5,8	6,9	6,7	7,6

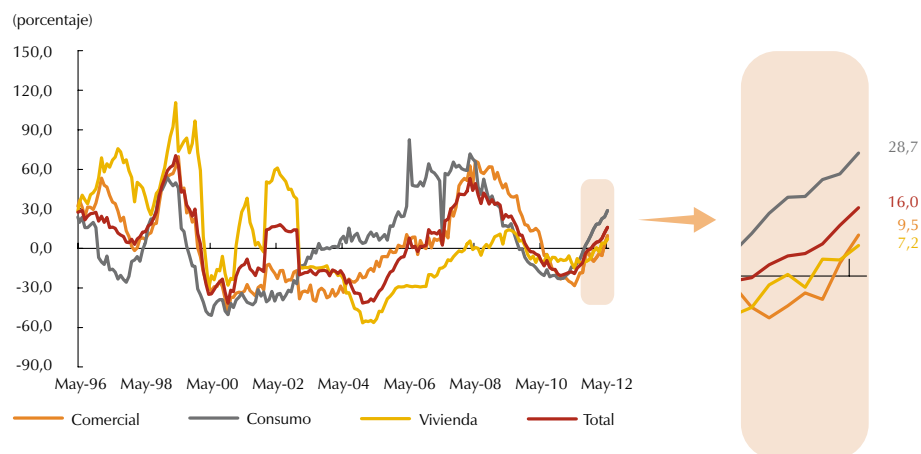
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 54

A. Crecimiento real anual de la cartera riesgosa



B. Crecimiento real anual de la cartera vencida



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

Con relación al riesgo de mercado, en un escenario extremo y poco probable de desvalorización de TES, las pérdidas al cierre de junio aumentarían para el sistema financiero frente a las estimadas en febrero pasado, afectando moderadamente la solvencia.

negativas en las carteras de consumo y comercial. Por el lado de la oferta, un mayor porcentaje de intermediarios financieros continúa aumentando sus exigencias para otorgar nuevos créditos. Sin embargo, se resalta que las preferencias aun están dirigidas a otorgar préstamos en las modalidades de consumo y comercial.

En conclusión, los indicadores de riesgo de crédito han cambiado ligeramente la tendencia decreciente presentada durante 2011, aunque aún se encuentran en niveles por debajo del promedio de los últimos seis años. El mayor riesgo de crédito obedece al hecho de que los crecimientos de las carteras riesgosa y vencida han superado el de la cartera bruta para algunas modalidades. Por lo anterior resulta necesario continuar monitoreando el riesgo de crédito, con el objetivo de identificar situaciones que puedan generar una mayor vulnerabilidad para el sistema financiero.

b. Riesgo de mercado

Los portafolios que concentran la mayor cantidad de TES son los administrados por las AFP, por las SFD y por los bancos comerciales³⁵. Como lo muestra el Cuadro 9, a junio de 2012 el portafolio de estas entidades registró un valor de \$40,6 b, \$31,8 b y \$30,1 b, respectivamente. Este valor es superior en \$2,2 b al registrado en febrero de 2012 para las AFP, en \$800 mm para las SFD e inferior en \$100 mm en el caso de los bancos comerciales. Por su parte, las compañías de seguro presentaron un portafolio inferior en \$400 mm al de febrero de 2012, mientras que el de las sociedades comisionistas fue superior en \$ 1 b.

Cuadro 9
Saldo del portafolio de TES

	Portafolio TES			Portafolio TES		
	febrero de 2012 ^{a/}	junio de 2012 ^{b/}	Diferencia	febrero de 2012 ^{a/}	junio de 2012 ^{b/}	Diferencia
	(billones de pesos)			(porcentaje del patrimonio) ^{c/}		
Bancos	30,2	30,1	(0,1)	75,0	70,7	(4,3)
AFP	38,4	40,6	2,2	31,0	31,0	(0,0)
Sociedades fiduciarias	31,0	31,8	0,8	19,3	18,6	(0,8)
Compañías de seguro	7,4	7,0	(0,4)	87,0	80,6	(6,4)
Sociedades comisionistas de bolsa	2,0	3,1	1,0	217,4	332,6	115,2

a/ Datos al 10 de febrero de 2012.

b/ Datos al 8 de junio de 2012.

c/ Para las AFP y las sociedades fiduciarias el valor del patrimonio corresponde al de los fondos que administran de terceros.

Fuente: Banco de la República.

35 El portafolio analizado de TES de los bancos comerciales, compañías de seguros y sociedades comisionistas de bolsa es propio. Por su parte, para las AFP y las SFD, además del propio, se analizan los recursos administrados de terceros.

A diferencia de las AFP y las SFD, para los bancos no todas las inversiones están expuestas a cambios en los precios de mercado. De esta forma, su monto expuesto³⁶ a junio de 2012 es de \$20,7 b, valor similar al registrado en febrero del mismo año.

Para estimar la exposición al riesgo de mercado de las entidades del sistema financiero se realizó un ejercicio de sensibilidad, donde se supone un incremento paralelo de 200 pb³⁷ en la curva cero cupón de TES. En este escenario se calculan las pérdidas por valoración que este choque ocasionaría y se compara este resultado con el patrimonio de estas entidades.

Cuadro 10
Duración del portafolio de TES
(cifras en años)

	Febrero de 2012 ^{a/}	Junio de 2012 ^{b/}	Diferencia
Bancos	2,5	2,7	0,2
AFP	5,6	5,5	(0,1)
Sociedades fiduciarias	3,3	3,6	0,1
Compañías de seguro	4,1	4,2	0,0
Sociedades comisionistas de bolsa	2,1	2,7	0,5

a/ Datos al 10 de febrero de 2012.

b/ Datos al 8 de junio de 2012.

Fuente: Banco de la República.

Los resultados del ejercicio indican que las pérdidas aumentarían para estos intermediarios financieros en el transcurso del primer semestre de 2012, debido principalmente a una mayor duración del portafolio (cuadros 10 y 11). Sin embargo, al escalar las pérdidas como porcentaje del patrimonio, se observa que en el caso de las AFP, el efecto del choque es menor al calculado en febrero del mismo año.

En vista de la mayor exposición al riesgo, es importante continuar con el monitoreo cercano de este riesgo, dado que un cambio en la volatilidad, acompañado de mayores tenencias de títulos, podría mostrar resultados adversos sobre las utilidades de las entidades financieras.

Cuadro 11
Ejercicio de sensibilidad

	Pérdidas en mm de pesos por choque de 200 pb			Pérdidas como porcentaje del patrimonio por choque de 200 pb ^{c/}		
	febrero 2012 ^{a/}	junio de 2012 ^{b/}	Diferencia en mm de pesos	febrero 2012 ^{a/}	junio de 2012 ^{b/}	Diferencia en pp
Bancos	1.113	1.232	0,14	2,76	2,89	0,13
AFP	4.678	4.862	0,30	3,78	3,71	(0,07)
Sociedades fiduciarias	2.324	2.479	0,12	1,45	1,45	(0,00)
Compañías de seguro	426	440	14,33	5,00	5,09	0,09
Sociedades comisionistas de bolsa	176	191	15,32	18,92	20,82	1,90

a/ Datos al 10 de febrero de 2012.

b/ Datos al 08 de junio de 2012.

c/ Para las AFP y las sociedades fiduciarias el valor del patrimonio corresponde al de los fondos que administran de terceros.

Fuente: Banco de la República.

36 El monto expuesto se define como el saldo de TES que está sujeto a cambios en el precio de mercado. De esta forma, este corresponde a la suma de los títulos negociables y los que están disponibles para la venta.

37 Este es un escenario extremo y poco probable. Vale la pena resaltar que cuando ocurren estos choques, no necesariamente se materializa la pérdida porque las entidades pueden optar por no vender sus títulos hasta que las condiciones del mercado cambien, si sus condiciones de liquidez lo permiten.

El indicador de riesgo de liquidez (IRL), que incorpora elementos propuestos en el Acuerdo de Basilea III, muestra una leve reducción de la liquidez de los intermediarios de crédito.

c. Riesgo de liquidez

Una modificación al esquema para la medición del riesgo de liquidez de fondeo en los establecimientos de crédito fue introducida por la Superintendencia Financiera³⁸. La nueva metodología incorpora algunos de los elementos propuestos en el Acuerdo de Basilea III, en referencia al cálculo de los activos líquidos, los requerimientos netos de liquidez y el horizonte de medición. Asimismo, se incluyen nuevas disposiciones que el organismo de control podrá adoptar en relación con las entidades que muestren niveles del indicador de liquidez por debajo del umbral.

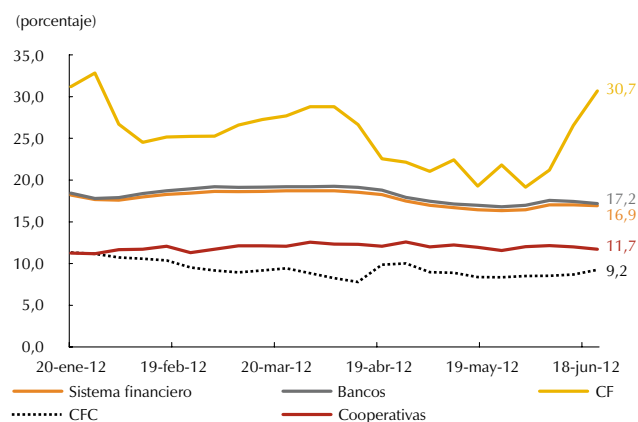
A continuación se analiza el indicador de riesgo de liquidez, IRL_M , que se construye de la siguiente manera³⁹:

$$IRL_M = \text{activos líquidos} - \text{requerimiento neto de liquidez}$$

Donde los activos líquidos son valorados a precio de mercado y el requerimiento neto de liquidez corresponde a los egresos netos de cada entidad para un horizonte de tiempo. De esta forma, si el indicador es menor que cero, dichos egresos serían mayores a los activos que la entidad puede liquidar efectivamente en el corto plazo, mientras que valores mayores a cero indicarían que la situación de liquidez de la entidad es adecuada. En este ejercicio se calculó el indicador escalado por activos ilíquidos (activos totales – activos líquidos), para horizontes de siete y treinta días, con el objeto de hacer comparable el indicador entre grupos de establecimientos. Dada la volatilidad de este indicador, el análisis se hace sobre una media

móvil ponderada para las últimas cuatro semanas. A continuación se presentan los resultados obtenidos a partir del 27 de enero y hasta el 22 de junio de 2012.

Gráfico 55
IRL^{a/} escalado a 7 días
(grupo de establecimientos)



IRL: indicador de riesgo de liquidez.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

La liquidez del sistema en su conjunto presentó una leve reducción, pasando de 18,3% en la última semana de enero a 16,9% a finales de junio. Sin embargo, el comportamiento del indicador para el horizonte de una semana ha sido estable durante los últimos dos meses para los diferentes grupos de establecimientos, con excepción de las corporaciones financieras (CF), cuyo indicador presentó un ascenso pronunciado que obedeció a una mayor tenencia de títulos de deuda y los disponibles (Gráfico 55). Cabe señalar que este tipo de intermediarios presentan regularmente una mayor volatilidad en sus indicadores de liquidez dado el tipo

38 Circular Externa 44 de noviembre de 2011.

39 La nueva metodología propone, además, un indicador que se construye como la razón entre activos líquidos (ALM) y el requerimiento neto de liquidez (IRL_R). Este indicador debe ser superior al 100% en los horizontes de tiempo analizados. Lo anterior implicaría que el IRL_M debe ser positivo.

de negocio que manejan, donde pueden presentarse cambios sustanciales en la tenencia de activos líquidos.

El indicador calculado para un horizonte de treinta días muestra que el excedente de activos líquidos es menor en relación con el que se tendría en el de siete días, particularmente en el caso de las cooperativas financieras, que registraron un indicador promedio de 4,5% en junio. Sin embargo, ninguna de las entidades se encontraría en dificultades para hacer frente a sus obligaciones, de acuerdo con la información reportada durante los primeros seis meses de 2012.

Por último, se realizó un ejercicio de estrés para los bancos sobre los indicadores de liquidez para un horizonte de siete y treinta días, considerando un choque de retiros de los depósitos de 4%⁴⁰. De acuerdo con los resultados, las entidades podrían soportar el choque en ambos horizontes sin enfrentarse a un alto riesgo de liquidez.

E. SECTOR EXTERNO

1. Evolución de la tasa de cambio

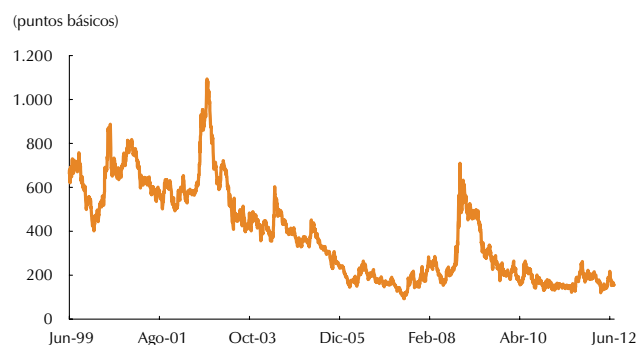
a. Tasa de cambio nominal

La tasa de cambio nominal (TCN) refleja la cotización de la moneda de un país (p. e. peso) en términos de la de otro (p. e. dólar), por eso su dinámica se ve afectada, entre otras cosas, por el diferencial de rentabilidad entre tener un activo en la moneda local o tenerlo en la denominación externa. De esta forma, algunos de los determinantes de la TCN son las tasas de interés internas y externas, el riesgo-país, la percepción de riesgo internacional y las expectativas de la tasa de cambio

futura. Esto se debe a que las decisiones de recomposición del portafolio de los agentes, entre activos externos o internos, dependen de dichos factores y, por tanto, afectan la oferta de divisas en la economía y así la TCN.

En el caso colombiano, se ha observado en los últimos años una prima de riesgo de la deuda del país decreciente (Gráfico 56), al tiempo con unas tasas de interés externas, tanto de corto como de largo plazos que se han mantenido en niveles relativamente bajos (Gráfico 57). Esto ha conllevado fuertes entradas de capital al país, especialmente de inversionistas extranjeros, lo

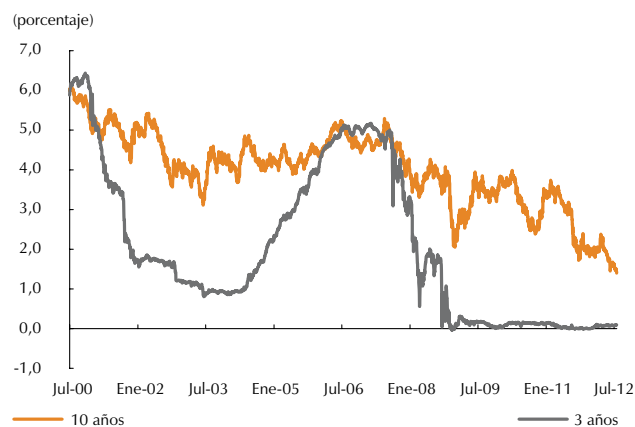
Gráfico 56
EMBI Colombia



Fuente: Bloomberg.

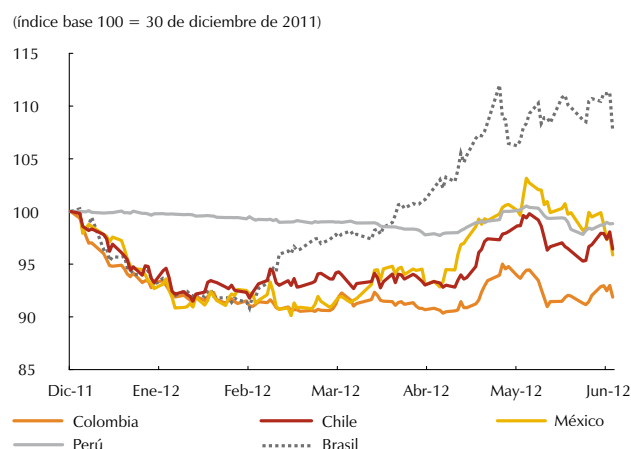
40 Este es un choque adicional al incluido dentro del cálculo de los flujos netos no contractuales. La proporción en la que se reducen los depósitos corresponde a un promedio del porcentaje máximo de retiros observados históricamente para cada establecimiento bancario.

Gráfico 57
Tasas de interés de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 58
Índices de tasas de cambio nominales de algunos países de América Latina



Fuentes: Bloomberg y Banco de la República.

que ha aumentado la oferta de dólares y ha generado consecuentes presiones hacia la apreciación del peso.

En lo corrido de 2012 a junio, y frente al promedio de 2011, el peso colombiano se apreció 3%, en un contexto donde el dólar se ha fortalecido frente a algunas monedas de la región y otras de países desarrollados como el euro y el yen. En particular, durante enero y febrero las monedas de la región se fortalecieron, mientras que entre marzo y junio se mantuvieron relativamente estables, presentando una devaluación temporal en mayo. Al comparar el promedio de las tasas de cambio de algunos países latinoamericanos en lo corrido de 2012 con el registrado en promedio en 2011, se observa una devaluación del real brasileiro (11,2%), del peso mexicano (6,5%) y del peso chileno (1,8%), mientras que el sol peruano se ha revaluado (2,9%). Al comparar el precio de cierre de junio de 2012 con el de diciembre de 2011, el real brasileiro se devaluó (7,6%), mientras que se revaluaron el peso colombiano (8,1%), el peso mexicano (4,1%), el peso chileno (3,6%) y el sol peruano (1,1%) (Cuadro 12 y Gráfico 58).

La evolución reciente de la tasa de cambio nominal se puede dividir en dos períodos. En el primero, comprendido entre enero y febrero de este año, el peso colombiano presentó una tendencia revaluacionista, al igual que otras monedas de la región, ante la disminución de la percepción de riesgo internacional (Gráfico 59). Esto último se explica principalmente por la realización de dos subastas para otorgar liquidez a tres años por parte del BCE, la publicación de datos positivos en los Estados Unidos, la zona del euro y China⁴¹, el comunicado

de la Fed (en el cual señalaba que probablemente mantendría la tasa de referencia en niveles excepcionalmente bajos hasta finales de 2014), los estímulos monetarios por parte de otros bancos centrales⁴² y el acuerdo de los líderes de la eurozona sobre las condiciones para otorgar el segundo paquete de ayuda a Grecia.

41 Se conocieron datos positivos de índices de confianza, de empleo y de crecimiento económico en los Estados Unidos y de confianza en la zona del euro y Alemania. En China el dato del crecimiento del cuarto trimestre de 2011 fue mayor al esperado.

42 El Banco Central de Inglaterra y el de Japón aumentaron sus programas de compra de activos en £50 b y ¥15 trillones (t), respectivamente. Por su parte, el Banco Central de India redujo los requerimientos de reserva en 50 pb con el fin de inyectar alrededor de INR320 b al sistema financiero y el Banco Central de China disminuyó los encajes de los bancos en 50 pb, quedando en 20% para bancos grandes y en 18% para bancos pequeños.

Cuadro 12
Tasas de cambio frente al dólar
(variación porcentual)

	Enero de 2002 a diciembre de 2009	2010	2011	Promedio de 2012 vs. promedio de 2011	Promedio I sem. 2012 vs. I sem. 2011	Enero a junio de 2012
Colombia	(10,7)	(6,4)	1,5	(3,0)	(2,4)	(8,1)
Brasil	(24,7)	(4,7)	12,5	11,2	14,2	7,6
México	42,5	(5,2)	12,4	6,5	11,5	(4,1)
Perú	(16,1)	(2,8)	(3,9)	(2,9)	(3,8)	(1,1)
Chile	(23,2)	(7,8)	11,0	1,8	3,6	(3,6)
Euro	(38,2)	7,9	2,5	7,2	8,2	2,3
Libra	(9,7)	4,2	(0,7)	1,7	2,5	(1,0)
Yen	(29,5)	(11,8)	(5,7)	(0,0)	(2,7)	3,7

Fuentes: Bloomberg y Banco de la República.

Gráfico 59
Tasa de cambio y VIX



Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

En el segundo período, comprendido entre marzo y junio, el peso colombiano se mantuvo relativamente estable. A pesar de que en marzo y abril se presentaron noticias mixtas en el ámbito global⁴³, la moneda local no presentó grandes cambios. En el mes de mayo, el peso presentó una devaluación que se originó en el aumento de la percepción de riesgo internacional, debido en especial a la incertidumbre sobre los resultados de las elecciones griegas y al posible incumplimiento de sus compromisos, los cuales eran requisitos para obtener el paquete de rescate. El aumento de la percepción de riesgo también se dio por la situación fiscal de otros países europeos, la debilidad del sistema financiero español y otras noticias

43 En ese período se conocieron resultados mixtos de empleo, del sector inmobiliario y de índices de confianza en los Estados Unidos, y los resultados corporativos fueron en general mejores a los esperados por el mercado. Por su parte, China disminuyó su proyección de crecimiento económico para 2012 (de 8% a 7,5%), el Banco Central de Japón aumentó su programa de compra de activos (en ¥5 t) y los líderes de la Unión Europea aumentaron la capacidad de préstamo conjunto del Fondo de Estabilidad Financiera y del Mecanismo Permanente de Estabilidad Financiera en €200 b. Adicionalmente, se presentaron temores frente a la capacidad de España y Portugal para cumplir con su compromiso de reducir el déficit público.

En lo corrido de 2012 a junio, y frente al promedio de 2011, el peso colombiano se apreció 3%, en un contexto donde el dólar se ha fortalecido frente a algunas monedas de la región y otras de países desarrollados como el euro y el yen.

consideradas negativas⁴⁴. En junio se revirtió la tendencia del mes anterior como consecuencia de la disminución de la percepción de riesgo, después de conocerse el resultado de las elecciones griegas, que permitieron formar un gobierno de coalición el cual reiteró su compromiso con las medidas de austeridad exigidas por la Unión Europea. Este menor riesgo se vio soportado por otros factores como el anuncio de la decisión de otorgar un préstamo a España hasta por €100 b para la recapitalización de las instituciones financieras y estímulos monetarios por parte de algunos bancos centrales⁴⁵.

En el ámbito interno, en lo corrido de este año, la tasa de cambio ha estado influenciada por factores tanto devaluacionistas como revaluacionistas. Algunos de estos tienen que ver con el anuncio del 30 de enero del Ministro de Hacienda respecto a la no monetización de US\$2.200 m en 2012, con la decisión del 3 de febrero del Banco de la República de aumentar el nivel de reservas internacionales mediante compras diarias de por lo menos US\$20 m, por al menos tres meses contados a partir del 6 de febrero, y con las posteriores extensiones del programa de acumulación de reservas (el 24 de febrero y el 30 de abril), dejándolo vigente hasta por lo menos el 2 de noviembre de 2012. Adicionalmente, se conoció el aumento de la perspectiva de la deuda soberana de Colombia de estable a positiva por parte de la calificadora DBRS por la buena gestión macroeconómica y la capacidad del país para enfrentar choques adversos.

En cuanto a las cifras de la balanza cambiaria, que muestra los movimientos de divisas en el mercado de contado de los intermediarios del mercado cambiario (IMC) con los demás agentes de la economía y las transacciones canalizadas a través del Banco de la República, en lo corrido de 2012 hasta el 30 de junio se han presentado reintegros netos por las operaciones de la cuenta de capital del sector privado y las del sector público por US\$498 m y US\$7.658 m, respectivamente. En cuanto al sector privado se destacan los reintegros por inversión extranjera directa (IED) (US\$9.203 m), particularmente en los sectores de petróleo y minería, así como los de endeudamiento externo neto (US\$1.323 m) e inversión neta de portafolio (US\$756 m). Por otra parte, se registraron salidas netas por las operaciones de la cuenta corriente por US\$4.144 m. Dentro de esta última, la balanza

44 La primera estimación del crecimiento del PIB de los Estados Unidos para el primer trimestre de 2012 fue de 2,2%, inferior al esperado por el mercado (2,5%). Posteriormente, el dato fue revisado a 1,9%. Por otra parte, en tal período, el PIB de China aumentó 8,1% con respecto al mismo trimestre del año anterior, cuando se esperaba un crecimiento de 8,4%. Dicha cifra representó el menor ritmo de crecimiento desde junio de 2009. El desempleo de la zona del euro continuó aumentando, y en abril se ubicaba en 11%, frente a 10,4% en diciembre de 2011. Por otra parte, Fitch Ratings redujo la calificación de la deuda soberana de Japón de largo plazo en moneda local y extranjera a A+ desde AA- y AA, respectivamente, con perspectivas negativas, como resultado de una alta y creciente deuda pública, que se proyecta terminará en 2012 en 239% del PIB.

45 La Fed anunció que renovaría, hasta finales de este año, el programa que extiende la madurez promedio de sus tenencias de títulos (operación Twist) por un monto adicional de US\$267 mm. Por su parte, el Banco Central de China redujo su tasa de interés de referencia de los depósitos y préstamos a un año en 25 pb. Adicionalmente, el Banco de Inglaterra anunció que realizará un programa de préstamos a los bancos por varios años a tasas por debajo de las del mercado.

comercial registró giros netos por US\$3.558 m (reintegros de US\$4.018 m de exportaciones y salidas de US\$7.576 m de importaciones) (Cuadro 13).

Adicionalmente, las operaciones hacia cuentas en el exterior generaron salidas por US\$10.783 m, las cuales contrarrestaron casi en su totalidad los otros ingresos de capital privado. No obstante, es importante resaltar que una alta proporción de los capitales que salieron mediante las cuentas en el exterior (71% en el acumulado entre enero y abril) estuvieron destinados a realizar pagos relacionados

Cuadro 13
Balanza cambiaria^{a/}
(cifras en millones de dólares)

	Enero a junio de 2011	Enero a junio de 2012	Variación absoluta
I. Reintegros netos de cuenta corriente (1 + 2 + 3)	(7.366)	(4.144)	3.222
1. Rendimiento de las reservas internacionales	215	(25)	(240)
2. Intereses de la deuda de la DGCPTN	(1.124)	(1.009)	115
3. Resto (i + ii + iii) ^{b/}	(6.457)	(3.110)	3.347
i. Balanza comercial de bienes (a + b)	(6.679)	(3.558)	3.122
a. Exportaciones de bienes ^{c/}	3.754	4.018	264
b. Importaciones de bienes	(10.433)	(7.576)	2.858
ii. Reintegros netos por servicios financieros	(1.224)	(1.113)	111
iii. Reintegros netos por servicios no financieros	1.446	1.562	115
II. Reintegros netos de capital privado (1 + 2 + 3 + 4)	6.739	498	(6.241)
1. Préstamos ^{d/}	1.915	1.323	(593)
2. Inversión directa (i + ii)	6.534	9.203	2.669
i. Extranjera en Colombia (a + b)	7.390	9.329	1.939
a. Petróleo y minería	6.299	7.684	1.385
b. Directa y suplementaria, otros sectores	1.091	1.645	554
ii. Colombiana en el exterior	(856)	(126)	730
3. Inversión de portafolio (i + ii)	(233)	756	989
i. Extranjera en Colombia	1.139	1.587	448
ii. Colombiana en el exterior	(1.372)	(831)	541
4. Operaciones especiales ^{e/}	(1.477)	(10.783)	(9.306)
III. Reintegros netos de capital oficial^{f/}	3.844	7.658	3.814
IV. Otras operaciones especiales^{g/}	(477)	(2.044)	(1.567)
V. Variación de las reservas internacionales brutas (I + II + III + IV)	2.740	1.969	(771)

a/ Incluye operaciones canalizadas por los intermediarios del mercado cambiario (IMC) y el Banco de la República. No incluye cuentas de compensación.

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

c/ Incluye anticipos.

d/ Incluye desembolsos por prefinanciación de exportaciones.

e/ Registra los movimientos de divisas provenientes de cuentas de compensación, compraventa de saldos de cuentas libres efectuados en el mercado cambiario interno y movimientos de divisas por operaciones de derivados.

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

g/ Incluye pasivos del Banco de la República, las operaciones de compraventa de divisas efectuadas por el Emisor en el mercado cambiario y a la DGCPTN, el traslado de utilidades en dólares del Banco a la DGCPTN y la causación y la valuación activa de las reservas internacionales. También incluye la compraventa de divisas entre el sector real y los IMC, la compraventa 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.

En los últimos años se ha observado una mejora importante de los términos de intercambio de Colombia, lo que puede explicar gran parte de la apreciación real.

con operaciones de comercio internacional, por lo tanto el valor neto de capital privado presentado en este análisis puede estar afectado por flujos pertenecientes a la cuenta corriente. Con respecto al mismo período del año anterior, se destaca el aumento de los reintegros netos por las operaciones del sector público (de US\$3.844 m a US\$7.658 m), la disminución de las salidas netas por operaciones de la cuenta corriente (de US\$7.366 m a US\$4.144 m) y la disminución de los reintegros netos en la cuenta de capital privado (de US\$6.739 m a US\$498 m).

Vale la pena resaltar que el comportamiento reciente de la moneda colombiana ha estado acompañado por una tendencia devaluacionista del real brasileño, la cual se ha observado desde marzo. Esto se explica posiblemente por la salida de capitales desde dicho país ante un debilitamiento de la economía local, evidenciado en una caída de los indicadores de crecimiento, consumo y confianza, entre otros. Adicionalmente, esta tendencia se soporta en factores tales como las disminuciones en las tasas de interés y expectativas de reducciones adicionales (durante 2012 el Banco Central de Brasil ha bajado la tasa de política monetaria en 250 pb), las medidas del gobierno y del banco central para controlar el comportamiento de la moneda⁴⁶, así como en las expectativas de mayores medidas por parte de estos.

b. Evolución de la tasa de cambio real

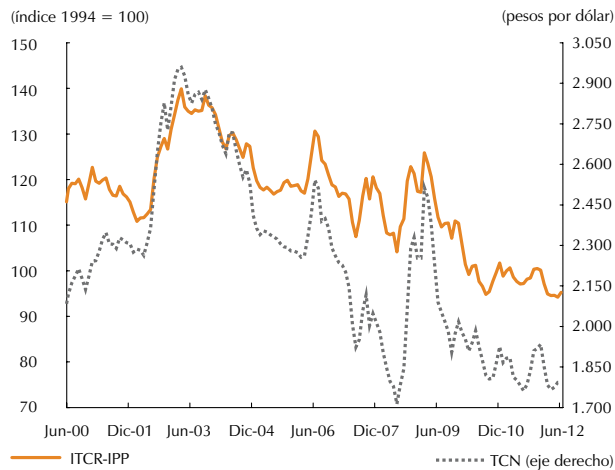
La TCN peso-dólar incide en la competitividad bilateral con los Estados Unidos al afectar la conversión de los costos internos de producción en la moneda extranjera; sin embargo, es un indicador incompleto de la competitividad del país con respecto a sus socios comerciales. En el largo plazo, en la medida en que se comercia con mercados diferentes al de los Estados Unidos, cambia la paridad del dólar frente a otras monedas y, teniendo en cuenta que existe un diferencial de inflación en las economías, el concepto de TCN pierde su relación causal con la competitividad del país. Por esta razón, se utilizan los índices de tasa de cambio real (ITCR) multilaterales, medidos con el IPC (ITCR-IPC) con el IPP (ITCR-IPP), para analizar la competitividad de los sectores exportadores frente al resto del mundo. Como se muestra en el Gráfico 60, a lo largo del tiempo el comportamiento de las tasas de cambio nominal y real difiere en la medida en que los precios tanto en Colombia como en el resto del mundo cambian, afectando la competitividad del país.

Así las cosas, para entender cuáles son los factores fundamentales que determinan el comportamiento de la tasa de cambio real (TCR), vale la pena recordar que esta es un indicador que mide la evolución de los precios (o costos) de una determinada

En el corrido de 2012, a junio, se observa una revaluación real que ha llevado al ITCR a ubicarse por debajo de su promedio histórico.

46 El Gobierno manifestó en varias ocasiones que podría tomar medidas frente al fortalecimiento del real y que, incluso, podría utilizar los recursos del Fondo Soberano (actualmente con inversiones que ascienden a aproximadamente US\$9.000 m) para comprar dólares. Adicionalmente, en Brasil se presentaban algunos controles de capital que incluían el impuesto a las operaciones financieras sobre endeudamiento (con plazo inferior a cinco años), inversiones en renta fija, operaciones de derivados, incremento en la posición de venta en derivados y transacciones con tarjeta de crédito en el exterior. Además, estaba vigente la constitución de un depósito a las posiciones cortas en dólares de los bancos del 60% cuando excedían los US\$1.000 m o el capital de la entidad. Por su parte, el Banco Central de Brasil reinició la compra de dólares en el mercado de contado y de derivados.

Gráfico 60
Tasa de cambio nominal y real



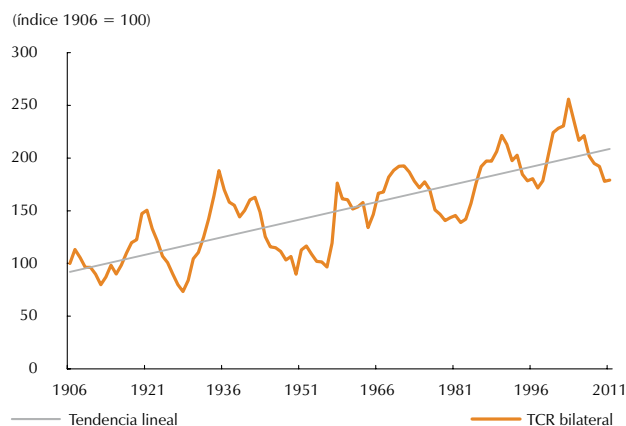
Fuente: Bloomberg.

canasta de bienes y servicios producidos en el país con respecto a los precios en el exterior expresados en una misma moneda. Específicamente, se tiene la siguiente definición: $TCR = E \times P^* / P$, en donde E es la tasa de cambio nominal, P^* es el nivel de precios externos y P el nivel de precios internos. Dado que la TCR considera cambios en los precios relativos, estos tienden a asociarse con variaciones en la posición competitiva de un país. En particular, apreciaciones reales de la moneda local (todo lo demás constante) hacen que los bienes producidos en el país sean más caros, situación que se asocia con una pérdida de competitividad. Así, si en ambas economías se producen bienes no transables y transables, entonces la TCR dependerá de cómo se comportan los precios relativos de los no transables en comparación con los transables en cada economía.

En el largo plazo, el principal factor que determina la oferta relativa de bienes no transables (frente a los transables) es la productividad. Dada una demanda relativa, si la productividad de los sectores transables en un país crece más rápido que la de los no transables, el precio relativo de los bienes no transables se elevará (ya que la oferta no transable crecerá más lentamente que la transable). Puesto que la TCR refleja los precios relativos de los no transables en ambos países, el efecto de estos cambios en la TCR dependen de si el diferencial en el crecimiento de las productividades transable y no transable es mayor en el país o en el extranjero. Si este diferencial es favorable para la economía externa, habrá una tendencia hacia la depreciación real de la moneda local. Esto ocurre porque los precios relativos de los no transables en el exterior (q^*) aumentarían más rápido en comparación con los precios en el país (q), en la medida en que los sectores transables están normalmente su-

jetos a crecimientos mayores de la productividad frente a los no transables (v. gr. manufacturas vs. servicios).

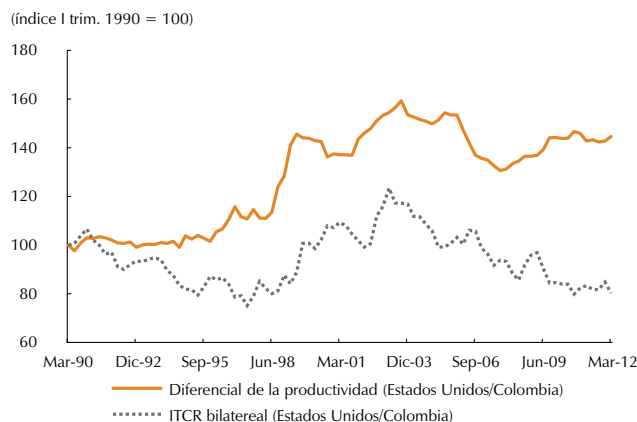
Gráfico 61
Tasa de cambio real bilateral con los Estados Unidos



Nota: Corresponde a un empalme con tasas de crecimiento anuales entre la serie de estadística del Departamento Técnico y de Información Económica de la Subgerencia de Estudios Económicos (Banco de la República) y la información del Greco antes de 1950 (Banco de la República).
Fuente: Banco de la República.

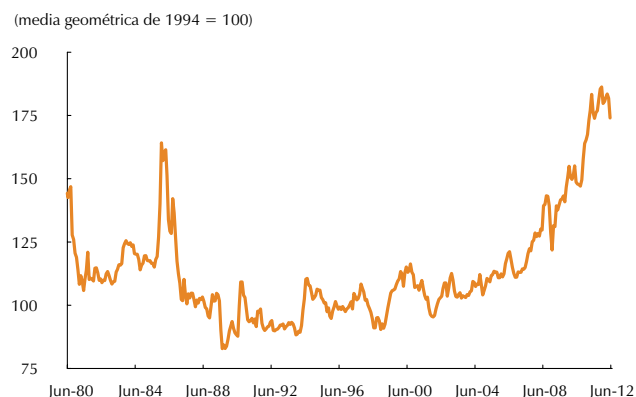
El Gráfico 61 muestra la tendencia creciente (hacia la depreciación) de la TCR bilateral entre Colombia y los Estados Unidos desde 1906. Esto se debe a que durante dicho período en los Estados Unidos la productividad relativa del sector transable frente al no transable creció más rápido que en Colombia. En el Gráfico 62 se observa que por varias décadas la productividad por hora trabajada de los sectores industriales colombianos ha crecido menos que la de los sectores industriales estadounidenses, lo cual explica esa tendencia a la depreciación real. Sin embargo, en los últimos años se ha registrado una aceleración en el crecimiento relativo de la productividad transable colombiana, que podría explicar, al menos en parte, la actual tendencia hacia la apreciación.

Gráfico 62
Diferencial de la productividad en la industria vs. ITCR
bilateral



Fuentes: BLS, DANE y Banco de la República.

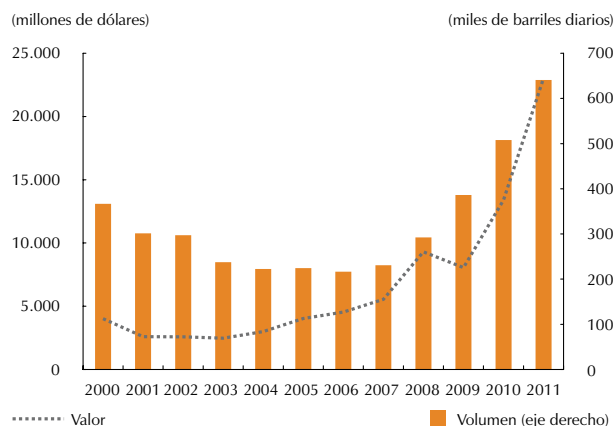
Gráfico 63
Términos de intercambio^{a/}



a/ Calculado con base en el índice de precios del productor. Se define como el cociente entre el índice de precios de los bienes exportados y el índice de precios de los bienes importados.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 64
Exportaciones de petróleo



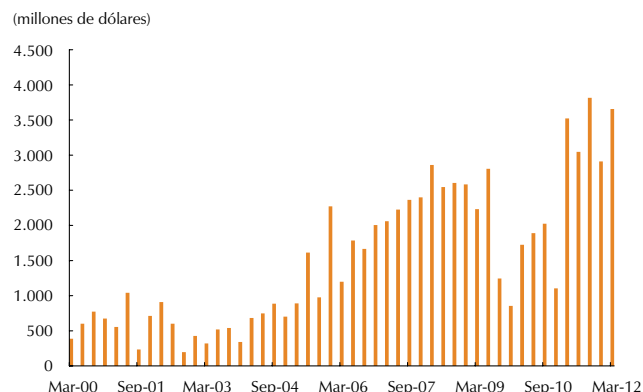
Fuentes: DANE y Banco de la República.

De otro lado, cambios en la demanda de bienes no transables afectan su precio relativo y, por ende, la TCR. Esta demanda depende principalmente del ingreso nacional, de la tasa de interés real y de choques exógenos (v. g. en el gasto público). Así, por ejemplo, el ingreso de la economía puede aumentar por el descubrimiento de un recurso natural (exportable), por el aumento permanente en los ingresos por remesas de trabajadores en el exterior, por un choque a los términos de intercambio o por una disminución en los pagos netos de factores al exterior. Todos ellos inducirían una apreciación real del peso, en la medida en que se reflejen en un mayor gasto de los agentes de la economía que se traduce en incrementos de la demanda por ambos tipos de bienes (transables y no transables). Sin embargo, la demanda de bienes transables puede ser abastecida desde el exterior con unos precios determinados afuera, mientras que la demanda de no transables solo puede suplirse internamente. Por esta razón, se incrementa el precio relativo de los no transables y se ejerce presión al alza sobre los salarios reales (en términos de transables).

En este sentido, en los últimos años se ha observado una mejora importante de los términos de intercambio de Colombia (Gráfico 63), lo que puede explicar gran parte de la apreciación real. Igualmente, las altas cotizaciones del petróleo así como el incremento de la exploración petrolera han generado un aumento tanto de la producción como de las exportaciones del país, elevando así el ingreso nacional (Gráfico 64). Por otra parte, la entrada de recursos por IED puede inducir a una apreciación real, ya que genera demanda de bienes y servicios no transables y con ello un aumento en su precio relativo. En efecto, las condiciones de la economía colombiana, las mejoras en la seguridad y la confianza, así como las mejores perspectivas de mediano plazo del país, han atraído importantes recursos, especialmente de IED, tanto a la actividad petrolera como al resto de sectores de la economía. Así, el ingreso de capitales de IED pasó de US\$2.208 m en promedio entre 2000 y 2003 a US\$8.343 m en promedio entre 2005 y 2011 (Gráfico 65).

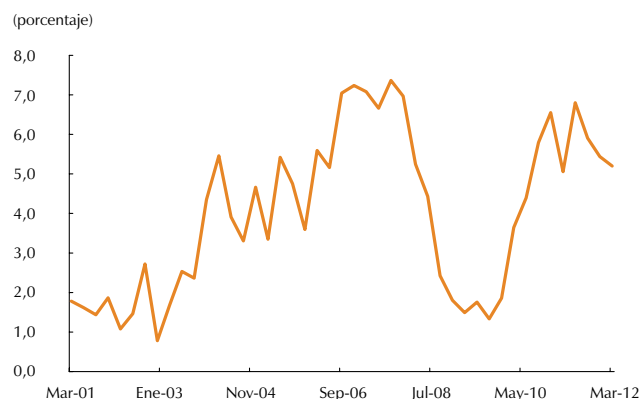
En líneas generales, se debe considerar que los aumentos en los ingresos externos que llegan a las economías, tanto por operaciones de cuenta corriente (gracias a los

Gráfico 65
Flujos de inversión extranjera directa en Colombia



Nota: se excluye la operación de compra de Bavaria en el cuarto trimestre de 2005 por US\$4.502 m.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 66
Crecimiento anual del consumo total



Fuente: DANE.

buenos términos de intercambio y al mayor volumen de exportaciones de recursos naturales), como de la cuenta financiera (bajo la forma de IED o deuda externa), pueden incidir sobre las decisiones de gasto de los agentes tanto del sector público como del privado. De acuerdo con el Gráfico 66, el consumo total impulsado sobre todo por el de los hogares, ha crecido a tasas superiores al 5%, lo que ha venido ejerciendo presiones a la apreciación de la TCR.

En el Gráfico 67 (paneles A y B) se presenta el comportamiento histórico del ITCR-IPP y del ITCR-IPC, indicadores que corresponden al promedio de los índices bilaterales ponderados de acuerdo con la importancia que tiene cada país en el comercio con Colombia. En lo corrido de 2012 a junio se observa una caída del índice, que implicó una revaluación real promedio anual de 3,9%, según el ITCR-IPP, y de 5,1%, según el ITCR-IPC. Esta apreciación ha llevado las dos medidas de TCR a ubicarse en niveles inferiores a sus promedios históricos. El comportamiento reciente se debe, principalmente, a una revaluación de la tasa de cambio nominal promedio de nuestros principales socios comerciales, la cual ha sido compensada parcialmente por una inflación interna menor a la inflación externa (gráficos 68 y 69).

En los últimos años, la apreciación real del peso en términos del IPC es generalizada frente a los socios comerciales, mientras que en términos del IPP se observan devaluaciones reales importantes frente a Brasil y Chile. 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, el peso colombiano se ha apreciado. Por su parte, para el mismo período, la moneda se ha depreciado frente al peso chileno, el sol peruano y el bolívar venezolano con las medidas de IPP, y para estas dos últimas monedas también lo ha hecho en términos del IPC (Cuadro 14).

Un indicador de competitividad que representa una tasa de cambio real multilateral con respecto a los países que compiten con algunos de nuestros principales productos de exportación (café, banano, flores y textiles) en el mercado estadounidense, es el ITCR-C. Entre enero y junio de 2012 este indicador se apreció en promedio 5,3% en términos anuales, reflejando así, una pérdida de competitividad similar a la registrada por las medidas anteriores (Gráfico 70).

Si bien las diferentes medidas de TCR muestran que Colombia ha presentado una apreciación real, este fenómeno también se ha dado en varios de nuestros socios

Gráfico 67
ITCR y sus promedios históricos

A. ITCR multilateral medido con el IPP y sus promedios históricos

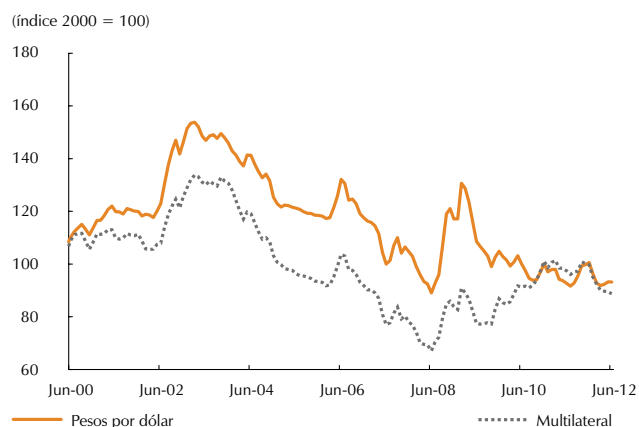


B. ITCR multilateral medido con el IPC y sus promedios históricos



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 68
Índices de tasa de cambio nominal



Fuente: Banco de la República.

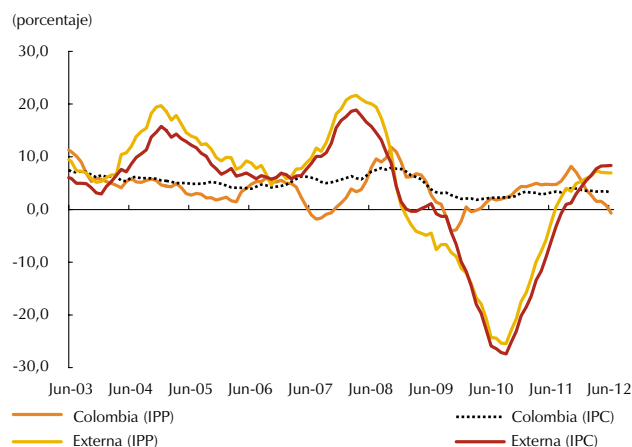
comerciales (Gráfico 71). La debilidad de la economía mundial, la mayor confianza en las economías emergentes, los términos de intercambio favorables y los consiguientes flujos de capital han influido en el comportamiento de las tasas de cambio reales alrededor del mundo. De esta forma, la tendencia hacia la apreciación real observada en Colombia puede explicarse por la evolución de varios de sus determinantes fundamentales: mejoras en la productividad en los sectores transables, favorables términos de intercambio, hallazgos de recursos naturales y niveles altos de IED.

2. Evolución de la balanza de pagos de Colombia en el primer trimestre de 2012

Durante el primer trimestre del año el déficit de la cuenta corriente se redujo con respecto al primer trimestre de 2011, en especial por el mayor superávit comercial que permitió compensar los mayores egresos de renta factorial y el incremento del déficit en el comercio exterior de servicios. En cuanto a los mayores egresos de renta factorial, se originaron en la remisión de utilidades por mayores ganancias obtenidas en el trimestre de las firmas con capital extranjero radicadas en Colombia y que operan en los sectores mineroenergético, manufacturero y de transporte, almacenamiento y comunicaciones (Cuadro 15).

El superávit de la balanza comercial se originó en el buen comportamiento de los precios internacionales

Gráfico 69
Inflación anual



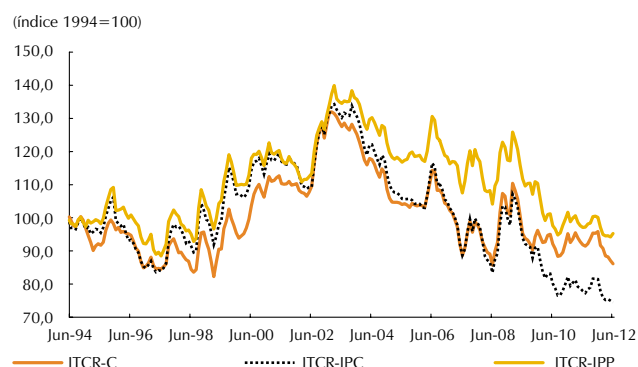
Fuente: Banco de la República.

Cuadro 14
Índice de tasa de cambio real bilateral
(variaciones porcentuales promedio)

	Corrido de 2012 frente a 2000		2011 frente a 2010		Corrido de 2012 frente a 2011	
	IPP	IPC	IPP	IPC	IPP	IPC
Brasil	39,5	(2,1)	6,3	5,6	(11,3)	(11,5)
México	(31,3)	(43,4)	(1,2)	(1,0)	(6,0)	(8,7)
Perú	(9,2)	(17,4)	1,0	(0,2)	0,9	0,1
Chile	9,5	(25,8)	2,9	2,4	1,6	(4,8)
Venezuela	(2,7)	(27,9)	5,1	11,6	4,3	6,3
Estados Unidos	(22,7)	(37,4)	0,4	(2,9)	(3,0)	(3,9)
Zona del euro	(2,2)	(13,1)	2,4	1,7	(7,7)	(9,3)
Inglaterra	(30,5)	(35,6)	1,0	2,0	(2,9)	(5,0)
Japón	(29,6)	(37,9)	3,6	3,3	(3,6)	(5,2)

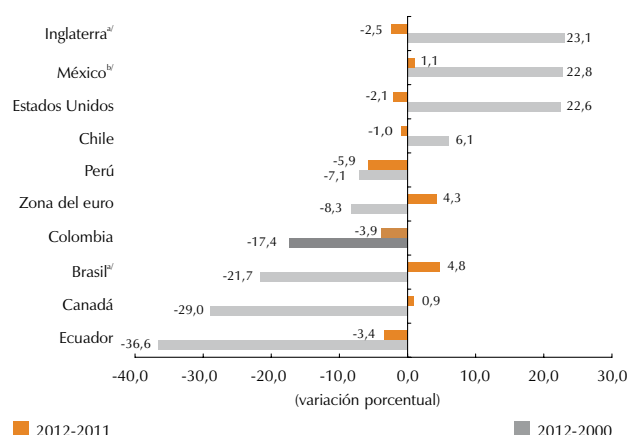
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 70
Índices de tasa de cambio real



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 71
Tasas de cambio real multilateral
(variación porcentual)



Nota: se toma el promedio de las TCR a junio, excepto para México, Inglaterra y Brasil.

a/ En 2012 los datos son a mayo.

b/ En 2012 los datos son a abril.

Fuente: bancos centrales.

del petróleo crudo y sus derivados durante el trimestre, y en menor medida del incremento de sus volúmenes despachados al exterior. Asimismo, otro factor que contribuyó a la reducción del déficit comercial fue la desaceleración en el ritmo del crecimiento anual importador del país. Las compras de bienes de la economía colombiana al exterior ascendieron a US\$13.068 m, cifra superior en US\$1.427 m (con un aumento del 12,3%) a la observada en el mismo trimestre del año anterior. Por su parte, el valor de las exportaciones de bienes (US\$15.536 m) entre enero y marzo de 2012 aumentaron anualmente 21,4%, equivalente a un crecimiento de US\$2.742 m.

De acuerdo con estimaciones de la balanza de pagos del país, los principales resultados durante el primer trimestre de 2012 fueron: i) déficit en la cuenta corriente de US\$1.761 m (2,0% del PIB trimestral de enero a marzo⁴⁷), cifra inferior en US\$98 m a la observada un año atrás, cuando se ubicó en US\$1.859 m (2,4% del PIB); ii) superávit en la cuenta de capital y financiera de US\$2.237 m (2,6% del PIB), monto inferior en US\$676 m al registrado en el primer trimestre de 2011, cuando se ubicó en US\$2.914 m (3,7% del PIB); y, iii) acumulación de reservas originadas en transacciones de balanza de pagos de US\$834 m.

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 15
Balanza de pagos de Colombia
(millones de dólares)

	2011 (pr) (enero a marzo)	2012 (pr) (enero a marzo)	Variación absoluta
I. Cuenta corriente (A + B + C)	(1.859)	(1.761)	(98)
Ingresos	15.812	18.921	3.109
Egresos	17.671	20.681	3.011
A. Bienes y servicios no factoriales	254	1.328	1.074
Ingresos	13.969	16.860	2.891
Egresos	13.716	15.533	1.817
1. Bienes	1.153	2.468	1.315
Ingresos	12.794	15.536	2.742
Egresos	11.641	13.068	1.427
2. Servicios no factoriales	(900)	(1.140)	241
Ingresos	1.175	1.324	149
Egresos	2.075	2.465	390
B. Renta de los factores	(3.235)	(4.185)	950
Ingresos	510	754	245
Egresos	3.745	4.940	1.194
C. Transferencias	1.123	1.097	(25)
Ingresos	1.333	1.306	(26)
Remesas de trabajadores	999	961	(38)
Otras transferencias	334	345	12
Egresos	210	209	(1)
II. Cuenta de capital y financiera (A + B)	2.914	2.237	(676)
A. Cuenta financiera (1 + 2)	2.914	2.237	(676)
1. Flujos financieros de largo plazo (b + c - a)	3.502	5.072	1.570
a. Activos	1.452	(57)	(1.508)
i. Inversión colombiana en el exterior	1.452	(57)	(1.508)
Directa	1.452	(57)	(1.508)
De cartera	0	0	0
ii Préstamos	0	0	0
iii Crédito comercial	0	0	0
iv Otros activos	0	0	0
b. Pasivos	4.953	5.025	72
i. Inversión extranjera en Colombia	5.113	3.676	(1.437)
Directa	3.523	3.657	133
De cartera	1.590	20	(1.570)
ii Préstamos	(465)	1.374	1.839

Cuadro 15 (continuación)
Balanza de pagos de Colombia
(millones de dólares)

	2011 (pr) (enero a marzo)	2012 (pr) (enero a marzo)	Variación absoluta
iii Crédito comercial	(36)	(39)	3
iv Arrendamiento financiero	342	15	(327)
v. Otros pasivos	0	0	0
c. Otros movimientos financieros de largo plazo	0	(10)	(10)
2. Flujos financieros de corto plazo (b - a)	(588)	(2.834)	2.246
a. Activos	3.088	3.349	261
i. Inversión de cartera	1.474	2.662	1.187
ii. Crédito comercial	(93)	(71)	(23)
iii. Préstamos	705	132	(572)
iv. Otros activos	1.002	626	(377)
b. Pasivos	2.500	515	(1.985)
i. Inversión de cartera	951	1.260	308
ii. Crédito comercial	96	86	(10)
iii. Préstamos	1.411	(864)	(2.275)
iv. Otros pasivos	42	33	(9)
B. Flujos especiales de capital	0	0	
III. Errores y omisiones netos	161	357	
IV. Variación de reservas internacionales brutas	1.216	834	

Memo ítem (cifras en millones de dólares)

I. Saldo de reservas internacionales brutas	29.859	33.130
II. Variación de reservas internacionales brutas originadas en transacciones de la balanza de pagos	1.216	834
III. Valorización de las reservas internacionales	180	(7)
VII. Variación de las reservas internacionales brutas (II + III)	1.395	827

(pr) provisional.
Fuente: Banco de la República.

La reducción anual del déficit corriente de la balanza de pagos observada durante el primer trimestre de 2012 se origina en el mayor valor exportado de petróleo crudo y sus derivados, y la desaceleración en el ritmo de crecimiento importador del país.

a. Cuenta corriente

La reducción anual del déficit corriente de la balanza de pagos observada durante el primer trimestre de 2012 (0,4 pp del PIB), se origina en el mayor superávit comercial de bienes, como resultado del mayor valor exportado de petróleo crudo y sus derivados y la desaceleración en el ritmo de crecimiento importador del país. Este mayor balance positivo permitió compensar los mayores egresos netos por renta de los factores y comercio exterior de servicios.

Por componentes de la balanza de pagos, el déficit corriente de US\$1.761 m se explica principalmente por los balances deficitarios en los rubros de renta de los factores (US\$4.185 m) y comercio exterior de servicios (US\$1.140 m), que compensaron el superávit obtenido en la cuenta de bienes (US\$2.468 m) y transferencias corrientes (US\$1.097 m).

Los ingresos corrientes del país ascendieron a US\$18.921 m con un incremento anual de US\$3.109 m, y se componen en especial por exportaciones de bienes (US\$15.536 m, 82% del total), ingresos por servicios no factoriales (US\$1.324 m, 7% del total) y transferencias corrientes (US\$1.306 m, 7% del total). En cuanto a los egresos corrientes, estos se ubicaron en US\$20.681 m, cifra equivalente a un crecimiento de US\$3.011 m. El monto de los egresos se originó principalmente en los pagos por importaciones de bienes (US\$13.068 m, 63% del total), renta factorial (US\$4.940 m, 24% del total) y servicios (US\$2.465 m, 12% del total).

b. Cuenta de capital y financiera

En el primer trimestre del año 2012 la economía colombiana registró un superávit en la cuenta de capital y financiera de US\$2.237 m, cifra inferior en US\$676 m al observado en el mismo período de 2011 (Cuadro 16). El balance superavitario se originó en ingresos netos de capital extranjero por IED en Colombia (US\$3.657 m), inversión extranjera de portafolio (US\$1.279 m) y desembolsos netos de préstamos externos (US\$604 m), que fueron parcialmente compensados con salidas de capital colombiano hacia el exterior (US\$3.302 m).

En el primer trimestre del año 2012 la economía colombiana registró un superávit en la cuenta de capital y financiera de US\$2.237 m, cifra inferior en US\$676 m al observado en el mismo período de 2011.

Entre enero y marzo de 2012 por concepto de IED el país recibió US\$3.657 m (4,2% del PIB trimestral), con un aumento anual de 4%. Estos flujos representan el 66% del total de los ingresos de capital extranjero recibidos por la economía colombiana (Gráfico 72). Los sectores de petróleo y minería absorbieron el 45,3% de los flujos de IED (US\$1.657 m), seguidos de las inversiones canalizadas hacia las actividades de electricidad (US\$419 m), comercio (US\$417 m), transporte (US\$371 m), industria manufacturera (US\$342 m) y establecimientos financieros (US\$333 m).

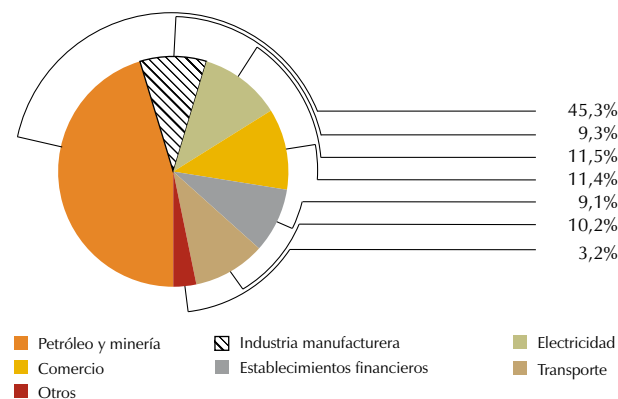
Con relación a las inversiones directas de Colombia en el exterior (IDCE), se estimaron en -US\$57 m. Este resultado correspondió a salidas de capital colombiano destinadas a inversiones directas por US\$411 m y reintegros de capital por

Cuadro 16
Balanza de pagos de Colombia
Cuenta de capital y financiera
(millones de dólares)

	2011 pr (enero a marzo)	2012 pr (enero a marzo)	Variación absoluta
Cuenta de capital y financiera (I - II)	2.914	2.237	(676)
I. Ingresos de capital extranjero (pasivos) (A + B + C)	7.453	5.540	(1.914)
A. Inversión extranjera directa	3.523	3.657	133
B. Inversión extranjera de portafolio (i + ii)	2.541	1.279	(1.262)
i. Sector público	1.181	202	(979)
Largo plazo (bonos)	670	20	(650)
Corto plazo (TES)	511	183	(329)
ii. Sector privado	1.360	1.077	(283)
Largo plazo	920	0	(920)
Corto plazo	440	1.077	637
C. Préstamos y otros créditos externos (i + ii)	1.389	604	(785)
i. Sector público	(575)	1.029	1.603
Préstamos	(573)	1.030	1.603
Largo plazo	(156)	1.189	1.344
Corto plazo	(418)	(159)	(259)
Otros	(1)	(1)	0
ii. Sector privado	1.964	(425)	(2.388)
Préstamos	1.520	(520)	(2.040)
Largo plazo	(309)	185	495
Corto plazo	1.829	(705)	(2.534)
Crédito comercial	60	47	(13)
Otros	384	49	(336)
II. Salidas de capital colombiano (activos) (A + B)	4.540	3.302	(1.237)
A. Inversión directa en el exterior	1.452	(57)	(1.508)
B. Otras inversiones en el exterior	3.088	3.359	271
i. Sector público	663	1.962	1.299
Inversión de portafolio	275	1.914	1.638
Préstamos	403	23	(379)
Otros	(15)	25	41
ii. Sector privado	2.425	1.397	(1.028)
Inversión de portafolio	1.199	748	(451)
Préstamos	302	109	(193)
Crédito Comercial	(93)	(71)	(23)
Otros	1.018	610	(407)

(pr) provisional.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 72
Inversión extranjera directa en Colombia por ramas de actividad
(enero a marzo de 2012)



Fuente: Banco de la República.

US\$468 m, los cuales se registraron en particular en empresas del sector financiero, mientras que las constituciones mayoritariamente se efectuaron en el sector mineroenergético.

Por sectores entre enero y marzo de 2012 el público registró inversiones extranjeras de portafolio en el mercado local por US\$183 m y recaudó ingresos netos de US\$20 m por la colocación de títulos de deuda de largo plazo en los mercados internacionales. Los préstamos y otros créditos externos otorgados al sector público totalizaron US\$1.029 m, resultado de desembolsos netos de préstamos de largo plazo por US\$1.189 m y amortizaciones correspondientes a pagos de corto plazo efectuados a la banca multilateral por US\$159 m.

El sector privado recibió flujos de inversión extranjera de portafolio en la forma de ingresos de corto plazo por US\$1.077 m, monto inferior en US\$283 m a las inversiones observadas en el mismo período de 2011, originados en la venta de acciones a inversionistas extranjeros. En cuanto a la deuda del sector privado colombiano, durante el primer trimestre del año se registraron pagos netos de US\$425 m. Las amortizaciones de deuda de corto plazo (US\$705 m) compensaron los desembolsos netos de préstamos de largo plazo (US\$185 m) y de otros créditos (US\$96 m).

Durante lo corrido del presente año hasta marzo, los activos financieros diferentes a inversiones directas totalizaron US\$3.359 m, cifra superior en US\$271 m a la registrada en el mismo trimestre del año anterior. Dichos flujos se relacionan, en su mayoría, con la adquisición de inversiones de portafolio en el exterior por parte de empresas del sector público exportadoras de productos mineroenergéticos y del sector privado no financiero, así como de otras inversiones y depósitos constituidos por empresas del sector real asociadas con actividades de comercio, comunicaciones y elaboración de productos y bebidas.

c. Reservas internacionales

En lo corrido del año a marzo de 2012, por transacciones de balanza de pagos se acumularon US\$834 m de reservas internacionales brutas, resultado de compras netas de divisas a los intermediarios cambiarios por US\$780 m, ingresos por rendimiento neto de las reservas internacionales por US\$107 m y egresos netos por otras operaciones del Banco de la República por US\$53 m.

3. Perspectivas de la balanza de pagos para el año 2012

De acuerdo con lo planteado en las perspectivas para el entorno externo, la proyección de la balanza de pagos para 2012 incorpora dentro de los supuestos, por un

lado, el resultado de la mayor incertidumbre que se registra sobre el crecimiento global, producto principalmente de la evolución de la crisis en la zona del euro y su posible contagio a otras economías y, por otro lado, un panorama de menores precios para los principales productos básicos de exportación con relación a la dinámica registrada en 2011.

De esta manera, el pronóstico de la cuenta corriente para 2012 supone un menor crecimiento de los socios comerciales, consistente con las perspectivas de contracción de la zona del euro, dada la persistencia de los resultados negativos en los países de la periferia y un inminente contagio hacia la economía alemana. A esto se suma un pronóstico de crecimiento de la economía de los Estados Unidos por debajo de su promedio histórico y una moderación de la dinámica de los países emergentes, lo cual implica una menor demanda externa que frenaría el importante aumento que registraron las exportaciones colombianas el año inmediatamente anterior.

Por su parte, el escenario de precios para los principales productos de exportación (petróleo crudo y derivados, carbón, ferroníquel y café) incorpora lo observado durante el primer semestre del año y las perspectivas de los mercados sobre la evolución de los mismos para el segundo semestre⁴⁸. Lo anterior implica un contexto de menores precios promedio para todo 2012, con relación a los registrados el año anterior, reflejando así el débil desempeño de la economía mundial.

Así las cosas, tanto el supuesto de un menor crecimiento de los socios comerciales como la caída esperada de los precios de los principales productos de exportación del país determinan una desaceleración en el ritmo tanto de las exportaciones tradicionales como de las no tradicionales. A su vez se espera que en 2012 las importaciones presenten una dinámica menor a la que venían registrando en 2011. Lo anterior como consecuencia de la menor demanda interna esperada, dadas las perspectivas que se tienen para la economía colombiana, como se mencionó en la primera sección de este capítulo. En este sentido, el comportamiento de las importaciones compensaría parcialmente el menor crecimiento proyectado de las exportaciones.

Estos resultados estimados para el comercio se verían acompañados por unos menores egresos por remisión de utilidades, principalmente del sector petrolero, lo cual es consistente con un escenario de menores precios en promedio para el crudo en 2012, y por menores ingresos netos por transferencias, dado un escenario de contracción en España y moderación en la recuperación de los Estados Unidos, principales fuentes de remesas de trabajadores para Colombia.

Por otro lado, el déficit en cuenta corriente para 2012 seguiría siendo financiado principalmente por los recursos de la IED, para la cual se estima que se mantendría en los niveles observados en 2011 para el sector petrolero, gracias al dinamismo que este ha venido presentando, sumado al impulso adicional que se ha registrado

Tanto el supuesto de un menor crecimiento de los socios comerciales como la caída esperada de los precios de los principales productos de exportación del país determinan una desaceleración en el ritmo tanto de las exportaciones tradicionales como de las no tradicionales.

48 Para el caso del precio del petróleo se toma la cotización del crudo de referencia Brent tanto para 2011 como para 2012.

Los resultados de la proyección de la balanza de pagos muestran que para el año 2012 se registraría un déficit en cuenta corriente ligeramente superior al observado en el año 2011.

en el resto de sectores, en especial en los sectores financiero y de hotelería y turismo. Por su parte, la inversión colombiana en exterior podría registrar un menor flujo de recursos para la constitución de activos en el exterior, dada la incertidumbre en los mercados externos, lo que en consecuencia generaría un incremento en el resultado neto de la inversión extranjera en Colombia. Adicionalmente, se proyecta un mayor flujo de recursos provenientes del endeudamiento externo del sector público no financiero, los cuales están asociados con proyectos de inversión específica, principalmente en el sector de hidrocarburos⁴⁹.

De esta forma, los resultados de la proyección de la balanza de pagos muestran que para el año 2012 se registraría un déficit en cuenta corriente ligeramente superior al observado en el año 2011. Frente a este escenario de proyección, y dada la mayor incertidumbre sobre el panorama mundial, cabe señalar que los riesgos asociados con la evolución de la crisis europea determinan el rango en el cual se podría encontrar el déficit en cuenta corriente del país en 2012 y 2013.

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 salidas de capital del país, las cuales pueden 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 un nivel adecuado de reservas internacionales sirve no solo para mejorar la confianza en el país sino para enfrentar adecuadamente una crisis en los mercados externos⁵⁰.

Mantener un nivel adecuado de reservas internacionales sirve no solo para mejorar la confianza en el país sino para enfrentar adecuadamente una crisis en los mercados externos.

Para determinar si las reservas internacionales de un país son suficientes para prevenir y enfrentar choques externos, se utilizan varios indicadores de vulnerabilidad. Los indicadores más importantes son la razón entre reservas internacionales y agregados monetarios y la razón entre reservas y el pago de la deuda externa durante los siguientes doce meses. Al comparar las reservas con agregados monetarios, tales como M2 o M3, se busca establecer la capacidad de la economía para responder a salidas de capital provocadas por un ataque especulativo. Por su parte, el indicador de reservas sobre las amortizaciones de la deuda externa total y el déficit en cuenta corriente indica la capacidad del país para responder a sus

49 Es importante señalar que el ejercicio de proyección de la balanza de pagos refleja una variación de las reservas internacionales brutas consistente con los anuncios de intervención realizados por el Banco de la República (esto es, las compras de divisas por un monto mínimo de US\$20 m diarios hasta al menos el 2 de noviembre de 2012) y los rendimientos financieros asociados con estas.

50 Adicional a la estrategia de acumulación de reservas, el 11 de mayo de 2009 el FMI aprobó una línea de financiamiento contingente para Colombia por término de un año, el cual se otorga a países miembros con buen desempeño económico, políticas prudentes y un sólido marco de política económica. Esta línea de crédito fue renovada el 7 de mayo de 2010 por un año y, posteriormente, el 6 de mayo de 2011, por dos años más. El pasado 4 de mayo de 2012 el FMI reafirmó el acceso a los recursos contingentes para Colombia, por un monto aproximado de US\$5,98 mm. Aunque las autoridades económicas no prevén hacer uso de estos recursos, consideran prudente contar con ellos ante la eventualidad de un recorte abrupto del financiamiento externo.

La vulnerabilidad externa, medida a través de diferentes indicadores de reservas internacionales, muestra que Colombia se encuentra en una posición similar a la de otros países de la región.

obligaciones crediticias con el resto del mundo, en un escenario extremo donde se cierre completamente el acceso a la financiación internacional. En general, los mercados internacionales consideran que valores bajos de estos indicadores pueden dar señales de alerta sobre la vulnerabilidad externa de las economías.

El Cuadro 17 presenta la evolución de diferentes indicadores de las reservas internacionales netas entre 2008 y 2012 para el caso colombiano. Para el indicador de la relación de reservas netas sobre M3, puede decirse que ha estado en niveles estables durante los últimos tres años. Con respecto a las relaciones de reservas netas a deuda externa y al déficit en cuenta corriente, estos registran valores por encima de 1, nivel considerado adecuado por los diferentes analistas de los mercados internacionales. Vale la pena mencionar que una de las medidas más usadas es el cociente de las reservas netas a las importaciones de bienes, la cual indica el número de meses de importaciones que una economía está en capacidad de cubrir haciendo uso de sus reservas internacionales ante un cambio abrupto de la balanza comercial. Para el año 2012 este indicador para Colombia se estima en 7,7 meses.

Cuadro 17
Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

	2008	2009	2010	2011	2012
Saldo					
Reservas internacionales netas (millones de dólares) ^{a/ b/}	24.030	25.356	28.452	32.300	36.193
Indicadores					
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa					
Amortizaciones deuda externa (millones de dólares)	10.369	11.418	10.308	14.418	20.239
Reservas netas/amortizaciones de deuda externa del año en curso	2,32	2,22	2,76	2,24	1,79
Reservas netas/amortizaciones de deuda externa del siguiente año	2,10	2,46	1,97	1,60	1,68
B. Posición adecuada de liquidez externa					
RIN / (servicio de la deuda año corriente)	1,76	1,75	2,08	1,78	1,43
RIN / (servicio de deuda año siguiente)	1,66	1,85	1,56	1,28	1,35
RIN / (amortizaciones de deuda año corriente + déf. cta. cte. año corriente)	1,40	1,55	1,49	1,32	1,15
RIN / (amortizaciones de deuda año siguiente + déf. cta. cte. año siguiente)	1,47	1,33	1,17	1,03	1,12
C. Otros indicadores de reservas internacionales					
RIN como meses de importaciones de bienes ^{c/}	7,7	9,7	8,8	7,4	7,7
RIN/M3 (porcentaje) ^{d/}	29,2	26,2	24,7	24,1	24,2
RIN/PIB ^{e/}	9,8	10,8	9,9	9,7	10,0

(pr) preliminar.

(proy) proyección.

a/ Corresponde a una proyección del saldo de reservas internacionales netas para el año 2012 y considera el compromiso de compra de divisas de al menos US\$20 m. diarios a partir del 6 de febrero y hasta al menos el 2 de noviembre del presente año, pero no considera los recursos de la línea de financiamiento contingente aprobada por el FMI para Colombia.

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

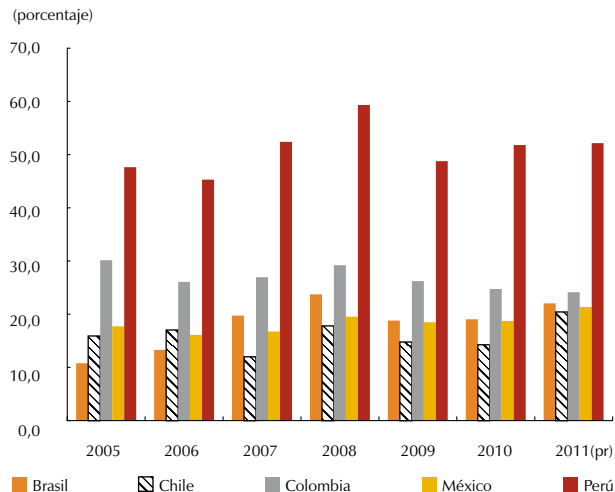
c/ El valor de las importaciones de bienes corresponde a una proyección para el año 2012.

d/ Saldo de M3 ampliado para el año 2012 corresponde a una proyección.

e/ El valor del PIB en dólares corresponde a una estimación para el año 2012 tanto en términos reales como en dólares.

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico 73
Reservas internacionales/M3

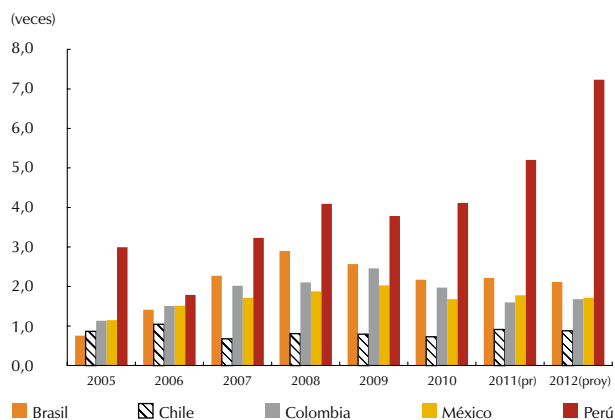


Al comparar diversos indicadores de liquidez internacional de Colombia frente a otros países de la región, se observa que en el cociente de reservas a M3 Colombia registra niveles superiores a Chile, México y Brasil, y una posición inferior con respecto a Perú. Se destaca el crecimiento y nivel de esta razón para Perú, debido a que los bancos locales pueden captar depósitos en dólares y el encaje de estos se contabiliza como reservas (Gráfico 73).

En las relaciones de las reservas internacionales a amortizaciones, servicio de deuda y déficit en cuenta corriente más amortizaciones, Colombia registra niveles superiores a Chile y similares o inferiores a México, Brasil y Perú (Gráfico 74).

Gráfico 74

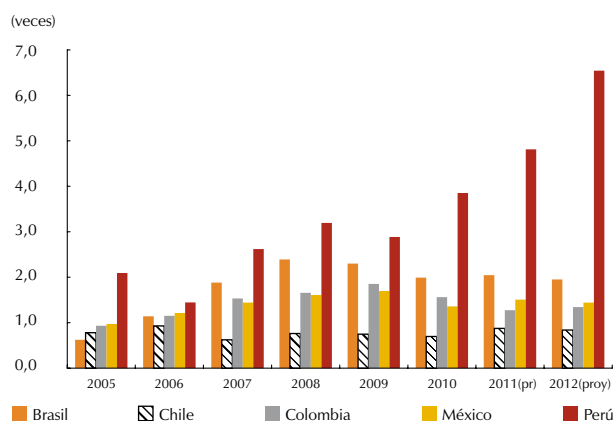
A. Reservas internacionales/amortizaciones del año siguiente



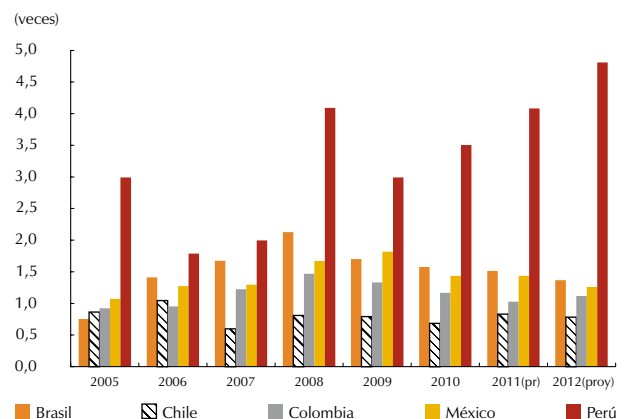
Con respecto al indicador de reservas a PIB, se sitúa en niveles cercanos al registrado por México, y por debajo de Chile, Brasil y Perú. En cuanto a las reservas medidas en meses de importaciones de bienes, estas muestran que Colombia tiene una posición relativa superior a la de Chile y México, e inferior a la de Brasil y Perú (Gráfico 75).

De esta forma, la vulnerabilidad externa medida a través de los anteriores indicadores de reservas internacionales muestra que Colombia se encuentra en una posición similar con respecto a la de otros países de la región.

B. Reservas internacionales/servicio de la deuda del año siguiente



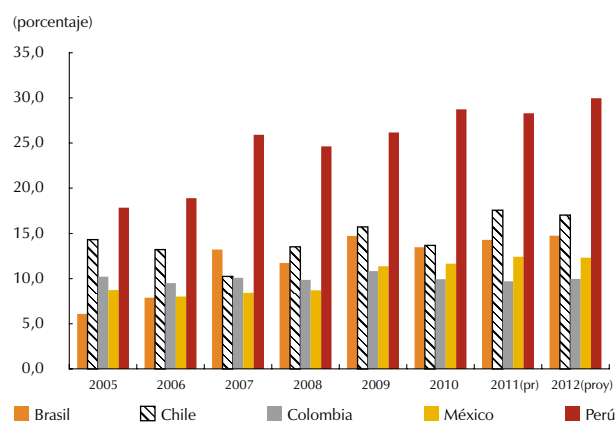
C. Reservas internacionales/(déficit de cuenta corriente + amortizaciones) del año siguiente



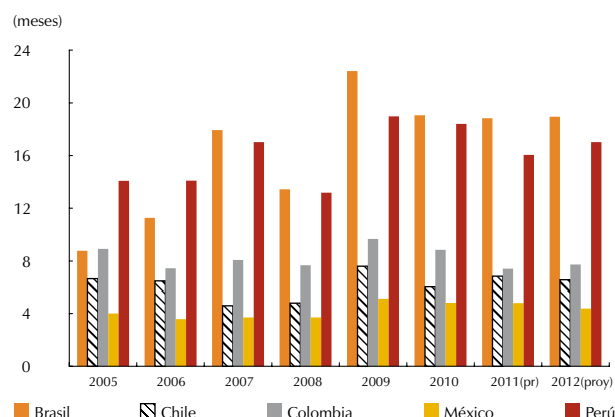
(pr): preliminar.
(proy): proyectado.
Fuentes: bancos centrales de los países, The Economist Intelligence Unit y Banco de la República.

Gráfico 75

A. Reservas internacionales/PIB



B. Reservas internacionales como meses de importaciones de bienes



(pr): preliminar.

(proy): proyectado.

Fuentes: bancos centrales de los países, *The Economist Intelligence Unit* y Banco de la República.

F. COMPORTAMIENTO DE LA ECONOMÍA REGIONAL EN COLOMBIA

Este literal describe el desempeño de la economía colombiana por regiones, de acuerdo con la clasificación que tiene el Banco de la República para el seguimiento periódico de las principales actividades y variables económicas en las diferentes zonas del país⁵¹ (Mapa 1).

De esta forma, con base en la información más reciente del PIB departamental, la cual se encuentra hasta el año 2010, así como con los indicadores económicos disponibles para 2011, se analiza el comportamiento de las diferentes actividades económicas sectoriales para las siguientes regiones⁵²: Bogotá; región Caribe (Bolívar, Atlántico, Magdalena, Cesar, Córdoba, Sucre, La Guajira, y San Andrés y Providencia); región Noroccidente (Antioquia y Chocó); región Suroccidente (Valle del Cauca, Nariño, Cauca y Putumayo); región Nororiental (Santander, Norte de Santander, Boyacá y Arauca), región Centro (Tolima, Huila, Cundinamarca y Caquetá); región Suroriental (Llanos Orientales y Amazonas), y región del Eje Cafetero (Caldas, Quindío y Risaralda).

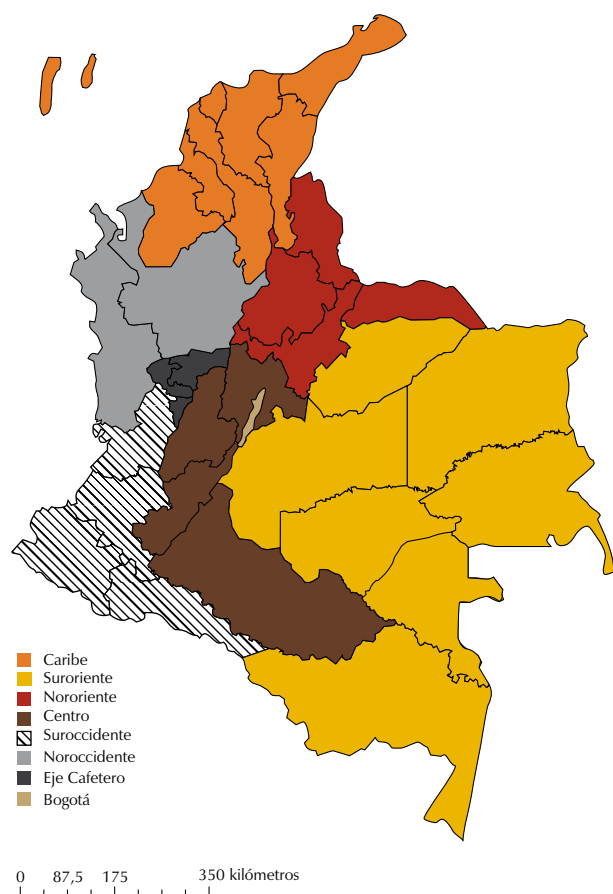
1. Distribución regional del PIB de Colombia, 2008-2010

De acuerdo con la información disponible más reciente del PIB departamental, en el año 2009 la mayoría de regiones se desaceleraron, e incluso algunas como la Noroccidente y el Eje Cafetero cayeron. En 2010 la mayoría de las regiones, a excepción de la Caribe, Nororiental y Centro, retornaron a su senda de crecimiento, con tasas similares o superiores a las observadas en 2008 (Cuadro 18). En el período analizado (2008-2010) se destaca la región Suroriental con las más altas tasas de crecimiento del país, superiores al 10% anual, y con una marcada tendencia al alza impulsada

51 Véanse los boletines económicos regionales del Banco de la República, publicados en su página web (www.banrep.gov.co/publicaciones/pub_ec_reg7.htm). Aunque actualmente no se produce un boletín particular en el seguimiento de la actividad económica para Bogotá, en el presente *Informe al Congreso* sí se incluye la ciudad capital.

52 Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que para el análisis de algunas de las variables no se logra completamente la cobertura regional definida, como consecuencia ya sea de la agrupación arbitraria de la fuente de información, o de la no disponibilidad de datos para algunos departamentos.

Mapa 1
Regiones de Colombia^{a/}



a/ Clasificación del Banco de la República, utilizada en el seguimiento periódico de las economías locales.
Fuente: Banco de la República.

principalmente por el dinamismo del sector minero (petróleo). Por su parte, en dicho lapso la región Caribe ha mantenido un crecimiento relativamente estable, por debajo de 2%.

En cuanto a la participación en el PIB del país, se observa una relativa estabilidad en su distribución regional (Cuadro 18). Así, mientras un poco más del 25% de la producción nacional se concentra en Bogotá, el 55% se genera en el Caribe, el Noroccidente, el Suroccidente y el Nororiente del país, con una participación similar de cada región. Por su parte, la región Centro y el Eje Cafetero producen, respectivamente, el 10% y el 4% del PIB de Colombia. La única región que ha aumentado su participación en el PIB nacional, al pasar de 5,2% en 2008 y 2009 a 6,2% en 2010, es la Suroriental dado, su creciente ritmo de expansión económica, como ya se mencionó.

Al descomponer sectorialmente el PIB regional se observa que en Bogotá se concentra gran parte de la actividad industrial, de comercio, construcción, transporte y servicios (financieros y no financieros). Por su parte, la actividad agropecuaria se encuentra focalizada en las regiones Centro, Caribe, Nororiente, Suroccidente y Noroccidente, mientras que la actividad minera está ubicada principalmente en el Suroriente, el Caribe y el Nororiente del país (Cuadro 19).

Cuadro 18
PIB de Colombia por regiones^{a/}
Variación anual y participación en el total regional
(porcentaje)

Región	Variación anual			Participación		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Bogotá	3,7	1,3	3,1	25,5	26,0	25,4
Caribe	1,8	1,9	1,6	15,5	15,5	15,1
Noroccidente	2,4	-0,1	4,0	13,8	13,8	13,7
Suroccidente	2,8	2,2	3,5	13,3	13,6	13,5
Nororiente	5,3	0,0	4,2	13,0	12,3	12,6
Centro	4,3	0,8	3,6	9,7	9,7	9,6
Suroriente	10,9	13,4	18,5	5,2	5,2	6,2
Eje Cafetero	1,9	-1,2	2,5	3,9	3,9	3,8
Total nacional	3,5	1,7	4,0	100,0	100,0	100,0

a/ Información más reciente disponible del DANE. Datos ajustados a 2008, 2009 y preliminares de 2010.
Fuente: DANE (cuentas departamentales 2010 [preliminar]); cálculos del Banco de la República.

Cuadro 19
Distribución del PIB por regiones y actividades económicas en 2010^{a/}
(porcentaje)

Panel A											
Región	Agropecuaria ^{b/}	Explotación de minas y canteras	Industria manufacturera	Energía, gas y agua	Construcción	Comercio y otras ^{c/}	Transporte y otras ^{d/}	Servicios financieros ^{e/}	Actividades de servicios ^{f/}	Derechos e impuestos	Producto interno bruto
Bogotá	0,0	0,5	21,3	20,7	22,8	30,3	27,8	42,9	28,9	26,5	25,4
Caribe	17,4	22,7	14,0	18,7	14,1	14,3	16,4	9,9	16,4	15,5	15,1
Noroccidente	13,7	6,3	14,3	20,3	16,1	15,7	12,7	15,0	12,4	12,9	13,7
Suroccidente	14,5	3,7	15,8	12,8	11,9	13,5	14,0	15,7	14,3	13,9	13,5
Nororient	18,2	16,2	18,8	9,7	14,6	10,0	11,1	7,1	9,9	17,5	12,6
Centro	21,2	8,1	10,7	11,1	10,0	9,5	10,1	4,7	10,1	9,1	9,6
Surorient	7,7	42,0	1,3	1,9	5,7	2,7	3,8	1,3	3,5	1,4	6,2
Eje Cafetero	7,4	0,4	3,7	4,7	4,8	3,9	4,1	3,4	4,5	3,2	3,8
Total nacional	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Panel B											
Región	Agropecuaria ^{b/}	Explotación de minas y canteras	Industria manufacturera	Energía, gas y agua	Construcción	Comercio y otras ^{c/}	Transporte y otras ^{d/}	Servicios financieros ^{e/}	Actividades de servicios ^{f/}	Derechos e impuestos	Producto interno bruto
Bogotá	0,0	0,2	10,8	2,9	6,3	13,8	7,0	32,3	18,0	8,8	100,0
Caribe	7,5	13,0	12,0	4,4	6,6	11,1	6,9	12,6	17,3	8,7	100,0
Noroccidente	6,5	4,0	13,5	5,2	8,2	13,3	5,9	21,0	14,4	8,0	100,0
Suroccidente	7,0	2,4	15,1	3,4	6,2	11,6	6,6	22,3	16,8	8,7	100,0
Nororient	9,4	11,1	19,2	2,7	8,1	9,2	5,6	10,8	12,4	11,7	100,0
Centro	14,4	7,3	14,4	4,1	7,3	11,6	6,7	9,3	16,7	8,0	100,0
Surorient	8,0	58,1	2,7	1,1	6,4	5,0	3,9	4,1	8,8	1,9	100,0
Eje Cafetero	12,5	1,0	12,4	4,3	8,7	11,8	6,9	16,8	18,5	7,1	100,0
Total nacional	6,5	8,6	12,9	3,5	7,0	11,6	6,4	19,2	15,8	8,4	100,0

a/ Información más reciente disponible del DANE. Datos preliminares de 2010.

b/ Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca.

c/ Otras: reparación, restaurantes y hoteles.

d/ Otras: almacenamiento y comunicaciones.

e/ Establecimientos financieros, seguros, actividades inmobiliarias y servicios a las empresas.

f/ Actividades de servicios sociales, comunales y personales.

Fuente: DANE (cuentas departamentales 2010 [preliminar], a precios corrientes); cálculos del Banco de la República.

La evolución sectorial en el período 2008-2010 muestra que el comportamiento observado en la mayoría de las regiones estuvo asociado con el resultado de la industria, el comercio y el sector de transporte y comunicaciones. La excepción fue la región Caribe, donde la industria continuó cayendo en 2010, y el Eje Cafetero, donde el sector de transporte y comunicaciones no se recuperó (Cuadro 20).

Cuadro 20
Dinámica sectorial del PIB regional^{a/}
(variación porcentual)

Región	Industria manufacturera			Comercio y otros ^{b/}			Transporte y otros ^{c/}			Construcción		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Bogotá	(2,3)	(3,2)	2,4	3,1	(0,5)	6,8	5,5	(1,0)	5,9	21,4	0,1	(5,3)
Caribe	(3,6)	(5,1)	(3,1)	3,4	0,5	3,4	4,5	(0,9)	4,5	7,4	13,2	(4,6)
Noroccidente	(4,1)	(6,2)	7,9	3,7	(0,4)	6,5	1,7	(2,1)	4,9	11,7	1,9	(8,6)
Suroccidente	4,3	(1,1)	2,8	2,3	0,0	4,3	3,4	(4,4)	3,3	(0,3)	8,1	(2,6)
Nororiente	3,5	(6,6)	3,4	4,3	(1,6)	3,3	4,5	(1,9)	5,5	4,5	9,0	8,8
Centro	9,5	0,3	4,3	2,7	0,6	3,7	7,0	1,1	4,5	7,3	3,5	8,6
Suroriente	4,6	(7,2)	9,5	(0,1)	(1,1)	4,7	8,5	2,5	12,8	(3,5)	13,0	3,2
Eje Cafetero	2,5	(7,4)	1,7	3,6	(1,5)	3,8	4,3	(1,1)	(0,1)	(0,1)	0,1	(2,0)
Total nacional	0,5	(4,1)	2,9	3,1	(0,3)	5,1	4,6	(1,4)	5,0	8,8	5,3	(1,7)

Región	Servicios financieros ^{d/}			Actividades de servicios ^{e/}			Explotación de minas y canteras			Agropecuaria ^{f/}		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Bogotá	4,9	2,7	1,8	0,5	5,2	4,6	7,9	10,6	(14,3)	n.e.	n.e.	n.e.
Caribe	3,1	3,4	3,8	3,6	4,2	6,6	2,4	4,4	0,8	(1,3)	1,1	(5,8)
Noroccidente	4,9	3,0	4,8	2,0	5,1	3,7	17,8	13,8	6,1	(3,2)	(2,1)	1,7
Suroccidente	4,0	3,2	3,0	4,0	3,9	3,5	29,3	41,6	22,3	(9,3)	(1,9)	3,9
Nororiente	5,1	5,1	3,9	5,6	3,2	5,2	13,3	4,8	1,0	8,4	(0,3)	1,7
Centro	3,2	2,5	2,9	3,0	4,3	5,8	5,2	(2,3)	(3,6)	(2,8)	(2,8)	2,6
Suroriente	8,9	4,9	5,4	4,8	3,7	4,4	17,8	21,9	32,4	19,2	8,4	2,3
Eje Cafetero	4,1	3,4	2,5	0,7	2,3	4,3	(9,4)	6,6	(11,2)	(3,2)	(3,6)	4,1
Total nacional	4,5	3,1	2,9	2,6	4,4	4,8	9,7	11,1	12,3	(0,4)	(0,7)	1,0

n.e. no existe dato.

a/ Información más reciente disponible del DANE. Datos ajustados 2008, 2009 y preliminares 2010.

b/ Otros: reparación, restaurantes y hoteles.

c/ Otros: almacenamiento y comunicaciones.

d/ Establecimientos financieros, seguros, actividades inmobiliarias y servicios a las empresas.

e/ Actividades de servicios sociales, comunales y personales.

f/ Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca.

Fuente: DANE (cuentas departamentales 2010 [preliminar] a precios corrientes); cálculos del Banco de la República.

En cuanto a las actividades financieras y de servicios, estas mantuvieron tasas de crecimiento positivas en las diferentes regiones del país. Por su parte, aunque el sector de la construcción no decayó en 2009, sí lo hizo en 2010 en la mayoría de las zonas. Así, mientras en Bogotá dicha actividad pasó de crecer 21,4% en 2008 a caer 5,3% en 2010, en el Nororiente, Centro y Suroriente mantuvo su dinamismo. En 2010 la actividad minera registró una caída en la zona Centro, donde igualmente había disminuido en 2009; asimismo se redujo en el Eje Cafetero y Bogotá, sin embargo, allí su participación es mínima. El sector agropecuario comenzó a recuperarse en 2010 luego de la contracción observada en las diferentes regiones desde el año 2008, con excepción del Suroriente del país, donde esta actividad ha mantenido tasas de crecimiento positivas, aunque decrecientes.

En conclusión, en Bogotá, el Noroccidente y el Suroccidente del país la desaceleración económica de 2009 y su recuperación en 2010 estuvo vinculada en especial al resultado de la industria, el comercio y el transporte. En el caso de la región Centro, también incidió el comportamiento del sector de la construcción y del agropecuario. La región Nororiente experimentó una constante desaceleración de su sector minero, así como un comportamiento procíclico de la industria, el comercio y el transporte. Por su parte, en la región Caribe jalonaron a la baja la industria (que no mostró recuperación), así como la construcción, el sector agropecuario y la actividad minera, que se vieron debilitados en 2010. Por el contrario, en el Suroriente la actividad minera creció constantemente en los tres años, contrario a lo ocurrido en su sector agropecuario. En el caso del Eje Cafetero, tanto la contracción como el avance estuvieron marcado principalmente por la dinámica de la industria, el comercio y el sector agropecuario, mientras la construcción no mostró signos de recuperación.

2. Comportamiento regional durante 2011

Si bien no existen aún cifras consolidadas del PIB departamental para el año 2011, la información estadística disponible permite hacer un análisis del comportamiento de la actividad económica en las diferentes zonas del país. A continuación se presenta un resumen de lo acontecido por región, lo cual se complementa con información pertinente para algunos sectores particulares dentro de las regiones (véase sombreado de la página 103).

En general, la información disponible señala que en el año 2011 continuó el buen desempeño de la mayoría de regiones. Así, en Bogotá la industria sigue creciendo moderadamente, y en el comercio (al igual que sucedió en las demás regiones) se observó un incremento en la venta de vehículos, aunque a un menor ritmo que el observado en años anteriores. Asimismo, en la capital se puede apreciar el repunte en la actividad de la construcción y del crédito en el sector financiero, paralelo a un destacado resultado del comercio exterior, una reducción del desempleo y un buen comportamiento de la inflación.

La región Noroccidente se caracterizó por un significativo avance en la industria y en el comercio exterior, a una tasa superior a la observada para el promedio nacional. De la misma manera, el comercio interno y la actividad financiera alcanzaron un buen balance, mientras que el sector agrícola presentó señales mixtas. En cuanto a la construcción, esta región alcanzó el mayor crecimiento en el área licenciada para vivienda, combinado con una caída en el desempleo para el área metropolitana de Medellín, y una inflación mayor al promedio nacional.

En el Caribe la evidencia señaló la recuperación en la industria, una fuerte expansión en el área aprobada para vivienda y una evolución importante en el comercio, particularmente de vehículos. Igualmente, el sector agropecuario y el minero, al igual que el comercio exterior y el mercado laboral presentaron un mejor dinamismo, pero con una alta inflación en varias de sus ciudades.

La región Suroccidente mostró un avance importante en la industria, un balance positivo en los sectores de comercio y construcción y una moderada evolución en el crédito financiero y en el comercio exterior, frente al resultado de otras regiones. Adicionalmente, se caracterizó por alcanzar las menores cifras de inflación, aunque con deterioro en su mercado laboral para el área de Cali-Yumbo.

El comportamiento económico de la región Nororiente presentó un buen desempeño para el sector agropecuario y la construcción; además de un balance favorable en el comercio y el sector financiero, con un crecimiento moderado en la industria. No obstante, la región registró poco avance en la actividad minera, con uno de los resultados más bajos en el comercio exterior y con la más alta inflación del país en Bucaramanga. El área metropolitana de Cúcuta se distinguió por su alto desempleo, mientras que se dio una inclinación a la baja en Tunja y Bucaramanga.

La región Centro evidenció una mejora importante en el sector agropecuario y en la construcción, y en menor medida en el comercio, aunque se mantiene el impulso en la venta de vehículos. No obstante, en el mercado externo fue la única región con caída en las exportaciones. La inflación estuvo por encima del total nacional para Neiva e Ibagué, donde se mantuvieron altas tasas de desempleo, a pesar de ser inferiores a las de 2010.

En el Suroriente se mantuvo el auge del sector minero, con la extracción de petróleo a la cabeza, principalmente en el Meta. Mientras que el resultado fue variado en la actividad agropecuaria, y se dio un avance en el crédito financiero y la construcción, además de presentar una favorable evolución en el empleo.

Finalmente, el Eje Cafetero se distinguió por un balance mixto en el sector agropecuario, con una reducción importante en la producción de café y una desaceleración en el comercio. Sin embargo, exhibió cierta recuperación en la industria, un buen desempeño en la construcción, una evolución moderada en las exportaciones, y un buen comportamiento en el crédito financiero. Si bien la tasa de desempleo superó el promedio total de las 23 ciudades, los resultados fueron inferiores a los de 2010. En cuanto a la inflación, solo Manizales superó el promedio nacional.

EVOLUCIÓN SECTORIAL POR REGIONES

1. Sector agropecuario¹

El comportamiento de la actividad agropecuaria en 2011 fue variado en las diferentes regiones del país. La producción de cultivos permanentes², como el aceite y almendra de palma, alcanzaron incrementos destacados por encima de 40% en la zona Oriental, seguida en menor escala por las zonas Norte y Centro, según la clasificación de Fedepalma³. Por su parte, la caña panelera⁴, con similar distribución en cinco regiones productoras, exhibió, por una parte, un alza superior a 70% en Suroccidente y el Eje Cafetero, y por otro lado, se redujo en el Centro (34,4%), Nororiente (14,4%) y Noroccidente (13,1%). Con relación a la caña de azúcar⁵, según cifras de Asocaña, la producción excedió en 12,1% lo obtenido un año atrás, donde la región Suroccidente representó prácticamente el total de la producción del año (79% en el Valle del Cauca y 19% en el Cauca).

La producción de café pergamino seco exhibió una contracción en el Eje Cafetero (26,5%) y en el Suroccidente (18,6%); mientras aumentó en Centro (13,3%) y Nororiente (56,8%), esta última zona con el menor aporte dentro del total. La producción nacional de café verde igualmente cayó (12,5%), de acuerdo con cifras de la Federación Nacional de Cafeteros, lo cual fue atribuido principalmente a la fuerte temporada invernal y a las áreas de café renovadas.

En cultivos transitorios⁶ se destacó el buen desempeño mostrado por la región Centro, con incremento en la producción de arroz (18,1%), maíz (67,4%) y papa (24,8%); la Caribe productora por excelencia de maíz, también logró un significativo avance (34,4%), al igual que Suroccidente (43,9%). Asimismo, las demás regiones, con una menor participación en este producto, se caracterizaron por un comportamiento positivo. Por su parte, la zona Suroriente (una de las dos principales productoras de arroz junto con la región Central) mostró una caída de 9,3%, explicada por el retroceso en el departamento del Meta, a causa del síndrome de vaneamiento⁷. En lo que corresponde a la producción de papa, el Nororiente del país se destacó por una variación positiva del 31,9%, mientras que fue desfavorable en el Suroccidente, donde descendió 8,8%.

En la actividad pecuaria, de acuerdo con la estimación realizada en 2011 por la ENA, la población nacional de ganado bovino disminuyó. La región Caribe, con cerca de una tercera parte de esta población, se redujo en 8,5%; en tanto que Suroriente, que le sigue en participación, tuvo una caída del 18,8%, seguido de Nororiente (-13,1%) y Eje Cafetero (-12,7%). En el caso de Noroccidente y Centro se registraron aumentos leves, mientras el Suroccidente tuvo un incremento cercano al 15%.

2. Sector minero

En 2011 la producción de petróleo en la región Suroriente, con una participación del 64,8% en el consolidado nacional, continuó con la tendencia ascendente de los últimos años. En Meta y Casanare, los dos mayores productores de petróleo, creció la extracción a tasas anuales de 29,2% y 22,8%, respectivamente. Nororiente, con el 18,4% de la producción, obtuvo una tasa de crecimiento leve (1,4%); mientras que en la zona Centro se presentó una reducción de 7,7% (Gráfico A).

La producción de carbón, concentrada fundamentalmente en la región Caribe: Cesar (50,9%), La Guajira (38,9%) y Córdoba

1 El análisis se realiza con base en la información de la encuesta nacional agropecuaria (ENA), que el DANE aplica en 22 departamentos para los cultivos de caña panelera, café pergamino y papa. Adicionalmente, se cuenta con la información provisional de algunos gremios, asociaciones y entidades particulares para los demás productos: Asociación de Cultivadores de Caña (Asocaña); Federación Nacional de Cultivadores de Palma (Fedepalma); Federación Nacional de Arroceros (Fedearroz); Federación Nacional de Cafeteros, y la Federación Nacional de Cultivadores de Cereales y Leguminosas (Fenalce), para el caso del maíz.

2 Los principales cultivos permanentes son: palma africana, café, plátano, 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.

3 Zona Oriental (Casanare y Meta); zona Norte (Antioquia, Bolívar, Magdalena y parte del Cesar); zona Centro (Norte de Santander, Santander y la otra parte del Cesar).

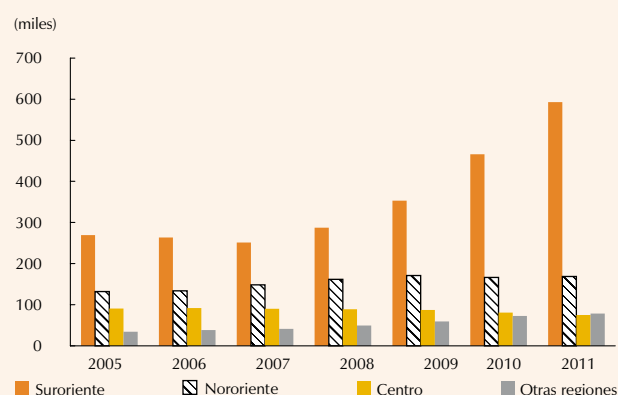
4 Equivalente a la denominada caña verde.

5 Toneladas métricas en su equivalente a volumen de azúcar crudo.

6 Los principales cultivos transitorios o de ciclo corto son: arroz, maíz, papa, yuca, sorgo, trigo, frijol y algodón, entre otros (las cifras son provisionales).

7 Enfermedad que no permite obtener la cantidad apropiada de granos en las espigas, por dificultades de factores como el clima, el período de siembra o el manejo del cultivo, lo cual afecta la producción y sus rendimientos.

Gráfico A
Producción de petróleo, por regiones
(BPDC)^{a/}



a/ Barriles producidos por día calendario.
Fuente: Banco de la República.

(0,4%), presentó un crecimiento anual de 15,1%. En cuanto a los metales preciosos, ligado a la buena cotización en los mercados internacionales, la actividad en la región Caribe sobrepasó el 50,0% de lo obtenido en el año anterior, en tanto que Noroccidente, con la contribución más alta (79,4%), obtuvo un 13,4% más que el año precedente, seguido de una variación positiva de 6,4% para el Eje Cafetero. Por su parte, Centro y Suroccidente reportaron reducciones de 45,5% y 14,8%, respectivamente, aunque en conjunto solo aportaron 2,5% del total de la actividad.

Cuadro A
Crecimiento de la producción real, por regiones^{a/}
(variación anual promedio móvil trimestral)

Período	Bogotá	Medellín y su área metropolitana	Cali, Yumbo, Jamundí y Palmira	Barranquilla, Soledad, Malambo, Cartagena y Santa Marta	Eje Cafetero	Santanderes
Dic-08	(7,6)	(7,0)	(3,6)	(0,7)	(2,5)	2,7
Mar-09	(8,3)	(9,1)	(1,9)	(5,0)	(5,9)	0,4
Jun-09	(10,6)	(11,8)	(2,9)	(8,0)	(9,7)	(3,4)
Sep-09	(9,6)	(13,4)	(2,8)	(12,8)	(13,8)	(4,8)
Dic-09	(7,8)	(11,1)	(2,0)	(10,7)	(13,9)	(6,8)
Mar-10	(6,3)	(7,0)	(3,1)	(5,8)	(12,3)	(6,7)
Jun-10	(1,6)	(0,2)	(1,5)	(1,7)	(7,7)	(5,1)
Sep-10	0,6	5,1	(0,5)	3,9	(2,0)	(2,8)
Dic-10	2,4	8,9	0,2	4,7	0,1	0,9
Mar-11	3,5	10,8	2,5	4,3	0,3	4,3
Jun-11	1,9	9,8	3,6	5,6	(1,3)	5,7
Sep-11	2,9	10,5	5,0	5,6	0,2	6,1
Dic-11	2,7	8,5	7,1	7,3	3,2	5,6

a/ Clasificación DANE.
Fuente: DANE (muestra trimestral manufacturera regional [MTMR]); cálculos del Banco de la República.

3. Sector industrial

En 2011 las regiones con predominio industrial continuaron con el proceso de recuperación iniciado el año anterior. Los resultados exhibidos por los índices de la muestra trimestral manufacturera regional del DANE, de acuerdo con su propia clasificación de zonas del país⁸, mostraron un significativo avance anual de la producción industrial real: Medellín-área metropolitana, con 8,5%, costa Caribe, con 7,3% y el área de Cali, con 7,1% (Cuadro A). En la zona de Medellín sobresalieron la producción y venta de manufacturas de carnes y derivados, vehículos y autopartes, textiles y confecciones; y en Caribe los productos minerales no metálicos, carnes y pescado, otros productos químicos y de plástico. En el área de Cali se destacó la maquinaria y aparatos eléctricos, hierro y acero, otros alimentos y confecciones, y en menor proporción productos de caucho y plástico.

De otro lado, los Santanderes tuvieron un incremento de 5,6%, como consecuencia de la producción favorable de carnes y derivados, otras manufacturas, minerales no metálicos, maquinaria, calzado y artículos de cuero. Entre tanto, en Bogotá la producción real creció 2,7%, frente a 2,4% del año precedente, concentrado en carnes, aceites y grasas,

8 Bogotá; Santanderes; Eje Cafetero; Cali, Yumbo, Jamundí y Palmira; Medellín-área metropolitana; Barranquilla, Soledad y Malambo; Cartagena y Santa Marta.

productos de edición e impresión, molinería y panadería, vehículos automotores, hierro y acero, y bebidas no alcohólicas. Finalmente, la industria del Eje Cafetero aumentó 3,2% frente al leve 0,1% en 2010, explicado básicamente por el auge en producción de motocicletas, otros alimentos diferentes a café, confecciones y elaborados de metal.

4. Sector comercio

Al cierre del año, y acorde con la información registrada por el DANE en las ventas reales del comercio⁹ y los resultados de la encuesta mensual de expectativas económicas (EMEE) del Banco de la República se observó un balance positivo de las ventas para todas las regiones¹⁰. Los niveles más altos fueron para Antioquia, Suroccidente y Caribe, seguido de Centro, Nororiente, Suroriente y Eje Cafetero (Gráfico B).

5. Sector de la construcción

En 2011 se observó un buen desempeño para el sector de la construcción, de acuerdo con la dinámica del área aprobada para vivienda, que alcanzó incrementos significativos en Noroccidente (66,1%), Caribe (62,9%), Centro (57,6%) y Nororiente (44,7%), zonas que en conjunto contribuyeron con el 51,7% de esta área (Cuadro B).

6. Sector financiero

En las operaciones activas, la cartera bruta (incluye provisiones) evidenció un mejor desempeño para todas las regiones, con variaciones superiores a las de un año atrás, excepto en Caribe, donde fue algo menor el crecimiento (Cuadro C). El crédito comercial, principal componente de la cartera, se destacó en Noroccidente por su representatividad y variación (72,7% y 38,1%, en su orden); y en Nororiente con una ponderación del 49,2%, y la segunda variación más alta, 32,0%. Las menos dinámicas fueron Caribe, Eje Cafetero, Bogotá y Suroccidente, con tasas entre 9,0% y 16,0%.

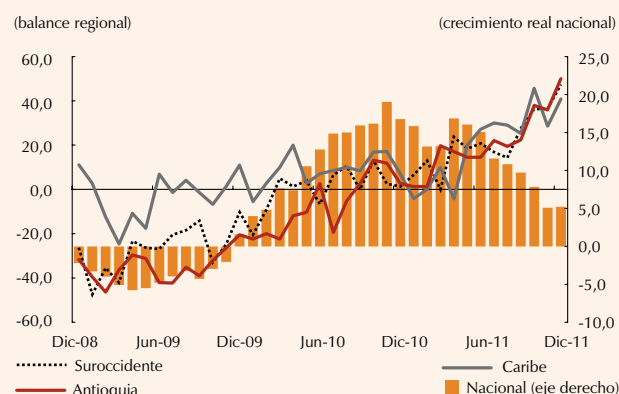
En orden de importancia sigue el crédito de consumo, el cual se expandió en las diferentes zonas. En Suroccidente se caracterizó por alcanzar una tasa de crecimiento de 19,5%, frente a un 3,2% del año anterior; no obstante, se mantuvo por segundo año consecutivo con la menor variación anual, entre las diferentes regiones. Entre tanto, en Suroriente este tipo de crédito se distinguió por tener la más alta evolución (35,7%).

9 Serie mensual suavizada mediante promedio móvil trimestral de los índices. No incluye combustibles (muestra mensual de comercio al por menor [MMCM]).

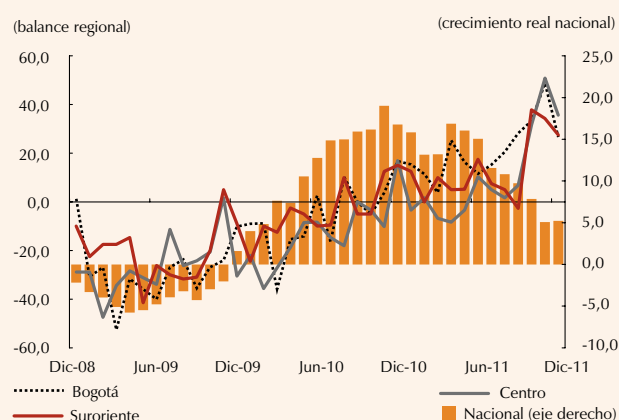
10 En el caso de las regiones, se incluye ventas en comercio, industria, construcción, transporte y comunicación, y servicios.

Gráfico B
Balance regional de las ventas en la encuesta EMEE^{a/} vs. crecimiento real nacional al por menor de la MMCM^{b/}

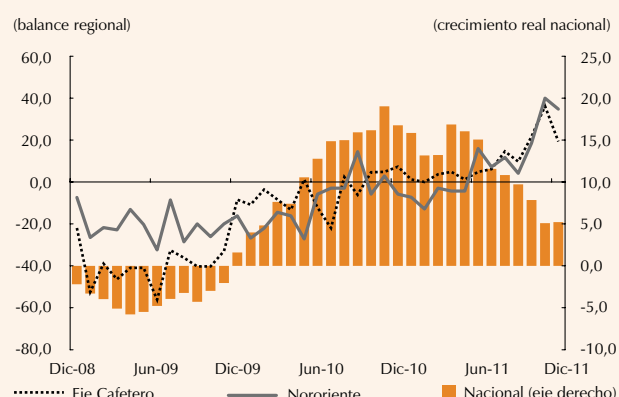
1.



2.



3.



a/ Balance de las ventas: diferencia entre el porcentaje de respuestas de opinión de aumento anual en las ventas de comercio, industria y servicios, frente a las de disminución anual en las mismas, para el mes de referencia. Resultados obtenidos de la encuesta mensual de expectativas económicas (EMEE) del Banco de la República. Ver <http://www.banrep.gov.co/informes-economicos/>.

b/ Muestra mensual de comercio minorista del DANE (MMCM).
Fuentes: Banco de la República (EMEE) y DANE (MMCM).

Cuadro B
Área licenciada para construcción (vivienda y total) por regiones
(miles de metros cuadrados)

Región	2010		2011		Participación en 2011 (porcentaje)		Variación anual (porcentaje)	
	Vivienda	Total	Vivienda	Total	Vivienda	Total	Vivienda	Total
Bogotá	4.326	5.358	5.245	6.398	28,0	26,9	21,2	19,4
Noroccidente	1.814	2.381	3.014	3.634	16,1	15,3	66,1	52,6
Centro	1.798	2.134	2.834	3.327	15,1	14,0	57,6	55,9
Suroccidente	2.006	2.623	2.446	3.033	13,0	12,8	21,9	15,6
Nororient	1.492	2.141	2.159	2.954	11,5	12,4	44,7	38,0
Caribe	1.041	1.732	1.697	2.508	9,0	10,6	62,9	44,8
Eje Cafetero	718	951	960	1.302	5,1	5,5	33,6	36,9
Surorient	339	413	396	592	2,1	2,5	16,7	43,4

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Cuadro C
Crecimiento anual de la cartera bruta^{a/}, por tipo y región
(porcentaje)

Región	Cartera bruta								
	2010	Total 2011	participación en 2011	Crédito de consumo		Crédito comercial		Microcrédito	
				2010	2011	2010	2011	2010	2011
Bogotá	15,8	18,6	44,4	19,5	27,4	17,3	13,0	(2,3)	25,8
Noroccidente	24,7	34,9	18,9	16,2	24,4	30,5	38,1	7,9	22,9
Suroccidente	5,8	16,6	10,7	3,2	19,5	6,9	9,9	10,6	82,0
Caribe	20,9	19,1	10,7	16,3	20,9	23,8	15,8	29,0	57,0
Nororient	19,5	30,4	6,1	21,0	25,7	20,3	32,0	20,4	25,1
Centro	14,5	26,7	4,4	19,1	26,3	9,9	23,1	10,7	26,4
Eje Cafetero	10,0	19,0	3,2	11,9	20,7	8,6	14,3	14,4	53,0
Surorient	13,9	30,9	1,6	25,9	35,7	5,0	23,4	17,7	38,1

a/ No incluye: cartera de instituciones oficiales especiales (IOE), organismos cooperativos de grado superior, ni titularizada.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

7. Sector externo

El año 2011 fue relativamente positivo para las exportaciones no tradicionales¹¹ de las regiones colombianas, las cuales estuvieron lideradas por el Noroccidente, que concentró la tercera parte del total exportado por el país, con una expansión de 26,8% frente al año anterior. Cabe resaltar que el 42,9% de sus exportaciones estuvieron compuestas por oro, seguidas de banano, y energía eléctrica, como los productos más representativos. La región Caribe ocupó el segundo lugar en este mercado exportable, con una participación del 18,0%, y se destacó por el aumento significativo, entre otros, de despachos de la industria química,

aceite de palma y de los abonos. De otro lado, Bogotá, con una participación del 19,5%, alcanzó un alza de 24,8%, donde las flores continuaron siendo el rubro fuerte en las exportaciones; también se distinguió el auge en aeronaves, despacho de medicamentos, productos de aseo personal y alimentos. Suroccidente, por su parte, con un 14,4% más que el año precedente, amplió las ventas externas, fundamentalmente de azúcar, alimentos, maquinaria eléctrica y papel. En conjunto estas cuatro regiones representaron el 85,7% de las exportaciones no tradicionales del país (Cuadro D).

En el análisis por destino de las exportaciones, se observa que Noroccidente y Caribe incrementaron sus ventas a los tres principales socios comerciales: los Estados Unidos, Ecuador y Venezuela. Noroccidente cubrió más del 50% de las exportaciones al primer destino, compensando en

11 Excluye café, carbón, ferroníquel, petróleo y sus derivados.

gran medida la disminución de las ventas enviadas desde Suroccidente, Centro y Nororiente. Las exportaciones hacia Ecuador fueron superiores para gran parte de las regiones, excepto Bogotá, que presentó una reducción. En lo correspondiente con las exportaciones hacia Venezuela, Nororiente expandió sus ventas, así como Noroccidente, Caribe y Suroccidente, que tienen un aporte mayor. No obstante la recuperación del comercio con este país, aún no se logran los niveles alcanzados en 2009.

Con respecto a las importaciones, en general se destacó la continuidad en el crecimiento, recobrada después de 2009. La región Centro, Bogotá y Noroccidente sobresalieron en 2011 por incrementos cercanos al 40%, en especial de productos químicos y farmacéuticos, equipo de transporte y maquinaria industrial, entre otros. Las demás zonas en su mayoría, igualmente aumentaron sus importaciones entre un 17% y 25% (Cuadro D).

8. Inflación

Durante 2011 se registraron variaciones anuales en los precios, menores al IPC total (3,7%), en Suroccidente (Cali, Pasto y Popayán), tres ciudades de la región Caribe (Riohacha, San Andrés y Sincelejo), y en Armenia, Quibdó, Florencia y Bogotá, D. C. Por el contrario, 14 de las 24 ciudades analizadas evidenciaron resultados iguales o superiores al promedio nacional, entre ellas Pereira, con 3,7%, y Bucaramanga, con la más alta, 5,8%. La primera con niveles de inflación iguales o inferiores al promedio nacional, en el pasado reciente, mientras que la segunda con variaciones superiores en años anteriores (Cuadro E).

9. Mercado laboral

En 2011 las regiones colombianas exhibieron un balance positivo en el mercado laboral. De acuerdo a las estadísticas del DANE, se registraron crecimientos tanto en la oferta de trabajadores, medida con la tasa global de participación, como en la generación de empleo (tasa de ocupación), lo cual influyó en la contracción del desempleo, con excepción de la región Suroccidente, donde se presentaron tasas altas. Bogotá continuó liderando el buen desempeño nacional, al alcanzar la tasa de ocupación más alta (64,2%) entre las 23 ciudades capitales de la muestra del DANE; asimismo, obtuvo una de las tasas más bajas de desempleo (9,5%). Igual dinámica se evidenció en el Caribe para las ciudades de Barranquilla y Cartagena, con tasas de desempleo de 8,2% y 10,4%, respectivamente, inferiores en 1 pp frente al resultado del año anterior.

En la región Centro, Ibagué concentró la desocupación más alta (17,1%). Noroccidente mostró una importante caída en el desempleo en el área metropolitana de Medellín, al pasar su tasa de desocupación de 13,9% en 2010 a 12,2% en 2011. Cabe también resaltar el quiebre en la tendencia ascendente de la tasa de desempleo en las ciudades capitales del Eje Cafetero, donde las tres lograron reducción, principalmente en Pereira (4 pp).

Por el contrario, algunas ciudades capitales en Nororiente y Suroccidente vieron deteriorado su mercado laboral en 2011. En la primera, Cúcuta aumentó la tasa de desempleo en 1 pp, al pasar de 14,4% a 15,4%; en el caso de Suroccidente, el área de Cali-Yumbo se caracterizó por presentar la tasa más alta de desocupación entre las ciudades más pobladas de Colombia (Cuadro F).

Cuadro D
Exportaciones no tradicionales^{a/} e importaciones por regiones
(millones de dólares)^{b/}

Región	Exportaciones no tradicionales				Importaciones			
	2010	2011	Variación anual (porcentaje)	Participación 2011 (porcentaje)	2010	2011	Variación anual (porcentaje)	Participación 2011 (porcentaje)
Noroccidente	4.513	5.722	26,8	33,3	4.845	6.725	38,8	12,3
Caribe	2.613	3.089	18,2	18,0	7.265	9.079	25,0	16,6
Bogotá	2.677	3.343	24,8	19,5	18.085	25.166	39,2	46,0
Suroccidente	2.233	2.554	14,4	14,9	4.915	6.152	25,2	11,3
Centro	1.562	1.515	(3,0)	8,8	3.791	5.310	40,1	9,7
Eje Cafetero	519	563	8,6	3,3	609	747	22,6	1,4
Nororiente	350	370	5,7	2,2	941	1.103	17,2	2,0
Suroriente	2	12	*	0,1	231	392	70,1	0,7

a/ Sin carbón, ferroniquel, petróleo ni sus derivados, ni café.

b/ Exportaciones en valores FOB, importaciones en valores CIF.

*Variación muy alta.

Fuentes: DANE y DIAN; cálculos del Banco de la República.

Cuadro E
Inflación anual de 2011, por ciudad
(porcentaje)

Región / ciudades	Alimentos	Vivienda	Vestuario	Salud	Educación	Diversión	Transporte	Comunicaciones	Otros gastos	Total
Nororient										
Bucaramanga	7,7	5,0	1,1	3,0	4,1	0,1	6,7	6,4	3,6	5,8
Cúcuta	6,1	6,7	6,3	2,9	3,7	(2,0)	0,1	0,8	3,7	5,0
Tunja	6,4	3,7	1,1	3,7	5,3	(0,3)	4,3	0,6	2,9	4,3
Suroccidente										
Popayán	5,8	3,3	2,4	1,8	2,1	(0,5)	3,7	(0,5)	1,8	3,6
Calí	6,0	3,7	(2,9)	1,8	4,3	(0,8)	2,0	(1,1)	1,5	3,2
Pasto	5,2	3,0	1,1	2,3	3,0	1,0	(5,0)	1,3	3,5	2,4
Centro										
Neiva	6,7	7,0	1,5	3,6	7,7	0,3	2,6	2,7	2,6	5,4
Ibagué	6,3	4,1	2,2	3,0	2,9	0,0	5,1	0,6	3,1	4,4
Florencia	6,5	2,6	1,6	1,8	3,6	(0,2)	(2,1)	0,2	3,2	3,2
Eje Cafetero										
Manizales	5,3	5,2	1,7	4,9	3,1	(3,2)	6,4	2,1	4,0	4,7
Pereira	5,0	4,2	1,7	3,4	3,9	0,1	2,8	2,1	2,0	3,7
Armenia	4,9	3,3	(0,5)	2,4	2,2	(1,1)	2,9	0,7	3,1	3,0
Caribe										
Valledupar	5,9	5,8	2,6	1,5	2,8	(0,4)	5,2	0,5	3,6	5,1
Barranquilla	5,3	5,8	0,6	3,4	4,5	1,0	5,2	2,0	1,0	4,6
Montería	6,0	4,7	1,1	3,6	4,3	1,0	3,7	1,4	3,8	4,5
Cartagena	5,3	4,9	2,6	5,2	3,7	0,5	2,7	1,8	2,1	4,2
Santa Marta	5,7	3,9	1,6	3,7	2,9	0,1	2,8	1,0	2,0	3,9
Sincelejo	4,4	4,5	2,0	1,6	3,3	1,2	0,8	(1,1)	3,8	3,4
San Andrés	2,6	3,1	(1,5)	3,5	3,3	1,9	1,7	0,9	2,2	2,7
Riohacha	5,9	3,6	0,3	1,5	3,5	2,2	(18,2)	(1,1)	2,0	2,6
Noroccidente										
Medellín	4,7	3,9	1,4	2,7	4,3	0,0	4,0	12,1	3,2	4,1
Quibdó	4,6	2,6	(0,9)	3,3	3,5	(0,4)	3,7	0,7	2,6	3,1
Surorient										
Villavicencio	7,6	4,3	0,0	2,7	4,6	(0,9)	1,3	(0,2)	3,6	4,4
Bogotá, D. C.	4,7	2,9	0,2	4,5	5,0	(0,3)	2,8	2,5	1,2	3,2
Nacional	5,3	3,8	0,5	3,6	4,6	(0,3)	3,1	3,3	2,1	3,7

Fuente: DANE.

Con respecto a la demanda de trabajo, Bogotá exhibió un crecimiento en el número de ocupados, aproximadamente de 239.000 empleos en el año, seguido de Noroccidente, con Medellín en cerca de 62.000, y la región Caribe con Barranquilla y Cartagena en 55.000 personas; con avance común en la actividad comercial. En contraste,

Calí-Yumbo en Suroccidente fue la única área metropolitana donde disminuyó el número de ocupados en cerca de 45.000 personas, lo cual llevó a una caída anual en la tasa de ocupación de 3,3 pp. El resto de las regiones presentaron comportamientos positivos en la demanda laboral.

Cuadro F
Estadísticas del mercado laboral por regiones, promedio anual
(porcentaje y miles de personas)

Regiones (23 ciudades)	Tasa de desempleo				TGP ^{a/}	TO ^{b/}	Población total ^{c/}	PET ^{d/}	PEA ^{e/}	Ocupados ^{c/}	Desocupados ^{c/}	Informales (porcentaje)
	2008	2009	2010	2011								
Bogotá D. C.												
Bogotá	10,0	11,5	10,7	9,5	70,9	64,2	7.452	6.018	4.269	3.862	407	45,6
Caribe												
Barranquilla	10,9	10,5	9,2	8,2	59,4	54,5	1.740	1.364	810	744	66	58,9
Cartagena	12,0	13,1	11,5	10,4	58,1	52,1	911	714	415	372	43	59,1
Santa Marta	13,7	10,5	9,3	10,2	60,2	54,1	434	324	195	175	20	
Valledupar	13,1	11,3	12,2	11,6	60,8	53,8	351	264	160	142	19	
Montería	12,9	15,8	15,4	13,4	69,3	60,0	319	248	172	149	23	65,2
Sincelejo	11,4	11,6	11,4	13,0	62,8	54,6	242	188	118	103	15	
Riohacha	17,9	14,4	12,2	10,8	65,3	58,2	187	128	84	75	9	
Centro												
Ibagué	19,4	17,1	17,6	17,1	70,5	58,4	502	399	281	233	48	61,5
Neiva	13,9	14,4	13,0	11,8	65,9	58,1	313	250	165	145	19	
Florencia	12,7	12,9	13,3	13,7	59,4	51,2	139	105	62	54	9	
Eje Cafetero												
Pereira	13,8	20,4	20,6	16,8	66,3	55,1	600	489	324	270	55	52,8
Manizales	14,5	15,3	16,4	13,3	59,2	51,3	405	337	199	173	27	45,6
Armenia	15,6	17,7	17,7	17,3	61,9	51,2	283	229	142	117	24	
Noroccidente												
Medellín	13,6	15,7	13,9	12,2	64,2	56,3	3.413	2.849	1.829	1.606	224	46,8
Quibdó	22,9	19,2	17,5	18,7	62,2	50,6	105	72	45	37	8	
Nororient												
Bucaramanga	9,5	9,3	11,0	9,6	70,0	63,3	1.024	834	584	528	56	58,2
Cúcuta	9,3	11,9	14,4	15,4	65,6	55,5	773	599	393	333	60	69,2
Tunja	12,3	13,3	13,2	11,9	62,1	54,7	167	132	82	72	10	
Suroccidente												
Cali - Yumbo	12,0	13,6	13,8	15,4	64,9	54,9	2.327	1.885	1.223	1.035	188	52,0
Pasto	14,1	16,9	16,0	13,5	66,7	57,7	344	278	185	160	25	64,5
Popayán	22,1	19,7	18,3	17,4	58,6	48,4	238	196	115	95	20	
Surorient												
Villavicencio	11,0	11,3	11,9	11,6	66,1	58,4	418	326	215	190	25	63,1
Total												
Total 13 áreas	11,5	13,0	12,4	11,4	66,7	59,1	20.227	16.341	10.902	9.655	1.247	51,1
Total 23 ciudades	11,9	13,1	12,5	11,6	66,2	58,5	22.686	18.229	12.069	10.669	1.401	

a/ Tasa global de participación: relación entre la población en edad de trabajar con la población total.

b/ Tasa de ocupación: indicador que mide la población empleada, como porcentaje de la población en edad de trabajar.

c/ En miles.

d/ Población en edad de trabajar (en miles): personas con edad igual o mayor a doce años.

e/ Población económicamente activa: personas que están disponibles para trabajar, y que en el momento se encuentran trabajando o están buscando empleo. En miles.

Fuente: DANE.

Recuadro 2

RESPUESTA DE LA POLÍTICA MONETARIA ANTE UN CHOQUE EXTERNO NEGATIVO: LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL DE 2008-2009

Una particularidad del ciclo económico de las economías emergentes es que es bastante sensible a los choques de origen externo. La economía colombiana, durante la crisis financiera global de 2008-2009, enfrentó un deterioro de los términos de intercambio (cayeron rápidamente los precios de las exportaciones), sufrió un debilitamiento de la demanda de nuestras exportaciones, así como una reducción de las remesas de los trabajadores en el exterior. A estos efectos adversos sobre el ingreso nacional y la demanda externa, se sumó un deterioro muy fuerte de las expectativas de empresas y hogares colombianos.

Adicionalmente, los temores por los efectos de la crisis global y el encarecimiento del financiamiento externo se manifestaron en un aumento de las tasas de interés de los préstamos bancarios. Por otra parte, el peso colombiano experimentó una depreciación acelerada entre septiembre y noviembre de 2008, como resultado del aumento de la aversión global al riesgo, de la reducción de los ingresos externos y de la desmejora de las condiciones externas.

Estos choques externos tuvieron como resultado una marcada desaceleración de la actividad económica durante 2008 y 2009. Este hecho llevó al Banco de la República a tomar una serie de medidas de política que buscaron atenuar los efectos nocivos de estos choques sobre la actividad real interna, buscando no alterar las expectativas de inflación y minimizar los riesgos para el sistema financiero local.

En primer lugar, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) redujo de manera significativa y rápida las tasas de interés de intervención: desde 10% en diciembre de 2008 hasta el 3% en mayo de 2010. Estas decisiones fueron posibles gracias a que las expectativas de inflación eran moderadas, se observaba una caída de la inflación afín con las metas y un declive en el crecimiento del PIB.

En segundo lugar, ante el recrudecimiento de las condiciones crediticias internas, generadas por el aumento de la percepción de riesgo que se dio después de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, la JDBR redujo el encaje ordinario¹ sobre los depósitos bancarios en 1 pp en promedio. El propósito fue disipar los temores de una escasez de liquidez y mitigar el aumento de las primas de riesgo mediante una disminución del costo de la intermediación financiera. Con esta medida se beneficiaba la estabilidad fi-

nanciera sin comprometer la estabilidad de precios, ya que las expectativas de inflación habían sido contenidas con los aumentos de tasas de interés que se habían iniciado en meses anteriores, cuando la fortaleza de la demanda interna se estaba reflejando en presiones inflacionarias.

En tercer lugar, en octubre de 2008 se redujo a cero el requisito de depósito sobre operaciones de endeudamiento externo, el cual se había reactivado en 2007 para limitar el endeudamiento externo de corto plazo del sector real². La medida se tomó en un momento en el cual el financiamiento externo se había encarecido significativamente por cuenta de esta crisis global.

Un cuarto componente de la reacción del Banco de la República fue mantener la flotación cambiaria sin defender un nivel determinado del tipo de cambio. En contraste con el pasado, cuando las presiones cambiarias ocasionadas por choques externos se contenían en buena parte mediante la venta de reservas y la restricción del crédito interno, en esa oportunidad la tasa de cambio se ajustó sustancialmente. Además de evitar una restricción crediticia mayor, este ajuste cambiario puede desplazar el gasto hacia la producción local y compensar el impacto de los choques externos en los ingresos de los exportadores y los receptores de transferencias, moderando de esta manera el choque sobre la demanda agregada. Esto fue posible, una vez más, porque las expectativas de inflación permanecieron ancladas alrededor de las metas a pesar de la devaluación y porque no hubo agentes con exposiciones cambiarias peligrosamente altas.

La respuesta de política del Banco de la República ante la crisis global fue coherente con su estrategia y sus objetivos. Las medidas de política permitieron que la inflación siguiera estable y que el producto no se contrajera en términos anuales ante el choque externo adverso de 2008 como sí sucedió en muchas de las economías emergentes y del mundo desarrollado. Además, la estabilidad del sistema financiero no se puso en riesgo.

1 El encaje ordinario corresponde a un porcentaje de los depósitos que los establecimientos financieros deben mantener como reserva para atender posibles retiros de los ahorradores.

2 El régimen cambiario regula las operaciones de endeudamiento externo de los intermediarios financieros. Sobre el particular, las operaciones activas (colocación de cartera) deben tener un plazo igual o inferior a las operaciones pasivas (endeudamiento externo). Adicionalmente, la exposición cambiaria o diferencia entre el monto de posiciones activas y posiciones pasivas (descalce cambiario) está acotada con el propósito de reducir la vulnerabilidad de las entidades a fluctuaciones abruptas de la tasa de cambio.

Es importante resaltar que medidas de política monetaria y cambiaria implementadas en el período de auge que precedió la crisis financiera global, permitieron que la economía colombiana fuera menos vulnerable de lo que hubiera podido ser ante dicho choque externo.

Por un lado, la política monetaria tuvo la credibilidad necesaria para anclar las expectativas de inflación alrededor de la meta en presencia de la fuerte devaluación experimentada durante este episodio. El control de las expectativas de la inflación permitió que el Banco redujera su tasa de política sin comprometer la estabilidad de precios en el futuro.

Establecer el encaje marginal³ y reactivar el requisito de depósito sobre los préstamos externos en 2007 aceleraron y reforzaron la transmisión de la tasa de interés de política a las tasas de mercado, logrando contener, de esta manera, el crecimiento acelerado del gasto.

El marco de flexibilidad cambiaria sirvió para desincentivar la toma excesiva de riesgo cambiario por parte de los residentes y acumular niveles importantes de reservas internacionales. Estas reservas sirven para enfrentar situaciones donde se endurecen las condiciones de acceso al financiamiento externo, y como una herramienta para disminuir la

probabilidad de ataques especulativos contra la moneda local y facilitar ajustes ordenados de la tasa de cambio.

Además, la exposición al riesgo cambiario tanto de los hogares y firmas como del sector financiero fue acotada. Para complementar las normas ya existentes, las cuales limitan los descalses cambiarios y de plazos en moneda extranjera de los intermediarios financieros, durante la etapa de auge y fuertes entradas de capitales en 2007 se tomaron medidas que protegían al sistema financiero de los riesgos cambiario y de contraparte en los mercados de derivados de tasa de cambio.

El sistema financiero se encontró en una posición sólida, gracias, en parte, a que la Superintendencia Financiera estableció los sistemas de administración de riesgo crediticio y elevó las provisiones de los bancos. De la misma manera, en 2009 y bajo sugerencia de la Superintendencia, los bancos y otras entidades financieras reforzaron su solvencia, haciendo una reserva patrimonial con parte de las utilidades obtenidas en 2009.

Los resultados de este conjunto de medidas monetarias y macroprudenciales fueron contener el excesivo crecimiento del gasto y del endeudamiento, controlar las expectativas de inflación, limitar los descalses de monedas y plazos y fortalecer el sistema financiero. Todos estos elementos, además de hacer más inmune a la economía colombiana al choque externo, permitieron que el Banco de la República llevara a cabo la política contracíclica que buscaba compensar el choque externo, sin comprometer la estabilidad financiera y de los precios.

3 El encaje marginal corresponde a un encaje adicional sobre el monto de depósitos que supere cierto umbral, el cual los bancos deben mantener como reserva.

Recuadro 3

RANGO META: VENTAJAS, DESVENTAJAS E INTERPRETACIÓN

Según un reporte reciente del Banco de Inglaterra (Hammond, 2012), el uso de un rango para definir las metas de inflación es una práctica común. 22 de los 27 países que han adoptado completamente el régimen de inflación objetivo (conocidos, en inglés, como *fully-fledged inflation targeters*) expresan su meta de inflación ya sea como un intervalo (o rango) alrededor de un objetivo puntual o como un rango sin señalar un punto en particular del mismo¹. Colombia es uno de estos 22 países, con un rango meta de inflación de 2% a 4% para 2012.

La literatura sobre política monetaria ha estudiado las ventajas y desventajas de especificar el objetivo de inflación como un intervalo o como un valor puntual. Bernanke *et al.* (1999, capítulo 11) y Mishkin (2007) concluyen que la principal ventaja del rango proviene de ayudar a comunicarle al público que el proceso de inflación conlleva incertidumbre y que el control de la misma es un ejercicio sujeto a imperfecciones. Un mejor entendimiento de este hecho le permite al banco central mantener la flexibilidad en el manejo de la política monetaria sin que esta le implique pérdidas en términos de credibilidad. En otras palabras, el banco central requiere que la inflación pueda moverse dentro de un intervalo para tener capacidad de respuesta ante choques económicos de carácter temporal, al tiempo que es importante que el público entienda que estas fluctuaciones temporales no implican una falta de compromiso del banco central con el objetivo de mantener la estabilidad de precios.

Por otro lado, el rango puede generar inconvenientes cuando el público se concentra simplemente en si la inflación está por fuera o no del mismo, sin asignarle ninguna importancia a la magnitud de la desviación con respecto al punto medio. En este caso, uno de los valores extremos del rango puede terminar convirtiéndose en el ancla final de las expectativas, dificultando el proceso del control de la inflación. De igual forma, como resultado de una mala interpretación, la opinión pública puede sugerirle al banco central que no tome ninguna acción de política mientras la inflación se encuentra dentro del intervalo establecido. Por ejemplo, si la inflación se encuentra dentro del rango, pero cerca del extremo superior del mismo, se le podría solicitar al banco central que no aumente la tasa de política.

La siguiente es una lista de elementos importantes extraídos de la literatura sobre el tema y que son relevantes para interpretar el rango meta y las acciones de política monetaria:

1. *El uso de rangos es útil para la comunicación con el público* porque, como se señaló, es importante que este entienda las imperfecciones e imprevistos del ejercicio de controlar la inflación. Esto es especialmente cierto, como lo señala Clavijo (2002), para países donde la inflación es baja y está cerca de su nivel objetivo de largo plazo, porque la incertidumbre (relativa al nivel de inflación) es alta. De igual forma, la política monetaria requiere mayor flexibilidad en países donde los fenómenos climáticos exigen acomodar choques exógenos de tamaño significativo sobre los precios.
2. *La amplitud 'ideal' del rango depende de factores específicos.* Una mayor incertidumbre o una mayor volatilidad en los choques de oferta requieren un mayor rango. Sin embargo, un intervalo demasiado amplio puede interpretarse como una mala señal en términos del compromiso del banco central con el control de la inflación y ser contraproducente para el propósito de anclar las expectativas de inflación al punto medio. Algunos trabajos (v. g. Mishkin, 2001; Hammond, 2012) sugieren que cuando la volatilidad de los choques es muy alta, puede ser mejor estrategia usar una meta exclusivamente puntual y explicar el porqué de las desviaciones observadas con respecto a la misma.
3. Por otro lado, las desventajas de usar un rango pueden ser resueltas, como recomienda Mishkin (2007), mediante *una comunicación clara de la meta de inflación con énfasis en el punto medio del rango*², es decir, haciéndole saber al público que el banco central persigue un valor puntual y que el intervalo está relacionado principalmente con el grado de incertidumbre e imperfecciones en el control de la inflación. De esta forma, como lo explican Freedman y Laxton (2009), el rango debe pensarse como un intervalo de incertidumbre y no como un intervalo de indiferencia. Así, debe ser claro para el público que cuando la meta es, por ejemplo, 2% con un rango de $\pm 1\%$, el banco central tiene como

1 Los otros cinco países (Hungría, Islandia, Noruega, Reino Unido y Suecia) definen una meta de inflación puntual. En el Reino Unido existe la condición de que cuando la inflación se desvía de la meta (2%) en más de 1%, en cualquier dirección, el banco central debe ofrecer una explicación mediante carta pública enviada al ministro de hacienda. Este es, sin embargo, un mecanismo de rendición de cuentas y no una forma de definir la meta.

2 Usando datos de pronósticos de inflación, Levin *et al.* (2004) muestran que las expectativas de largo plazo están mejor ancladas en países donde la meta hace énfasis en un valor puntual (v. g. Canadá, Nueva Zelanda, Suecia) que en aquellos donde, aunque sea claro el deseo de mantener una inflación baja, no existe énfasis sobre un valor en particular (los Estados Unidos y la zona del euro).

objetivo alcanzar una inflación de 2% y no una que se acerca a los límites del intervalo (1% o 3%).

4. *El rango no implica inacción en términos de política monetaria.* Medina y Valdés (2002) muestran que aún en el caso donde el rango meta correspondiera a un intervalo de indiferencia (lo que sería una mala interpretación, como se explicó) habría diferentes razones para que no exista inacción cuando la inflación se encuentra dentro del mismo. La principal de ellas es procurar que la inflación se ubique lejos de los extremos del intervalo y cerca del punto medio, con el fin de evitar que choques económicos pequeños, pero inesperados, sobre el nivel de precios desplacen la inflación por fuera del rango meta.

Con base en los elementos mencionados, a modo de conclusión se resalta que el rango meta de inflación en Colombia para el año 2012 es de 2% a 4% y que las decisiones de política de la JDBR se toman con el objetivo principal de alcanzar el punto medio de ese intervalo, es decir, una inflación de 3%.

REFERENCIAS

- Bernanke, B., Mishkin, T.; Laubach, F. (1999). *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- Clavijo, S. (2002). "Política monetaria y cambiaria en Colombia: progresos y desafíos (1991-2002)", *Ensayos sobre Política Económica*, núm. 41-42, pp. 87-142, Banco de la República.
- Freedman, C.; Laxton, D. (2009). "IT Framework Design Parameters", IMF Working Papers. WP/09/87, Fondo Monetario Internacional, abril.
- Hammond, G. (2012). "State of the Art of Inflation Targeting", *Handbook*, núm. 29, Centre For Central Banking Studies, Banco de Inglaterra.
- Levin, A.; Natalucci, F.; Piger, J. (2004). "The Macroeconomics Effects of Inflation Targeting", *The Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, julio/agosto, pp. 51-80.
- Medina, J. P.; Valdés, R. (2002). "Optimal Monetary Policy Rules under Inflation Targeting" en N. Loaiza y K. Schminidt-Hebbel (eds.), *Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms*, vol. 4, cap. 5, Banco Central de Chile.
- Mishkin, F. (2001). "Issues in Inflation Targeting", en *Price Stability and the Long-run Target for Monetary Policy*, pp. 203-222, seminario ofrecido por el Banco de Canadá.
- Mishkin, F. (2007). "Everything You Wanted to Know about Monetary Policy Strategy, but Were Afraid to Ask", en F. Mishkin (ed.), *Monetary Policy Strategy*, cap. 19, The MIT Press. Cambridge, Massachusetts.

III. RESERVAS INTERNACIONALES

A junio de 2012 el saldo de las reservas internacionales netas ascendió a US\$34.265,5 m, y su rendimiento neto en lo corrido del año fue de US\$16,8 m. La escasa rentabilidad de las reservas obedeció a unas tasas de interés internacionales muy bajas, a la decisión del Banco de la República de tener un portafolio con un perfil de riesgo conservador y al fortalecimiento del dólar estadounidense frente a las monedas de otros países desarrollados.

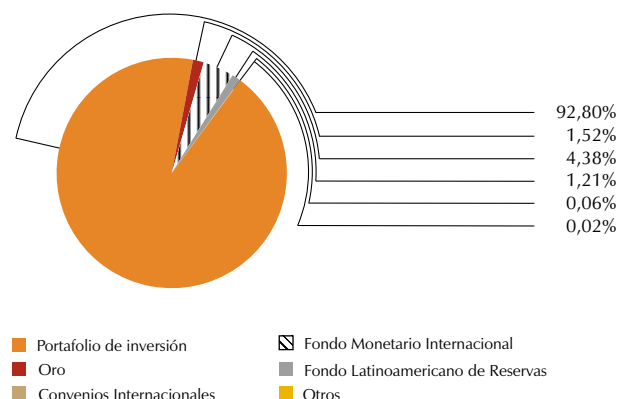
Haciendo un balance entre riesgo y retorno en los últimos años, el Banco de la República ha optado por reducir el riesgo de las inversiones de las reservas, lo cual ha afectado la rentabilidad.

Haciendo un balance entre riesgo y retorno en los últimos años, el Banco de la República ha optado por reducir el riesgo de las inversiones de las reservas, lo cual ha afectado la rentabilidad. Desde 2008 dicho lineamiento ha permitido que las reservas mantengan un alto nivel de seguridad y liquidez en medio de la crisis internacional, pero además se ha visto reflejado en una menor rentabilidad, ya que las inversiones más seguras son a su vez las que tienen rendimientos más bajos. Adicionalmente, la rentabilidad de las reservas también se ha visto afectada por los bajos niveles de las tasas de interés de los países desarrollados, ya que los bancos centrales han mantenido una política monetaria expansiva como respuesta a la crisis.

A junio de 2012 las reservas internacionales netas totalizaron US\$34.265,5 m, cuantía superior en US\$1.965,09 m al saldo registrado en diciembre de 2011⁵³. El principal componente de las reservas internacionales es el portafolio de inversión, el cual corresponde a las inversiones en instrumentos financieros en el mercado internacional y representa el 92,80% del total de las reservas brutas (US\$31.805,3 m). El saldo

53 Las reservas internacionales netas son iguales al total de las reservas internacionales, o reservas brutas, menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera con agentes no residentes. Los valores se expresan redondeados al primer decimal. Las reservas internacionales brutas ascendieron a US\$34.271,95 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron US\$6,42 m.

Gráfico 76
Composición de las reservas
(información al 30 de junio de 2012)



Fuente: Banco de la República.

restante está distribuido en: i) la posición en el FMI y derechos especiales de giro (DEG), por US\$1.501,1 m; ii) aportes al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), por US\$415,87 m; iii) las inversiones en oro (US\$522,4 m); iv) los aportes al convenio internacional con la Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi), por US\$20,09 m, y v) otros (US\$7,19 m)⁵⁴. En el Gráfico 76 se presenta la composición de las reservas internacionales.

En este capítulo se explican las principales políticas de administración de las reservas internacionales de Colombia y su composición actual.

A. POLÍTICAS DE ADMINISTRACIÓN DEL PORTAFOLIO DE INVERSIÓN

El portafolio de inversión de las reservas, 92,80% del total, 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 inmediatas 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 concentrado en depósitos e inversiones que se pueden liquidar en un día con un costo muy bajo. El nivel del capital de trabajo puede fluctuar entre US\$390 m y US\$2.000 m. A junio de 2012 el valor del capital de trabajo era US\$881,5 m.
- El *tramo de inversión* se ejecuta con un plazo y un perfil de rentabilidad esperado superior al del capital de trabajo. En dicho tramo se invierte en un mayor número de instrumentos con vencimientos superiores a aquellos que se encuentran en el capital de trabajo. A junio de 2012 el valor del tramo de inversión ascendía a US\$30.923,8 m.

El portafolio de inversión de las reservas, 92,80% del total, se divide en dos componentes, el capital de trabajo y el tramo de inversión.

Los títulos valores del portafolio se encuentran depositados en entidades financieras, conocidas como custodios. Los principales custodios de los títulos de las reservas internacionales de Colombia son la Reserva Federal de Nueva York, Euroclear y JP Morgan Chase.

1. Índice de referencia y administración del portafolio

Al igual que la gran mayoría de los bancos centrales del mundo, el Banco de la República define un portafolio teórico o índice de referencia para el tramo de inversión de las reservas⁵⁵. Este índice sirve como marco de referencia para medir la gestión de cada uno de los portafolios.

El primer paso para construir el índice de referencia es determinar la composición cambiaria. Al 30 de junio de 2012 la composición cambiaria objetivo del tramo de inversión era 86% dólares estadounidenses, 4% euros, 4% libras esterlinas, 3% dólares canadienses y 3% dólares australianos. La composición cambiaria de las reservas internacionales de Colombia busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país. De esta manera, las reservas intentan cubrir la volatilidad de los pagos del país en el exterior, derivada de los movimientos de las tasas de cambio⁵⁶.

El índice de referencia es el portafolio teórico que cumple con la composición cambiaria objetivo y que maximiza el retorno esperado del tramo de inversión de las reservas. Dentro de la estimación de este portafolio se incluye la restricción de no tener retornos negativos en un horizonte de doce meses con un 95% de confianza, excluyendo el efecto cambiario. El resultado es un portafolio muy conservador, el cual se presenta en el Cuadro 21.

Cuadro 21
Composición del índice de referencia del tramo de inversión
(información al 30 de junio de 2012)

Moneda	Clase de activo	Índice asociado	Participación (porcentaje)
Dólares estadounidenses	Deuda del gobierno de los Estados Unidos	Títulos de 0 a 1 año	82,8
		Títulos indexados a la inflación	1,7
	Deuda de agencias respaldadas por el gobierno de los Estados Unidos	Hipotecas de agencias respaldadas por el gobierno de los Estados Unidos	1,5
Euros	Deuda del gobierno alemán	Títulos de 0 a 3 años	4,0
Dólares canadienses	Deuda del gobierno canadiense	Títulos de 0 a 1 año	3,0
Libras esterlinas	Deuda del gobierno británico	Títulos de 0 a 1 año	4,0
Dólares australianos	Deuda del gobierno australiano	Títulos de 1 a 3 años	3,0

Fuente: Banco de la República.

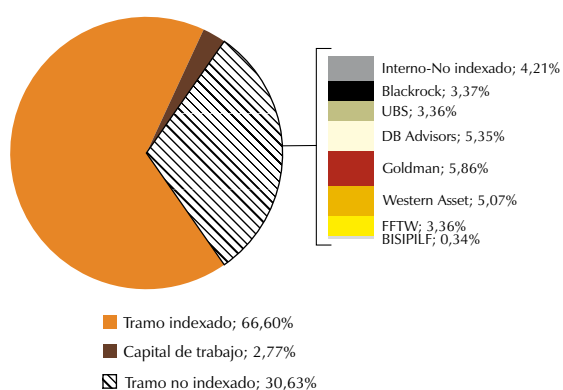
55 En los mercados de capitales un índice de referencia es una canasta de activos con ponderaciones predeterminadas de acuerdo con ciertas reglas que definen su composición. En general, aquel intenta replicar de una manera amplia el comportamiento de un mercado de activos financieros y sirve como indicador del desempeño de otros portafolios de inversión en ese mismo mercado. Por ejemplo, algunos de los índices de referencia más conocidos en los mercados accionarios son el índice general de la Bolsa de Colombia (IGBC) en Colombia, o el S&P500 y el Dow Jones en los Estados Unidos (el Banco únicamente utiliza índices de mercados de renta fija).

56 Para una explicación detallada de la metodología de composición cambiaria de las reservas, véase el Recuadro 5, titulado “Nueva composición cambiaria del portafolio de reservas internacionales” en el *Informe al Congreso* de marzo de 2012, pp. 127-130.

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 en títulos emitidos por los gobiernos de los Estados Unidos, Alemania, Canadá, Reino Unido y Australia. El tramo indexado es el portafolio más líquido después del capital de trabajo y uno de sus propósitos es atender necesidades altas de liquidez. La administración del tramo indexado se hace con estrictos lineamientos que buscan que su composición sea muy similar a la del índice de referencia, tanto en la participación de los activos como en la composición cambiaria. A junio de 2012 el valor de este tramo ascendía a US\$21.182,9 m (66,6% del portafolio de inversión).
- El *tramo no indexado*, o activo, se administra buscando obtener una rentabilidad más alta que la del índice de referencia. Para lograr este objetivo 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 procuran aumentar la rentabilidad de las reservas en el largo plazo. Los lineamientos de inversión de este tramo permiten que los portafolios tengan desviaciones definidas frente al índice en su composición cambiaria, en la participación de los instrumentos y en los emisores y tipos de activos⁵⁷. A junio de 2012 el tramo no indexado tenía un valor de US\$9.740,9 m (30,63% del portafolio de inversión).

Gráfico 77
Composición del portafolio de inversión
(información al 30 de junio de 2012)



Fuente: Banco de la República.

En el Gráfico 77 se presenta la composición del portafolio de inversión en junio de 2012. La Subdirección de Mercados del Departamento de Reservas Internacionales gestiona el capital de trabajo, el tramo indexado y uno de los portafolios del tramo no indexado, todo lo cual ascendía a US\$23.402,5 m (73,58% del portafolio de inversión). Desde mayo de 2011 el Banco realiza inversiones de las reservas en el fondo de títulos indexados a la inflación, administrado por el Banco de Pagos Internacionales (BIS Investment Pool Series ILF1 [BISIPILF]), las cuales ascienden a

57 En el tramo no indexado se permiten inversiones en entidades con bajo riesgo crediticio, tales como gobiernos, cuasi-gobiernos, y títulos respaldados por hipotecas garantizados por las agencias de los Estados Unidos.

Desde mayo de 2011 el Banco realiza inversiones de las reservas en el fondo de títulos indexados a la inflación, administrado por el BIS, las cuales ascienden a US\$106,8 m.

El uso de administradores externos busca generar valor agregado al portafolio de inversiones de las reservas, empleando una mayor capacidad de análisis y una infraestructura más sofisticada, que pueden ser aprovechadas para definir estrategias de inversión.

US\$106,8 m⁵⁸. Para la administración de los demás recursos en 1994 el Comité de Reservas adoptó el programa de administración externa, el cual se explica a continuación.

2. Programa de administración externa

Muchos bancos centrales emplean administradores externos de portafolios para manejar sus reservas. En parte lo hacen por limitación de recursos, pero también por otros factores: el acceso a la experiencia y las herramientas empleadas por el administrador, el acceso a entrenamiento del personal vinculado a la gestión interna de las reservas y como base de comparación.

Los administradores del tramo no indexado están autorizados para invertir en activos diferentes y en proporciones distintas al índice de referencia, de acuerdo con las políticas y los límites que establece el Comité de Reservas.

El uso de administradores externos busca generar valor agregado al portafolio de inversiones de las reservas empleando una mayor capacidad de análisis y una infraestructura más sofisticada, que pueden ser aprovechadas en la definición de estrategias de inversión. Las firmas escogidas tienen ambas características, además de acceso a bastantes fuentes de información. Los recursos que manejan los administradores externos se encuentran en cuentas que administra el Banco de la República, y los contratos se pueden cancelar cuando se considere necesario.

El programa de administración externa ha traído los siguientes beneficios para el Banco de la República:

- Desde su inicio, el retorno neto (después de comisiones) del programa ha superado su índice de referencia en 7 pb al año en promedio.
- La capacidad de análisis de los administradores externos les ha permitido escoger inversiones con buen perfil riesgo/retorno dentro de lo permitido en los lineamientos de inversión.
- Los administradores externos han capacitado a funcionarios del Banco, lo cual ha contribuido al desarrollo de personal calificado. Adicionalmente, la asesoría recibida de los administradores ha contribuido para mejorar los procesos de inversiones y análisis de riesgos del Departamento de Reservas.
- El Departamento de Reservas recibe información y análisis por parte de especialistas en los mercados financieros en los que se invierten las reservas;

⁵⁸ Este fondo de inversión del BIS, al cual solamente tienen acceso los bancos centrales y entidades multilaterales, busca tener un rendimiento igual o superior a los títulos emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos indexados a la inflación. Las políticas de inversión de este fondo aplican por igual a todos los inversionistas. Esta inversión hace parte del tramo no indexado.

A junio de 2012 cerca del 97% del portafolio estaba invertido en papeles emitidos por gobiernos o cuasi-gobiernos y acuerdos de recompra con la Reserva Federal.

además, las firmas que participan en el programa tienen un grupo sólido de analistas de crédito, lo cual permite complementar y mejorar el análisis de emisores por parte de las agencias calificadoras.

Los administradores externos pueden desviarse del índice de referencia a través de estrategias de tasa de interés, de tasa de cambio e invirtiendo en deuda emitida por entidades con bajo riesgo crediticio, tales como gobiernos y cuasi-gobiernos⁵⁹. El Banco realiza un seguimiento diario de los portafolios para velar que las entidades cumplan con los límites establecidos.

En la actualidad las firmas que participan en el programa de administración externa son Blackrock Institutional Trust, DB Advisors (propiedad de Deutsche Bank), Fisher Francis Trees & Watts (propiedad de BNP Paribas), Goldman Sachs Asset Management, UBS Global Asset Management y Western Asset Management (Cuadro 22).

Cuadro 22
Administradores externos de las reservas
(información al 30 de junio de 2012)

Firma	Monto administrado (millones de dólares)
BlackRock Institutional Trust	1.072,8
DB Advisors (propiedad de Deutsche Bank)	1.605,8
Fisher Francis Trees & Watts (propiedad de BNP Paribas)	1.070,1
Goldman Sachs Asset Management	1.863,4
UBS Global Asset Management	1.070,1
Western Asset Management	1.613,8
Total	8.296

Fuente: Banco de la República.

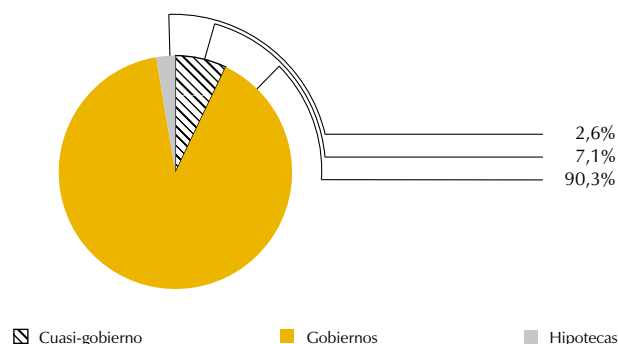
El Banco define parámetros para la evaluación de la gestión de las firmas administradoras y, dependiendo del éxito de la gestión, se pueden tomar decisiones tales como modificar el monto administrado o cancelar el contrato.

B. COMPOSICIÓN DEL PORTAFOLIO DE INVERSIÓN

A junio de 2012 cerca del 97% del portafolio de inversión estaba invertido en papeles emitidos por gobiernos o cuasi-gobiernos y acuerdos de recompra con la Reserva Federal (Gráfico 78).

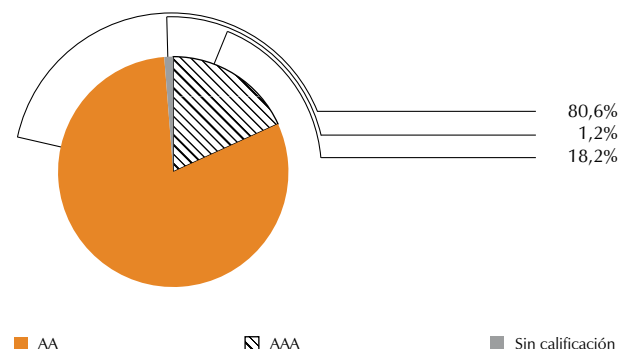
59 Los títulos en cuestión corresponden a emisiones realizadas por entidades garantizadas o patrocinadas por los gobiernos (p. ej. agencias Fannie Mae y Freddie Mac), supranacionales (p. ej. Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo) y autoridades locales (p. ej. ciudades y Estados), entre otros.

Gráfico 78
Composición del portafolio de inversión por sectores
(información al 30 de junio de 2012)



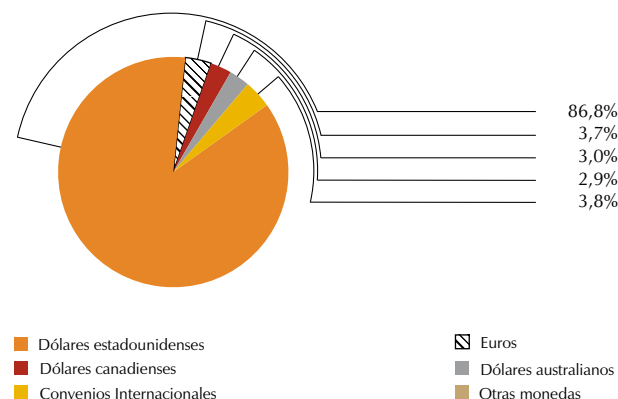
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 79
Distribución de las inversiones por calificación crediticia
(información al 30 de junio de 2012)



Nota: No incluye cuentas por cobrar, operaciones de divisas, depósitos en cuenta corriente, efectivo ni margen de futuros.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 80
Composición cambiaria del portafolio de inversión
(información al 30 de junio de 2012)



Nota: el agregado no suma 100% porque el rubro otras monedas corresponde a posiciones cortas equivalentes a -0,2%.
Fuente: Banco de la República.

El Gráfico 79 permite observar la calidad crediticia del portafolio de inversión. Durante 2012 el Banco de la República ha mantenido su política de invertir únicamente en emisiones que cuenten con las más altas calificaciones otorgadas por las principales agencias calificadoras (S&P, Moody's y Fitch Ratings). El Banco utiliza como referencia la menor calificación otorgada por al menos dos de estas agencias. Se observa que el 18,2% de las inversiones están calificadas como AAA, el nivel más alto, y el 80,6%, como AA. La alta participación de los títulos calificados AA, se explica por la concentración del portafolio en deuda emitida por el gobierno de los Estados Unidos, cuya calificación crediticia fue reducida de AAA a AA+ por S&P el 5 de agosto de 2011. Las inversiones que no tienen calificación crediticia (1,2%) corresponden al Banco de Pagos Internacionales (BIS) y la Reserva Federal de Nueva York, las cuales se encuentran entre las alternativas de inversión más seguras para las reservas. Estas cifras evidencian la alta calidad de los activos del portafolio de inversión.

Finalmente, el Gráfico 80 muestra la composición cambiaria que tenía el portafolio de inversión al 30 de junio de 2012. Dicha composición difiere levemente del objetivo, ya que se incluye el capital de trabajo, el cual únicamente invierte en dólares. Adicionalmente, se permite, dentro de límites estrictos, que el portafolio activo registre ligeras desviaciones y que se realicen inversiones en otras monedas de países desarrollados, como el yen, las coronas sueca y noruega, el franco suizo y el dólar neozelandés.

Como medida preventiva frente a un eventual aumento de las tasas de interés en las economías desarrolladas, el tramo de inversión tenía una baja duración efectiva en junio de 2012 (0,70)⁶⁰.

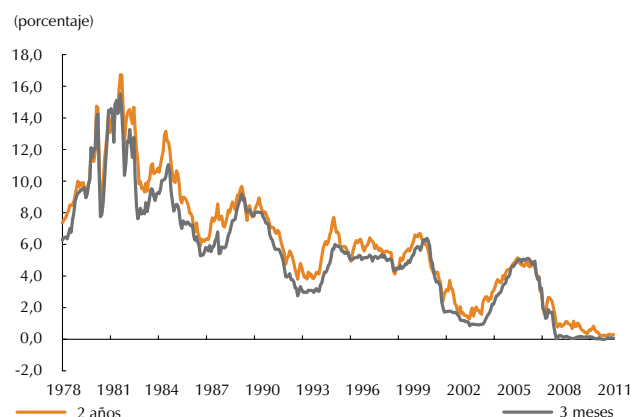
60

La duración efectiva se define como la disminución (aumento) porcentual en el valor del portafolio frente a un aumento (disminución) de 1% en todas las tasas de interés, considerando el posible efecto del cambio en los flujos de caja esperados, como consecuencia de los cambios en la tasas de interés.

C. DESEMPEÑO DE LAS INVERSIONES

En lo corrido de 2012 el rendimiento neto de las reservas internacionales ha sido US\$16,8 m. Se registraron ganancias por valorización de inversiones y causación de intereses por US\$79,4 m y una pérdida por diferencial cambiario (desvalorización de otras monedas frente al dólar) de US\$62,5 m. La baja rentabilidad de las reservas obedece a tres factores:

Gráfico 81
Tasas de interés de los títulos del Tesoro de los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

- Las tasas de interés se mantuvieron muy bajas en las principales economías desarrolladas. En el Gráfico 81 se presenta la serie histórica con las tasas de los títulos emitidos por el gobierno de los Estados Unidos a tres meses y dos años de plazo. Puede observarse que las tasas de finales de 2008 son las más bajas de las últimas tres décadas.
- La decisión de tener un portafolio con un perfil de riesgo conservador, como se observa en los gráficos 78 y 79, implica recibir una rentabilidad inferior.
- El dólar estadounidense se ha fortalecido frente a las monedas de países desarrollados que hacen parte del índice de referencia, con excepción de la libra esterlina.

D. ESTADO DE LAS RECLAMACIONES DE LOS EVENTOS CREDITICIOS DE 2008

Como se ha informado en los pasados *Informes al Congreso*, a finales de 2008 se presentaron dos eventos crediticios relacionados con las reservas internacionales: i) un título de Lehman Brothers Holding Inc. (en adelante Lehman) por US\$2,7 m, adquirido por BlackRock Financial Management Inc. en desarrollo del contrato de administración externa, y ii) un título de Sigma Finance Inc., garantizado de manera incondicional e irrevocable por Sigma Finance Corporation (en adelante Sigma), por US\$20 m, adquirido en el programa de préstamo de títulos administrado por Bank of New York Mellon Asset Services, B.V. A continuación se presenta una actualización sobre el estado de las reclamaciones adelantadas por el Banco.

1. Proceso de reestructuración de Lehman Brothers Holdings Inc.

Como se ha informado en anteriores *Informes al Congreso*, el Banco de la República, representado por la firma de abogados Morrison & Foerster LLP, presentó una reclamación ante el Tribunal de Quiebras de Nueva York el 25 de agosto de

En lo corrido de 2012 el rendimiento neto de las reservas internacionales ha sido de US\$16,8 m.

2009, que fue complementada el 9 de septiembre del mismo año, con el fin de ser reconocido como acreedor en el Proceso de Reestructuración de Lehman, según el capítulo 11 del Código de Quiebras de los Estados Unidos.

Durante el proceso, el Tribunal de Quiebras otorgó a Lehman múltiples prórrogas para presentar su Plan de Reestructuración y, finalmente, el Plan presentado el 31 de agosto de 2011 fue aprobado por la mayoría de los acreedores reconocidos con derecho a voto, y confirmado por el juez en una audiencia que se llevó a cabo el 6 de diciembre de 2011. Según dicho Plan, al Banco se le reconocerá un porcentaje de distribución estimado en 21,1% del valor de su acreencia. La reclamación del Banco representa el 0,0009% de las reclamaciones totales a Lehman Brothers Holding Inc.

La etapa inicial de distribución del Plan comenzó el 17 de abril de 2012. En esta primera distribución el Banco recibió la suma de US\$162.770,15. La siguiente distribución para los acreedores de clase 3, a la cual pertenece el Banco, será el 30 de septiembre de 2012, y las siguientes distribuciones se realizarán los días 30 de marzo y 30 de septiembre de cada año.

2. Demanda del Banco de la República en contra de BNYM

En relación con el avance del proceso judicial que el Banco de la República, representado por la firma de abogados Crowell & Moring LLP, adelanta 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), se manifiesta lo siguiente:

Como fue previamente informado al Congreso, el 21 de abril de 2009 el Banco de la República presentó una demanda en contra de BNYM en la Corte Suprema del Estado de Nueva York. Después de la presentación de la demanda, su contestación y otras actuaciones procesales pertinentes, el proceso fue trasladado a la Corte Federal de Distrito Sur de Nueva York a finales de enero de 2010 y, a petición del juez, el 16 de abril de 2010 el Banco presentó nuevamente la demanda para ajustarla a la jurisdicción federal.

Luego de la contestación de la demanda y otras actuaciones procesales normales, en audiencia del 1 de diciembre de 2010 el juez federal escuchó los argumentos de las partes y determinó las pretensiones que conforman el objeto del litigio. En particular, el juez determinó que la demanda procede por el posible incumplimiento del contrato de préstamo de títulos valores al invertir en Sigma y por varios posibles cargos por responsabilidad civil extracontractual.

En la audiencia del 28 de enero de 2011 las partes presentaron un plan conjunto para el manejo del proceso, que fue aprobado por el juez. Se destaca que se definió que el juicio no iba a ser definido por un jurado, sino que sería resuelto por el juez, y se estableció un cronograma para llevar a cabo la etapa probatoria o *Discovery*.

La decisión de tener un portafolio con un perfil de riesgo conservador implica recibir una rentabilidad inferior.

Posteriormente, en agosto de 2011 el Banco de la República presentó una petición de sentencia sumaria, cuyo objetivo fue solicitarle al juez que se pronunciara sobre pretensiones y hechos de la demanda que, al ser puntos de derecho, podrían ser resueltos directamente por el juez sin necesidad de agotar la etapa probatoria ni ir a juicio. En particular, el Banco solicitó que el juez se pronunciara en favor del Banco sobre el incumplimiento del contrato de préstamo de títulos por parte de BNYM al realizar la inversión en Sigma. Mientras se llevó a cabo el trámite de sentencia sumaria, se suspendió la etapa probatoria.

El juez, en audiencia del 23 de febrero de 2012, determinó que no podía conceder la petición de sentencia sumaria sin que surtiera la etapa probatoria y se diera la oportunidad a BNYM de presentar pruebas en su defensa. Por esta razón, el juez dio inicio a la etapa probatoria y fijó una audiencia para el 17 de agosto de 2012, fecha para la cual las partes deberán haber practicado la totalidad de las pruebas.

El Banco de la República, además de haber instaurado una demanda judicial en contra de BNYM con el objeto de recuperar la inversión, se hizo parte en el proceso de liquidación de Sigma y el 17 de noviembre de 2010 recibió, por su acreencia, un valor aproximado de US\$1,0 m, o 5 centavos por dólar, según la metodología de calificación y distribución de acreencias aprobada por el liquidador, de acuerdo con los activos disponibles.

PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA EN EL BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES

En diciembre de 2011 el Congreso de la República autorizó la incorporación del Banco de la República como accionista del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) mediante la Ley 1484 del 12 de diciembre de 2011. De acuerdo con la autorización conferida, el Banco suscribió 3.000 acciones del BIS por un valor de 65.712.000 derechos especiales de giro (DEG), equivalentes a US\$100.978.710, las cuales se mantienen registradas a su costo de adquisición en DEG en el rubro “aportes en organismos y entidades internacionales”. Al ser accionista del BIS el Banco tiene derecho a recibir un dividendo anual, el cual, durante el ejercicio contable del BIS 2011/2012 (abril 2011 a marzo de 2012), se recibió a prorrata desde la fecha de pago de la suscripción. El monto recibido ascendió a 260.000 DEG (US\$393.604), lo cual equivale a una rentabilidad anual del 1,4%¹.

La incorporación del Banco de la República al BIS permitió su participación en el Consejo Consultivo para las Américas (CCA)², el cual hace las veces de Comité Consultivo del Consejo de Administración del BIS y tiene como propósito orientar actividades del BIS en asuntos de interés para la región. Actualmente, el CCA patrocina la cooperación en estudios económicos entre bancos centrales miembros, dentro de los cuales se destaca el proyecto de investigación “Efectos de la intervención cambiaria en las Américas”, del cual hacen parte los bancos centrales de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. El objetivo de este estudio es analizar la efectividad de los diferentes instrumentos de intervención cambiaria con el propósito de fortalecer la formulación de políticas económicas y la comprensión de sus posibles efectos. Asimismo,

1 Corresponde a la razón entre el dividendo recibido y el precio de suscripción (305 DEG / 21.904 DEG, por acción).

2 El CCA está conformado por los Gobernadores (gerentes generales) de los ocho bancos centrales de la región miembros de la entidad: Colombia, Perú, Argentina, Brasil, Canadá, Chile, los Estados Unidos y México.

desde agosto de 2011 el Superintendente Financiero de Colombia es miembro del Consejo de Estabilidad Financiera para las Américas, ente consultivo regional que coordina el trabajo de las autoridades financieras nacionales y los organismos de regulación internacionales en el desarrollo de políticas para mejorar la estabilidad financiera.

Como socio del BIS, el Banco ha participado en eventos y conferencias organizadas por la entidad en las cuales se han analizado los acontecimientos económicos recientes, las perspectivas económicas y financieras globales y regionales, y se ha discutido la adopción de medidas de política económica de manera coordinada, con el propósito de fortalecer el sistema financiero y reducir el riesgo sistémico. Se destaca la contribución del Banco de la República en la conferencia “Estabilidad financiera, regulación financiera y política monetaria” del CCA, evento en el cual presentó un documento que estudia el comportamiento del capital bancario de los

bancos colombianos a lo largo del ciclo económico³. Asimismo, la participación de Colombia en seminarios organizados por el BIS para fortalecer la administración de las reservas internacionales en temas de gestión y análisis de portafolios⁴. Finalmente, es importante mencionar que el Gerente General participó con voto en la Asamblea General del BIS en junio de 2012, en la cual se aprobó el informe anual de la entidad y se tomaron decisiones en relación con la distribución de dividendos.

3 “The Cyclical Behavior of Bank Capital Buffers in an Emerging Economy: Size Does Matter”, el cual está disponible en la página del BIS.

4 El Banco ha participado en los cursos de Asset Management Workshop, Reserve Management Workshop y Portfolio Analytics.

IV. SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

Para 2012 se estima un resultado operacional negativo de \$665,0 mm como consecuencia de unos ingresos por \$983,6 mm y unos egresos por \$1.648,7 mm. El comportamiento de los ingresos se explica, principalmente, por la moderada rentabilidad de las reservas internacionales, dadas las bajas tasas de interés en los mercados externos.

A. ESTRUCTURA FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

Como se mencionó en el *Informe al Congreso* de marzo de 2009, la estructura de los estados financieros de la Institución refleja los objetivos y funciones previstos en la Carta Política, en la Ley 31 de 1992 y en los estatutos de la Entidad. En particular, la contabilidad del Banco de la República está regida por lo previsto en la Ley 31 de 1992, el Decreto 2520 de 1993 (estatutos del Banco), las disposiciones emitidas por la Superintendencia Financiera en esta materia y el Decreto 2649 de 1993 (principios o normas de contabilidad generalmente aceptados en Colombia).

Las reservas internacionales constituyen el activo de mayor participación, mientras que la base monetaria el principal pasivo del Banco de la República.

Como se muestra en el balance del Banco de la República, las reservas internacionales constituyen el activo de mayor participación, mientras que la base monetaria su principal pasivo. Por su parte, las cuentas del patrimonio con mayor ponderación corresponden al superávit⁶¹ y a las reservas. 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 2012, frente a los saldos registrados el 31 de diciembre del año anterior (Cuadro 23).

61 Principalmente ajuste de cambio. En este se registra el resultado acumulado de las variaciones del saldo en pesos de las reservas internacionales, ocasionados por movimientos de la tasa de cambio peso-dólar.

Cuadro 23
Balance del Banco de la República clasificado por criterio económico
(resultados de diciembre de 2011 a junio de 2012)
(miles de millones de pesos)

Cuentas	Diciembre de 2011		Junio de 2012		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	73.825	100,0	82.067	100,0	8.242	11,2
Reservas internacionales brutas	62.755	85,0	61.162	74,5	(1.593)	(2,5)
Aportes en organismos internacionales	2.759	3,7	2.547	3,1	(212)	(7,7)
Inversiones	1.161	1,6	1.038	1,3	(123)	(10,6)
Sector público: deuda consolidada	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Sector público: regulación monetaria	1.154	1,6	1.038	1,3	(116)	(10,1)
Bonos capitalización banca pública y otros	7	0,0	0	0,0	(7)	(100,0)
Cartera de créditos	1	0,0	0	0,0	(0)	(29,6)
Otros créditos	2	0,0	1	0,0	(0)	(10,3)
Provisión	(1)	(0,0)	(1)	(0,0)	0	(7,2)
Pactos de reventa (apoyos transitorios de liquidez)	3.749	5,1	13.749	16,8	10.000	266,7
Cuentas por cobrar	58	0,1	69	0,1	11	18,9
Otros activos netos	3.343	4,5	3.502	4,3	159	4,8
Pasivo y patrimonio	73.825	100,0	82.067	100,0	8.242	11,2
Pasivo	62.287	84,4	75.853	92,4	13.566	21,8
Pasivos en M/E que afectan las reservas internacionales	5	0,0	11	0,0	7	136,9
Base monetaria	51.339	69,5	48.072	58,6	(3.267)	(6,4)
Efectivo	33.399	45,2	29.243	35,6	(4.156)	(12,4)
Reserva	17.940	24,3	18.829	22,9	889	5,0
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	612	0,8	9	0,0	(602)	(98,5)
Depósitos por endeudamiento externo e inversión de portafolio de capital del exterior	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Otros depósitos	74	0,1	80	0,1	6	8,3
Gobierno nacional (DGCPTN M/N)	5.482	7,4	23.162	28,2	17.680	322,5
Gobierno nacional (DGCPTN M/E)	291	0,4	156	0,2	(135)	(46,3)
Obligaciones con organismos internacionales	3.880	5,3	3.549	4,3	(331)	(8,5)
Cuentas por pagar	36	0,0	243	0,3	207	566,6
Otros pasivos	569	0,8	571	0,7	2	0,3
Patrimonio total	11.538	15,6	6.214	7,6	(5.324)	(46,1)
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Reservas	2.746	3,7	2.384	2,9	(362)	(13,2)
Superávit	9.135	12,4	4.211	5,1	(4.924)	(53,9)
Liquidación cuentas especiales de cambio (CEC)	453	0,6	453	0,6	0	0,0
Ajuste cambiario 1993 en adelante y superávit	7.358	10,0	2.428	3,0	(4.930)	(67,0)
Otros	137	0,2	143	0,2	6	4,1
Valorizaciones de bienes y donaciones	1.187	1,6	1.187	1,4	0	0,0
Resultados	(356)	(0,5)	(394)	(0,5)	(38)	10,7
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	(356)	(0,5)	(394)	(0,5)	(38)	10,7

Fuente: Banco de la República

Los activos del Banco de la República registraron un saldo de \$82.067 mm al cierre de junio de 2012.

1. Activo

Los activos del Banco registraron un saldo de \$82.067 mm al cierre de junio de 2012. Esta cifra es superior en \$8.242 mm (11,2%) al saldo observado en diciembre de 2011, cuando los activos ascendieron a \$73.825 mm. Las principales variaciones de esta cuenta se explican por:

- *Reservas internacionales:* al cierre de junio de 2012 las reservas internacionales brutas, valoradas a precios de mercado, fueron \$61.162 mm (US\$34.272 m), inferiores en \$1.593 mm (-2,5%) con respecto al dato observado el 31 de diciembre de 2011. 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 en \$4.930 mm; ii) la reducción de los depósitos en moneda extranjera de la DGCPTN en el Banco de la República, por \$135 mm; iii) las compras de divisas realizadas por el Banco que incrementaron el valor en pesos de las reservas internacionales en \$3.493 mm (US\$1.959,9 m), y iv) el rendimiento por intereses, la valoración por precios de mercado y el diferencial cambiario, que produjeron un aumento de las reservas por \$40 mm.
- *Portafolio de inversiones en moneda nacional:* su saldo valorado a precios de mercado ascendió a \$1.038 mm en junio de 2012, inferior en \$123 mm con respecto al cierre del año anterior. Esta disminución es explicada principalmente por vencimientos de TES por \$161 mm y valoración del portafolio de TES del Banco de la República por \$44 mm.
- *Operaciones repo utilizadas para otorgar liquidez transitoria:* presentaron un saldo de \$13.749 mm al finalizar junio de 2012, lo que significó un aumento de \$10.000 mm con respecto al cierre de 2011.

2. Pasivo

A 30 de junio de 2012 el saldo de los pasivos fue \$75.853 mm, superior en \$13.566 mm (21,8%) a lo registrado al finalizar el año 2011. A continuación se presentan las principales fuentes de variación:

- *Base monetaria:* el 30 de junio de 2012 la base monetaria ascendió a \$48.072 mm, inferior en \$3.267 mm (-6,4%) a lo registrado al cierre de 2011.
- *Los depósitos del Gobierno Nacional,* constituidos mediante la DGCPTN en el Emisor, tuvieron un saldo de \$23.162 mm al cierre de junio de 2012. Este monto es superior en \$17.680 mm (322,5%) al registrado en diciembre de 2011.
- *Depósitos remunerados no constitutivos de encaje:* su saldo al finalizar el mes de junio de 2012 (\$9 mm) fue inferior en \$602 mm al presentado en el cierre del año 2011.

El saldo de los pasivos fue de \$75.853 mm, superior en \$13.566 mm (21,8%) a lo registrado al finalizar el año 2011.

El patrimonio ascendió a \$6.214 mm en junio de 2012, presentando una disminución de \$5.324 mm (-46,1%) con respecto a la cifra observada en diciembre de 2011.

- *Obligaciones con organismos internacionales:* el saldo de este rubro fue \$3.549 mm al finalizar junio de 2012. Este monto es inferior en \$331 mm (-8,5%) al registrado el 31 de diciembre de 2012.

3. Patrimonio

El patrimonio ascendió a \$6.214 mm en junio de 2012, presentando una disminución de \$5.324 mm (-46,1%) con respecto a la cifra observada en diciembre de 2011. Esta reducción se explica, principalmente, por: i) la variación de la cuenta de ajuste de cambio, la cual disminuyó en \$4.930 mm (-67,0%) como resultado de la apreciación del peso frente al dólar, y ii) la reducción de las reservas, por \$362 mm.

B. ESTADO DE RESULTADOS A JUNIO DE 2012

Entre enero y junio de 2012 el Banco de la República registró un resultado operacional negativo de \$394,0 mm, producto de ingresos por \$331,1 mm y de egresos por \$725,1 mm (Cuadro 24).

El resultado operacional comparado frente al primer semestre de 2011 estuvo determinado por los menores ingresos de los rendimientos de las reservas internacionales, que se explica por la pérdida obtenida por el diferencial cambiario, en particular, por la fluctuación de las monedas de reserva frente al dólar⁶². Otras operaciones compensaron los menores ingresos obtenidos por los rendimientos de las reservas, tales como los intereses recibidos por las operaciones de liquidez transitoria (repos), la valorización del portafolio de inversiones en títulos de deuda pública, los ingresos por las comisiones recibidas por la prestación de servicios bancarios y negocios fiduciarios y los ingresos generados por la puesta en circulación de la moneda metálica.

Entre enero y junio de 2012 los ingresos operacionales registrados corresponden principalmente a:

- Las reservas internacionales presentaron un ingreso neto de \$39,7 mm, inferior en \$603,1 mm al registrado en el primer semestre de 2011, que se explica, principalmente, por el resultado negativo del diferencial cambiario de \$108,7 mm, inferior en \$590,7 mm, producto de las fluctuaciones de las monedas de reserva frente al dólar.

El resultado operacional, comparado con el primer semestre de 2011, estuvo determinado por los menores ingresos de los rendimientos de las reservas internacionales.

62 A junio de 2012 el euro se devaluó en 2,24% frente al dólar estadounidense, y 0,12% frente al dólar canadiense.

Cuadro 24
Estado de resultados del Banco de la República (enero a junio de 2012)
(miles de millones de pesos)

	Ejecutado a:		
	2011	A junio de 2011	A junio de 2012
1. Ingresos del P y G	884,2	919,6	331,1
A. Ingresos monetarios	712,1	840,9	270,3
1. Intereses y rendimientos	565,1	769,2	197,8
Reservas internacionales	250,0	642,8	39,7
Rendimientos	399,6	160,7	148,4
Diferencial cambiario	(149,6)	482,1	(108,7)
Operaciones de liquidez	241,2	87,8	113,5
Valorización de TES	71,9	38,3	44,5
Otros intereses	2,0	0,3	0,2
2. Diferencias en cambio	31,5	29,9	44,6
3. Moneda metálica	87,0	16,5	26,1
4. Otros	28,5	25,3	1,7
B. Ingresos corporativos	172,1	78,7	60,8
1. Comisiones	107,1	49,7	52,4
Servicios bancarios	51,6	22,5	23,7
Negocios fiduciarios	55,5	27,2	28,6
3. Oro no monetario	44,4	21,0	0,1
2. Otros	20,7	8,0	8,4
2. Egresos del P y G	1.240,3	580,9	725,1
A. Egresos monetarios	792,3	366,8	513,1
1. Intereses y rendimientos	585,8	218,7	353,8
Remuneración a las cuentas de la DGCPTN	547,8	200,0	320,7
Comisión de compromiso flexible con el FMI	22,0	8,7	13,0
Gastos en administración de las reservas internacionales	8,2	5,4	16,4
Gastos en operación de contracción monetaria	7,8	4,7	3,8
2. Diferencias en cambio	59,3	109,6	111,6
3. Costo de emisión y distribución de especies monetarias	147,0	38,3	47,7
4. Otros	0,2	0,2	0,1
B. Egresos corporativos	343,5	166,8	186,0
1. Gastos de personal	221,9	109,6	119,3
2. Gastos generales	51,2	22,8	24,9
3. Recuperación del IVA descontable (CR)	(1,6)	(0,7)	(0,9)
4. Impuestos	6,8	3,5	4,7
5. Seguros	6,1	3,0	2,7
6. Contribuciones y afiliaciones	3,0	1,7	3,1
7. Gastos culturales	9,0	3,7	3,7
8. Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros (incluye diferido del software)	47,2	23,2	28,4
C. Gastos de pensionados	104,5	47,4	26,0
3. Resultado operacional (1 - 2)	(356,1)	338,7	(394,0)

Fuente: Banco de la República

Entre enero y junio de 2012 los ingresos totales ascendieron a \$331,1 mm.

- Las operaciones de liquidez mediante repos generaron ingresos por \$113,5 mm, superiores en \$25,7 mm (29,3%), a los registrados un año atrás, resultado del aumento de la tasa de interés de intervención⁶³.
- Los ingresos por valoración de títulos de deuda pública (TES) en poder del Banco fueron de \$44,5 mm, superiores en \$6,2 mm (16,2%), frente a junio de 2011, resultado del comportamiento de las tasas de negociación de referencia del mercado.
- Las comisiones recibidas por el Banco por servicios bancarios y negocios fiduciarios ascendieron a \$52,4 mm, superiores en \$2,7 mm (5,4%) a las registradas a junio de 2011. Se destacan las relacionadas con la administración de los mayores saldos de TES y las recibidas por los servicios prestados a través del Servicio Electrónico de Negociación (SEN).
- La puesta en circulación de moneda metálica generó un ingreso por valor facial de \$26,1 mm, superior en 58,2% frente al registrado un año atrás, asociado con la mayor demanda de moneda metálica.

Entre enero y junio de 2012 los egresos totales ascendieron a \$725,1 mm y están relacionados principalmente con:

- La remuneración a los depósitos que mantiene la DGCPTN en el Banco fue de \$320,7 mm, principalmente como resultado del mayor saldo promedio diario de estos depósitos. Los pagos al Gobierno nacional por este concepto se incrementaron en \$120,7 mm (60,3%) frente a junio de 2011, siendo este gasto la principal explicación del aumento de los egresos del Banco durante el período de análisis.
- El resultado neto de los ingresos y egresos originados por las variaciones en la tasa de cambio del peso frente al dólar sobre los activos y pasivos en moneda, diferentes a las reservas internacionales, fue de -\$67,0 mm, el cual incluye los aportes en organismos internacionales, las cuentas de depósito en moneda extranjera, y otros activos y pasivos en moneda extranjera.
- Los costos por la emisión y distribución de especies monetarias totalizaron \$47,7 mm, resultado de la puesta en circulación de estas especies.
- Los egresos corporativos se situaron en \$186,0 mm y registraron un crecimiento real de 8,1%. Dentro de estos se incluyen los gastos de personal (\$119,3 mm), los gastos generales (\$24,9 mm) y otros gastos corporativos (\$41,8 mm).

Los egresos totales en el primer semestre sumaron \$725,1 mm.

Se proyecta que durante 2012 las tasas de interés externas continuarán en niveles históricamente bajos, lo que significa que los ingresos por rendimientos de las reservas internacionales seguirán siendo moderados, afectando el estado de resultados del Banco de la República.

- Los gastos de personal, asociados con salarios, prestaciones sociales, aportes a seguridad social, cajas de compensación y auxilios al personal, presentaron un crecimiento real de 5,5%, sustentado en: i) el incremento salarial de 5,0% de acuerdo con la convención colectiva vigente, ii) el efecto estadístico del reemplazo de empleados que se pensionaron como resultado del Acto Legislativo 1 de 2005, que se concentró en el segundo semestre de 2011 y, por tanto, el efecto pleno de estos pagos se materializará en 2012, y iii) el aumento de la planta para atender nuevas necesidades tales como la modernización administrativa y de infraestructura.
- Los gastos generales totalizaron \$24,9 mm, con incremento real de 6,1%, resultado de: i) la alta participación de contratos que se ajustaron de acuerdo con el incremento del salario mínimo y de la inflación causada el año anterior y, ii) el mantenimiento y adecuación de los inmuebles del Banco, que presentan un alto grado de deterioro y que se vieron afectados adicionalmente por la pasada ola invernal.
- Otros gastos corporativos que no son susceptibles de una gestión directa por parte del Banco, como impuestos, seguros, contribuciones y afiliaciones, depreciaciones, provisiones y amortizaciones y otros gastos operacionales y no operacionales, sumaron en conjunto \$38,9 mm.
- Finalmente, el gasto neto de pensionados, \$26,0 mm, es el resultado, principalmente, de los gastos asociados con pensiones menos el ingreso por el rendimiento del portafolio constituido con recursos del pasivo pensional y los intereses por los préstamos de vivienda. Este rubro registró un decrecimiento de 45,2% frente a igual período del año anterior, producto de los mayores rendimientos del portafolio, dado el comportamiento de las tasas de negociación de los TES, títulos en los que está invertido aproximadamente el 85,2% del portafolio.

C. PROYECCIÓN DE INGRESOS Y GASTOS PARA EL AÑO 2012

Para 2012 se estima un resultado operacional negativo de \$665,0 mm producto de ingresos por \$983,6 mm y de egresos por \$1.648,7 mm (Cuadro 25).

Se proyecta que durante 2012 las tasas de interés externas continuarán en niveles históricamente bajos, lo que significa que los ingresos por rendimientos de las reservas internacionales seguirán siendo moderados, afectando el estado de resultados del Banco, tal como se explicó.

Se proyecta que los ingresos ascenderán a \$983,6 mm, con un crecimiento anual de \$99,4 mm (11,2%). Los principales rubros son:

- Los rendimientos de las reservas internacionales se estiman en \$271,4 mm. Se proyecta que la tasa de rentabilidad será de 0,38%, ligeramente superior

Para 2012 se proyecta que la tasa de rentabilidad de las reservas internacionales será ligeramente superior a la registrada en promedio durante el año anterior.

Cuadro 25
Proyección del estado de resultados del Banco de la República, 2012
(miles de millones de pesos)

	Ejecutado	Proyectado	Variaciones anuales	
	2011	2012	Porcentuales	Absolutas
1. Ingresos del P y G	884,2	983,6	11,2	99,4
A. Ingresos monetarios	712,1	858,9	20,6	146,8
1. Intereses y rendimientos	565,1	614,7	8,8	49,6
Reservas internacionales	250,0	271,4	8,6	21,4
Rendimientos	399,6	283,5	(29,1)	(116,1)
Diferencial cambiario	(149,6)	(12,1)	(91,9)	137,5
Operaciones de liquidez	241,2	273,2	13,3	32,1
Valorización de TES	71,9	69,7	(3,0)	(2,2)
Otros intereses	2,0	0,3	(85,4)	(1,7)
2. Diferencias en cambio	31,5	87,1	176,8	55,6
3. Moneda metálica	87,0	131,2	50,8	44,2
4. Otros	28,5	25,9	(9,3)	(2,7)
B. Ingresos corporativos	172,1	124,8	(27,5)	(47,4)
1. Comisiones	107,1	109,1	1,9	2,1
Servicios bancarios	51,6	50,0	(3,2)	(1,7)
Negocios fiduciarios	55,5	59,2	6,7	3,7
3. Oro no monetario	44,4	0,1	(99,8)	(44,3)
2. Otros	20,7	15,6	(24,7)	(5,1)
2. Egresos del P y G	1.240,3	1.648,7	32,9	408,4
A. Egresos monetarios	792,3	1.133,7	43,1	341,5
1. Intereses y rendimientos	585,8	813,5	38,9	227,7
Remuneración a las cuentas de la DGCPTN	547,8	763,2	39,3	215,4
Comisión de compromiso flexible con el FMI	22,0	21,8	(1,0)	(0,2)
Gastos en administración de las reservas internacionales	8,2	24,7	201,2	16,5
Gastos en operación de contracción monetaria	7,8	3,8	(51,0)	(4,0)
2. Diferencias en cambio	59,3	149,2	151,7	89,9
3. Costo de emisión y distribución de especies monetarias	147,0	170,9	16,2	23,8
4. Otros	0,2	0,2	16,3	0,0
B. Egresos corporativos	343,5	382,4	11,3	38,9
1. Gastos de personal	221,9	241,0	8,6	19,2
2. Gastos generales	51,2	56,6	10,5	5,4
3. Recuperación del IVA descontable (CR)	(1,6)	(1,3)	(19,9)	0,3
4. Impuestos	6,8	7,3	7,1	0,5
5. Seguros	6,1	6,5	7,0	0,4
6. Contribuciones y afiliaciones	3,0	6,0	98,7	3,0
7. Gastos culturales	9,0	9,3	3,9	0,3
8. Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros (incluye diferido del software)	47,2	57,0	20,8	9,8
C. Gastos de pensionados	104,5	132,6	26,8	28,0
3. Resultado operacional (1 - 2)	(356,1)	(665,0)	86,8	(309,0)

Fuente: Banco de la República

Los retornos de las reservas internacionales pueden verse afectados si las monedas de reserva se devalúan o revalúan frente al dólar, o el precio del oro se modifica en relación con los valores proyectados.

a la promedio registrada el año anterior (0,34%). Se supone que las tasas de cambio de las monedas en las que se invierten las reservas se mantendrán en los niveles promedio observados entre el 1 de enero y el 30 de junio de 2012⁶⁴. Cabe anotar que los retornos del portafolio pueden verse afectados si las monedas de reserva se devalúan o revalúan frente al dólar, o el precio del oro se modifica en relación con los valores proyectados.

- El ingreso por las operaciones de liquidez mediante repos, se estiman en \$273,2 mm, superiores en \$32,1 mm (13,3%) frente a 2011, resultado de la mayor tasa de interés.
- La mayor circulación estimada de moneda metálica generará un ingreso por valor facial de \$131,2 mm, superior en 50,8%, crecimiento asociado principalmente con la puesta en circulación de la nueva moneda de \$1.000, la cual circulará a partir del segundo semestre de 2012.
- Las comisiones recibidas por el Banco, principalmente por la administración de los TES, las operaciones a través del SEN y el Depósito Central de Valores (DCV), ascenderán a \$109,1 mm, con un crecimiento anual de 1,9%.
- Los ingresos por valoración de títulos de deuda pública (TES) en poder del Banco se calculan en \$69,7 mm, inferior en 3,0%.

Los egresos en 2012 se estiman en \$1.648,7 mm, con crecimiento de \$408,4 mm (32,9%) y corresponden principalmente a:

- Se proyecta que la remuneración a los depósitos de la DGCPTN en el Banco (\$763,2 mm), registrará un crecimiento de 39,3%, resultado del mayor saldo promedio esperado de estos depósitos y de una mayor tasa de interés.
- Los costos por la emisión y distribución de especies monetarias se estiman en \$170,9 mm, con variación anual de 16,2%, resultado de la ejecución del programa de emisión de especies monetarias.
- El resultado neto de los ingresos y egresos por diferencias en cambio se proyecta en -\$62,1 mm, teniendo en cuenta la tasa de cambio observada entre el 1 de enero y el 30 de junio de 2012, afectando el ajuste en cambio sobre los activos y pasivos en moneda extranjera diferentes a las de reservas internacionales.
- Se estima que los egresos corporativos ascenderán a \$382,4 mm, de los cuales, \$241,0 mm corresponden a gastos de personal y \$56,6 mm a gastos generales.

Los egresos en 2012 se estiman en \$1.648,7 mm, con crecimiento de \$408,4 mm (32,9%).

64 Devaluación del euro (-0,1%) y del dólar canadiense (-2,4%); revaluación de la libra esterlina (1,5%) y del dólar australiano (0,8%).

- Los gastos de personal se estiman con un crecimiento real de 5,5%, tal como se explicó en los resultados a junio de 2012.
- En cuanto a los gastos generales, se estima que ascenderán a \$56,6 mm, con aumento de \$5,4 mm (7,3% real), variación sustentada en los factores ya señalados.
- Otros gastos corporativos que no son susceptibles de una gestión directa por parte del Banco se estiman en \$76,7 mm, e incluyen impuestos, seguros, depreciaciones, provisiones, amortizaciones, contribuciones y afiliaciones.
- Por último, se estima un gasto neto de pensiones de jubilación de \$132,6 mm, con aumento de \$28,0 mm, resultado de la inflación causada del año anterior y de los menores ingresos proyectados por el rendimiento del portafolio constituido con recursos del pasivo pensional.

Recuadro 4

RENDIMIENTO DE LAS RESERVAS Y COSTO DE LA INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA EN EL MERCADO CAMBIARIO

Como se observa en el Cuadro R4.1, el principal componente de los activos del Banco lo constituyen las reservas internacionales. En 2011 su saldo representó el 85% de los activos, con un aumento de 8 pp desde 2004, cuando esta participación fue del 77%.

Este aumento ha sido en especial el resultado de las compras netas de divisas por parte del Banco en el mercado cambiario. Como se observa en el Cuadro R4.2, estas ascendieron a US\$17.460 m entre 2004 y 2011. Durante este mismo período el saldo en pesos en el balance general de las reservas internacionales aumentó \$30.398 mm, lo que representó la principal fuente para el aumento de \$31.979 mm de los activos del Banco.

El efecto en pesos de las compras de divisas por parte del Banco entre 2004 y 2011, aproximadamente \$36.034 mm, al igual que el rendimiento de las reservas internacionales, no se reflejaron completamente en el aumento en el saldo de las mismas en el balance, debido al comportamiento de la tasa de cambio peso/dólar. Como se observa en el Gráfico R4.1, entre enero de 2004 y diciembre de 2011 esta tasa se redujo de \$2.778/dólar a \$1.943/dólar, lo que implicó una disminución en el saldo en pesos de las reservas internacionales, que contrarrestó parcialmente el efecto de las compras de divisas y del rendimiento de las reservas.

El comportamiento del tipo de cambio se constituyó en la principal explicación de lo ocurrido con el patrimonio del Banco de la República. En este caso, y a diferencia de lo exigido por las normas contables tradicionales, la Ley 31 de 1992¹ establece que las variaciones en el saldo de las reservas internacionales ocasionadas por los movimientos de la tasa de cambio peso/dólar no se registran dentro del estado de resultados del Banco sino en una cuenta denominada “ajuste de cambio” dentro del superávit patrimonial. Por esta razón, y como resultado de la apreciación mencionada del peso entre 2004 y 2011, el saldo del patrimonio se redujo en \$6.484 mm durante el mismo período, debido al menor valor en la cuenta “ajuste de cambio”, de \$6.754 mm. Esto ocasionó una reducción en el nivel del patrimonio como porcentaje de los activos de 27 pp, al pasar de 43% en 2004 a 16% en 2011.

Lo anterior implicó un aumento del nivel de los pasivos como porcentaje de los activos de 57% en 2004 a 84% en

2011. En particular, durante este mismo período su saldo aumentó \$38.464 mm, principalmente como consecuencia del incremento de la base monetaria por \$32.079 mm, al pasar de \$19.260 mm en 2004 a \$51.339 mm en 2011.

Así, entre 2004 y 2011 la principal fuente de expansión de la base monetaria (\$32.079 mm) fue el aumento en el nivel de las reservas internacionales (\$30.398 mm) y, en menor medida, el incremento en las operaciones de liquidez, lo que representó un mayor saldo activo para el Banco de \$1.237 mm durante el mismo período.

Por lo general, los activos financieros generan ingresos que son contabilizados dentro del estado de resultados de una entidad. En el caso particular del Emisor, en la medida en que las reservas internacionales constituyen su principal activo, su rendimiento representa la principal fuente de ingresos dentro del estado de resultados. Como se muestra en el Gráfico R4.2 y en el Cuadro R4.3, los resultados del Banco de la República dependen en buena medida del rendimiento de las reservas internacionales: cuando el rendimiento de las reservas se incrementa, los resultados del Banco también aumentan.

Al analizar los determinantes de los ingresos de las reservas internacionales, se identifican tres elementos:

- Tasa de interés externa: en tanto se presente una reducción en las tasas de interés externas, los rendimientos del tramo de portafolio de las reservas internacionales mejoran en el corto plazo por efecto de la valoración a precios de mercado (*efecto precio*). Sin embargo, de mantenerse bajas, los resultados empiezan a verse afectados negativamente por el menor rendimiento de nuevas inversiones de las reservas a tasas inferiores (*efecto causación*).
- Tasa de cambio dólar/otras monedas: en este caso, cuando se presenta una depreciación del dólar frente a otras monedas en que están invertidas las reservas internacionales, los rendimientos de estas últimas aumentan porque su saldo en dólares se incrementa (*diferencial cambiario*).
- Precio del oro: debido a que una pequeña parte de las reservas internacionales se encuentra invertida en oro, un aumento en su precio incrementa el rendimiento de las reservas internacionales por su valoración a precios de mercado (*efecto precio*).

En el Gráfico R4.3 se presenta el rendimiento total de las reservas internacionales (panel izquierdo) y los componentes de este rendimiento por causación, precio y diferencial

1 Por la cual se dictan las normas a las que deberá sujetarse el Banco de la República para el ejercicio de sus funciones.

Cuadro R4.1
Banco de la República: balance general por criterio económico

	(miles de millones de pesos)							
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Activos	41.846	46.617	49.567	54.749	62.508	62.385	64.800	73.825
Reservas internacionales brutas	32.357	34.164	34.568	42.219	53.938	51.852	54.479	62.755
Operaciones de liquidez	2.512	4.050	6.636	5.403	1.547	460	2.539	3.749
Inversiones	984	2.604	2.473	1.364	900	3.597	1.334	1.161
Otros activos	5.993	5.799	5.890	5.762	6.123	6.476	6.448	6.160
Pasivos	23.824	30.197	32.921	41.532	43.460	48.545	54.186	62.287
Base monetaria	19.260	22.804	27.032	32.415	36.194	39.545	44.875	51.339
Depósitos del Gobierno	1.170	4.128	2.722	4.835	2.638	2.960	3.410	5.773
Otros depósitos	26	105	53	1.392	1.748	892	1.036	685
Otros pasivos	3.367	3.160	3.114	2.890	2.880	5.148	4.865	4.490
Patrimonio	18.022	16.419	16.647	13.217	19.049	13.840	10.614	11.538
Capital	13	13	13	13	13	13	13	13
Superávit (ajuste de cambio de reservas internacionales)	14.112	12.679	12.023	7.798	13.623	9.099	6.085	7.358
Reservas	1.524	1.868	1.398	1.832	2.393	2.867	3.019	2.746
Resultados del ejercicio	828	323	1.624	1.985	1.322	155	(272)	(356)
Otras cuentas patrimoniales ^{a/}	1.546	1.537	1.590	1.590	1.698	1.706	1.769	1.778
	(participaciones porcentual en el total de activos)							
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Activos	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Reservas internacionales brutas	77,3	73,3	69,7	77,1	86,3	83,1	84,1	85,0
Operaciones de liquidez	6,0	8,7	13,4	9,9	2,5	0,7	3,9	5,1
Inversiones	2,4	5,6	5,0	2,5	1,4	5,8	2,1	1,6
Otros activos	14,3	12,4	11,9	10,5	9,8	10,4	10,0	8,3
Pasivos	56,9	64,8	66,4	75,9	69,5	77,8	83,6	84,4
Base monetaria	46,0	48,9	54,5	59,2	57,9	63,4	69,3	69,5
Depósitos del Gobierno	2,8	8,9	5,5	8,8	4,2	4,7	5,3	7,8
Otros depósitos	0,1	0,2	0,1	2,5	2,8	1,4	1,6	0,9
Otros pasivos	8,0	6,8	6,3	5,3	4,6	8,3	7,5	6,1
Patrimonio	43,1	35,2	33,6	24,1	30,5	22,2	16,4	15,6
Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Superávit (ajuste de cambio de reservas internacionales)	33,7	27,2	24,3	14,2	21,8	14,6	9,4	10,0
Reservas	3,6	4,0	2,8	3,3	3,8	4,6	4,7	3,7
Resultados del ejercicio	2,0	0,7	3,3	3,6	2,1	0,2	(0,4)	(0,5)
Otras cuentas patrimoniales ^{a/}	3,7	3,3	3,2	2,9	2,7	2,7	2,7	2,4

a/ Incluye las siguientes cuentas del superávit: liquidación cuentas especiales de cambio (CEC), donaciones, valorizaciones e inversión en activos para actividad cultural.
Fuente: Banco de la República.

Cuadro R4.2
Operaciones de compra y venta de divisas del Banco de la República
(millones de dólares)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Compras	2.905	4.658	1.781	5.082	2.381	539	3.060	3.720
Opciones put	1.580	0	584	555	965	539	0	0
Para acumulación de reservas internacionales	1.400	0	0	0	450	0	0	0
Para el control de la volatilidad	180	0	584	555	515	539	0	0
Subastas de compra directa	0	0	0	0	1.416	0	3.060	3.720
Intervención discrecional	1.325	4.658	1.197	4.527	0	0	0	0
Ventas	500	3.250	1.944	369	235	369	0	0
Opciones call	0	0	944	369	235	369	0	0
Para desacumulación de reservas internacionales								
Para el control de la volatilidad		0	944	369	235	369	0	0
Gobierno nacional	500	3.250	1.000	0	0	0	0	0
Compras netas	2.405	1.408	(164)	4.713	2.147	171	3.060	3.720

Fuente: Banco de la República.

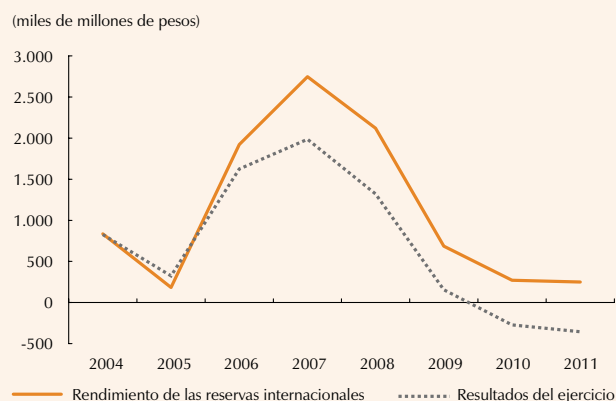
Gráfico R4.1
Tasa de cambio
(información diaria desde enero de 2004 hasta diciembre de 2011)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

cambiario (panel derecho). Como se observa, entre 2004 y 2005 se presentó un rendimiento negativo de las reservas por el componente *precio*. En efecto, las tasas de interés internacionales aumentaron a partir del segundo trimestre de 2004 y hasta el primer semestre de 2006, lo que ocasionó en primera instancia la desvalorización del saldo de reservas mencionado (Gráfico R4.4). Sin embargo, esto se compensó por el efecto *causación*, justamente por el mayor nivel de las tasas de interés externas. En 2005 el rendimiento de las reservas se vio parcialmente compensado por la depreciación del euro y del yen frente al dólar, lo que generó pérdidas por diferencial cambiario (Gráfico R4.5). Posteriormente, entre

Gráfico R4.2
Banco de la República: rendimiento de las reservas internacionales y resultados del ejercicio^{a/}



a/ Información del estado de pérdidas y ganancias del Banco de la República.
Fuente: Banco de la República.

2007 y 2008 el rendimiento de las reservas aumentó de nuevo por efecto *causación*, en la medida en que las reservas estuvieron invertidas a las mayores tasas externas observadas hasta ese momento, y por el efecto *precio*, puesto que las tasas de interés externas empezaron a reducirse fuertemente como resultado principalmente de la desaceleración económica enfrentada por los Estados Unidos. Sin embargo, este menor nivel de tasas externas ha afectado de manera significativa el rendimiento de las reservas en el período reciente, lo cual se ha visto incluso reforzado por la depreciación del euro frente al dólar en los años 2010 y 2011.

Cuadro R4.3
Estado de resultados
(millones de dólares)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ingresos totales	1.756	1.406	2.806	3.563	3.120	1.529	900	997
Intereses y rendimientos	1.303	912	2.419	3.154	2.520	1.053	530	609
Reservas internacionales	835	184	1.922	2.746	2.120	685	272	250
Valoración de TES por operaciones de expansión monetaria	322	593	172	67	66	86	75	72
Operaciones de liquidez (repos y apoyos transitorios de liquidez)	131	115	304	305	312	193	106	241
Otras operaciones ^{a/}	15	20	21	35	23	89	77	46
Otros ingresos operacionales y no operacionales ^{b/}	453	493	387	409	600	476	370	388
Egresos totales	928	1.080	1.182	1.578	1.798	1.374	1.172	1.353
Intereses y rendimientos	225	446	430	759	956	602	349	586
Remuneración cuentas de depósito (DGTNCP)	86	308	296	535	708	393	271	548
Depósitos de contracción monetaria	0	0	0	86	68	75	28	8
Encaje en cuentas de depósito	99	110	117	120	163	69	0	0
Otras operaciones ^{c/}	41	28	17	18	16	65	50	30
Otros egresos operacionales y no operacionales ^{d/}	703	634	752	819	842	772	823	767
Resultado del ejercicio	828	325	1.624	1.985	1.322	155	(272)	(356)

a/ Incluye, entre otros, la valoración del oro no monetario y la valoración de TES Ley 546.

b/ Corresponde, principalmente, a ingresos por comisiones, diferencias en cambio, moneda emitida y a los rendimientos de los recursos de la provisión de pensiones de jubilación.

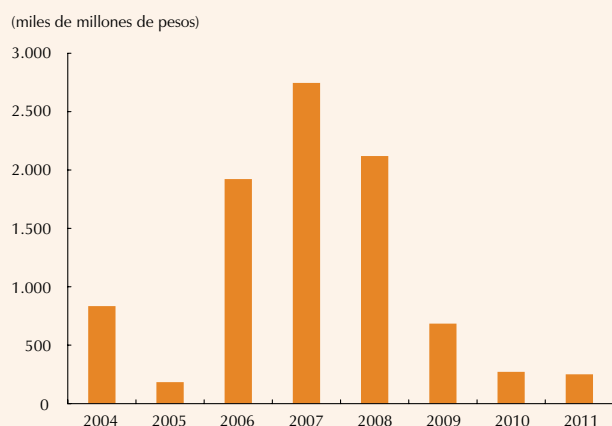
c/ Principalmente gastos en la administración de las reservas internacionales.

d/ Considera, entre otros, comisiones y honorarios, diferencias en cambio, costo de emisión de especies monetarias, gastos de personal, de pensionados y de funcionamiento.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico R4.3

A. Rendimiento de las reservas internacionales



Fuente: Banco de la República.

B. Rendimiento de las reservas internacionales por componente

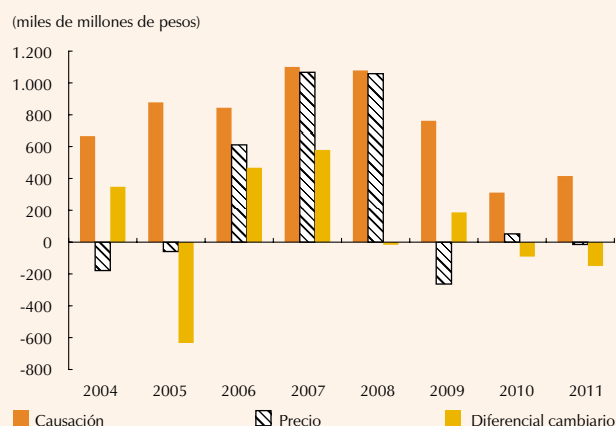
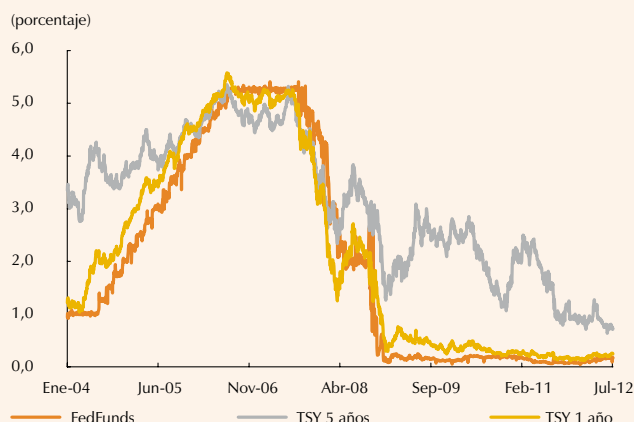


Gráfico R4.4
Tasa de interés en los Estados Unidos
(información diaria desde 2004)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico R4.5
Tasas de cambio del euro y el yen frente al dólar



Fuente: Bloomberg.

1. El costo de la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario en el período 2004-2012

Como ya se mencionó, el principal pasivo del Banco de la República es la base monetaria. El aumento de su saldo puede tener como fuente un incremento de las reservas internacionales, si la expansión se realiza mediante compras de divisas en el mercado cambiario por parte del Banco, y/o a través de la compra transitoria (repo) o permanente de títulos del tesoro TES. En cualquier caso, los activos generan una rentabilidad, que se constituye en ingresos dentro del estado de resultados del Emisor.

Como se explicó, entre 2004 y 2011 la expansión de la base monetaria tuvo como principal fuente la compra de divisas. Con el objeto de obtener un cálculo del efecto sobre el es-

tado de resultados del Banco de la República de lo que ha significado su intervención en el mercado cambiario, se realizó un ejercicio en el cual se calcularon los ingresos de las reservas internacionales que se han adquirido mediante la intervención y se compararon con los ingresos que esta mayor liquidez hubiera representado en caso de entregarse con la compra temporal de TES, que son repos activos del Banco, y que tienen una rentabilidad igual a la tasa de interés de política. En particular, se realizó el siguiente cálculo en dólares:

$$DR_t = \left(\sum_{t=01/01/2004}^t CND_t^{US\$} \right) \times i_t^{*RI} - \left(\frac{\left(\sum_{t=01/01/2004}^t CND_t^{US\$} \times tc_t \right) \times i_t^P}{tc_t} \right)$$

Donde:

DR_t = diferencia en el rendimiento en el día t

i_t^{*RI} = tasa de rendimiento diario de las reservas internacionales en el día t

i_t^P = tasa de interés diaria de política o de referencia en el día t

tc_t = tasa de cambio del mercado en el día t

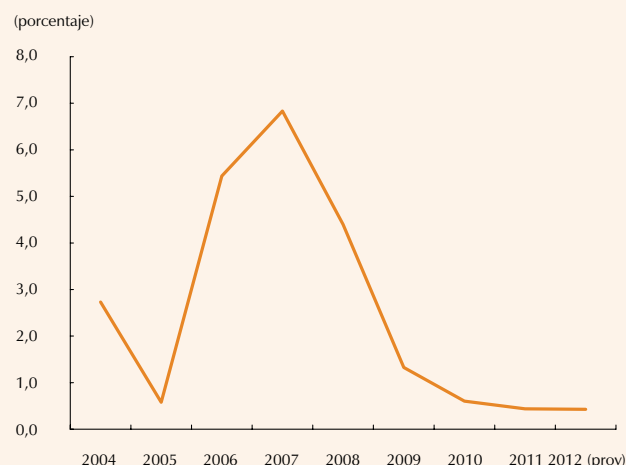
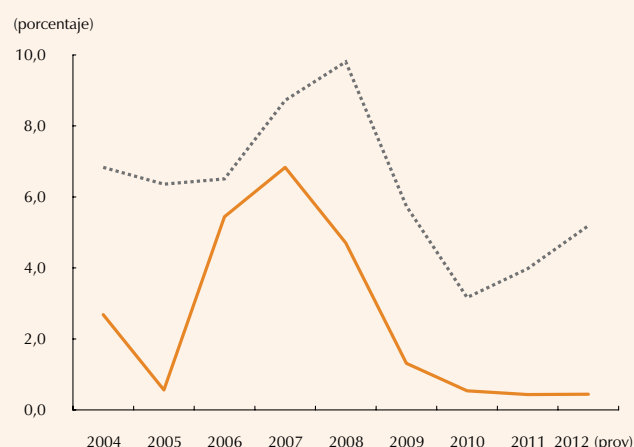
$\sum_{t=01/01/2004}^t CND_t^{US\$}$ = valor en dólares acumulado de la compra de divisas por parte del Banco de la República desde el 1 de enero de 2004 hasta el día t .

Para efectos del ejercicio, el cálculo se realizó diariamente para el período comprendido entre el 1 de enero de 2004 y el 31 de diciembre de 2012².

En la medida en que se presente un diferencial positivo entre la tasa de interés interna en comparación con la tasa implícita en pesos del rendimiento de las reservas internacionales, el estado de resultados del Emisor se ve afectado negativamente. Lo anterior, debido a que el rendimiento de las reservas internacionales, como resultado de la mayor liquidez entregada al mercado mediante las compras de divisas, es menor al que se hubiera generado a través de la realización de repos activos por parte del Banco. En este caso, el DR_t es negativo. Lo contrario ocurre cuando exista un diferencial negativo: el estado de resultados tiene un impacto positivo en la medida en que el rendimiento de las reservas internacionales es mayor a los ingresos de repos y, por tanto, el DR_t es positivo. Como se observa en el Gráfico R4.6, el diferencial de tasas fue positivo durante el período 2004-2011, puesto que la tasa de interés de referencia fue mayor a la tasa de rendimiento implícita en pesos de las reservas internacionales.

2 En 2012 se tuvo en cuenta la intervención del Banco en el mercado cambiario anunciada por la JDBR: montos mínimos de US\$20 m diarios hasta al menos el 2 de noviembre próximo. Se supone una tasa de 5,25% para todo 2012, tasa vigente al momento de realizar este ejercicio.

Gráfico R4.6

A. Tasa anual de rendimiento en dólares de las reservas internacionales^{a/}B. Tasa anual de rendimiento en pesos de las reservas Internacionales (RI) y tasa anual de interés de referencia de Colombia^{a/}

(proy): proyectado.

a/ Corresponde al rendimiento implícito calculado como la relación entre el valor en dólares del rendimiento de las reservas con respecto al saldo promedio de las reservas internacionales brutas.

Fuente: Banco de la República.

En el Cuadro R4.4 se presentan los resultados del cálculo. El valor del costo de la intervención de cada año se calculó como la sumatoria de cada uno de los datos diarios del DR_t para el respectivo año. Como se observa, en los períodos en los cuales el diferencial de tasas se incrementa, el costo de la intervención aumenta. Además, este costo es mayor en los últimos años puesto que, como se mencionó, el cálculo de cada año tiene en cuenta la compra total acumulada de las reservas internacionales desde enero de 2004.

De acuerdo con esta información, dadas las tasas de interés internas y externas y las tasas de cambio observadas

Cuadro R4.4

Costo neto de la intervención entre 2004 y 2012 (millones de dólares)^{a/}

	Diferencial de tasas de interés ^{b/} (porcentaje)	millones de dólares	Como porcentaje del saldo de las reservas	Como porcentaje del PIB
2004	4,0	(24)	(0,20)	(0,02)
2005	5,8	(183)	(1,30)	(0,12)
2006	1,0	(40)	(0,27)	(0,02)
2007	1,8	(201)	(1,03)	(0,10)
2008	4,9	(614)	(2,69)	(0,25)
2009	4,4	(445)	(1,84)	(0,19)
2010	2,6	(345)	(1,30)	(0,12)
2011	3,5	(659)	(2,12)	(0,20)
2012	4,7	(1.052)	(3,08)	(0,28)

a/ Un dato menor a cero implica un impacto negativo sobre el estado de resultados del Banco de la República.

b/ Calculado como la diferencia entre la tasa de interés de política de Colombia y la tasa implícita del rendimiento en pesos de las reservas internacionales brutas.

Fuente: cálculos del Banco de la República.

en el período 2004-2011 y las proyectadas para 2012³, en este último año el costo de la intervención en el mercado cambiario realizada desde 2004 se calcula en US\$1.052 m, aproximadamente \$1.872 mm, equivalentes a 3,1 pp del saldo de las reservas internacionales y a 0,28% del PIB.

Al realizar este mismo ejercicio solo para la intervención en el mercado cambiario a partir de 2008, año en el cual inició el mecanismo de subasta de compras directas, el costo de la intervención mostraría los resultados presentados en el Cuadro R4.5. En este caso, el costo de la intervención en el mercado cambiario en 2012 se calcula en US\$536 m, aproximadamente \$953 mm.

Vale la pena mencionar que el cálculo del costo de la intervención sería aún mayor si en este ejercicio la expansión monetaria tuviera como fuente la compra permanente de TES por parte del Banco. De hecho, la expansión permanente de la base monetaria se provee mediante este último mecanismo o a través de compras de divisas por parte del Emisor en el mercado cambiario, en lugar de repos activos. En el Gráfico R4.7 se aprecia que el diferencial de tasas entre el rendimiento implícito de los TES en poder del Banco y la

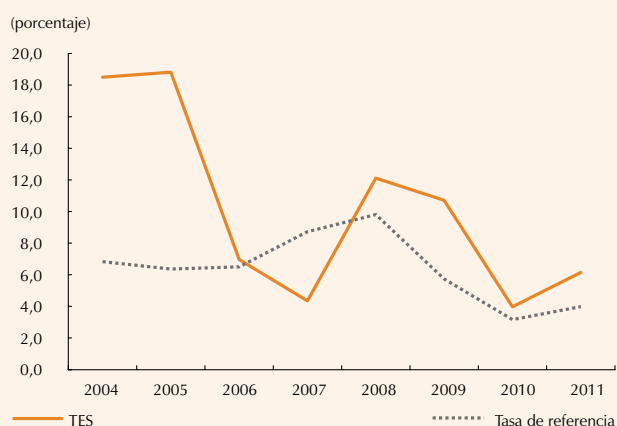
3 Como se mencionó, en 2012 se considera el programa de compras de divisas por parte del Emisor anunciada por la JDBR: montos mínimos de US\$20 m diarios hasta al menos el 2 de noviembre. Además, se supone que la tasa de intervención del Banco es 5,25% en lo que resta del año, tasa vigente al momento de realizar este ejercicio. Finalmente, se supone un rendimiento anual en dólares de las reservas internacionales de 0,38%.

Cuadro R4.5
Costo neto de la intervención entre 2008 y 2012
(millones de dólares)^{a/}

	Diferencial de tasas de interés ^{b/} (porcentaje)	millones de dólares	Como porcentaje del saldo de las reservas	Como porcentaje del PIB
2008	4,9	(57)	(0,25)	(0,02)
2009	4,4	(68)	(0,28)	(0,03)
2010	2,6	(74)	(0,28)	(0,03)
2011	3,5	(295)	(0,95)	(0,09)
2012	4,7	(536)	(1,57)	(0,14)

a/ Un dato menor a cero implica un impacto negativo sobre el estado de resultados del Banco de la República.
b/ Calculado como la diferencia entre la tasa de interés de política de Colombia y la tasa implícita del rendimiento en pesos de las reservas internacionales brutas.
Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico R4.7
Tasa anual implícita del rendimiento de los TES en poder del Banco y tasa anual de interés de referencia^{a/}



a/ La información de la tasa de interés de referencia corresponde al promedio diario de los datos en términos anuales de la misma.
Fuente: Banco de la República.

tasa de interés de referencia fue positivo entre 2004 y 2011, con excepción de 2007.

Vale la pena aclarar que, si bien la acumulación de reservas por parte del Emisor ha tenido un impacto negativo sobre su estado de resultados en las magnitudes presentadas, esta ha sido necesaria para mitigar vulnerabilidades en el frente externo. En particular, y como se mencionó en el capítulo II, los indicadores de reservas internacionales de Colombia no difieren de manera importante de los presentados por otros países latinoamericanos y en algunos casos son incluso inferiores. Además, algunos factores que han hecho necesario el aumento del saldo de las reservas internacionales son, entre otros, la ampliación del déficit en cuenta corriente, el

aumento del servicio de deuda externa y la incertidumbre derivada por la coyuntura de la economía global.

2. El costo de la intervención en el año 2012

En esta última sección se estima el costo de la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario únicamente para el año 2012. La JDBR anunció para este año un programa de compra de divisas a través del mecanismo de subasta de compra directa por montos mínimos de US\$20 m diarios a partir del 6 de febrero y hasta por lo menos el 2 de noviembre. De acuerdo con esto, las compras de divisas por parte del Emisor ascenderán a US\$3.660 m en 2012. Al incluir estas compras, las pérdidas proyectadas del Banco de la República ascienden a \$665 mm en 2012, superiores en \$167 mm en comparación con un escenario donde no se tuviera intervención del Banco de la República. En un horizonte de un año completo, las pérdidas serían mayores en aproximadamente \$309 mm. Esto quiere decir que por cada US\$100 m de compras por parte del Banco de la República, el P y G se reduce aproximadamente en \$8,4 mm⁴.

4 Este cálculo se realizó con anterioridad a la decisión de la JDBR del 27 de julio de 2012. De esta forma, se usó como supuesto una tasa de intervención del 5,25%. En la medida en que esta tasa se incremente (reduzca), las pérdidas del Banco de la República aumentan (disminuyen).

Recuadro 5 NUEVA FAMILIA DE MONEDAS



El 13 de junio de 2012 el Banco de la República puso en circulación una nueva familia de monedas que incluye las denominaciones de \$50, \$100, \$200, \$500 y \$1.000, con el principal objetivo de reducir los costos de producción, afectados en los últimos años por el aumento del precio de los metales en los mercados internacionales. El Banco examinó la experiencia internacional en la fabricación de monedas, particularmente lo que se refiere a sus aleaciones, dimensiones, formas y diseños. Para esto contó con la asesoría de la Casa de la Moneda de Inglaterra (Royal Mint). Como resultado de este estudio, se definió reducir el tamaño y modificar las aleaciones de las monedas.

Adicionalmente, se reintrodujo la denominación de \$1.000, con lo cual se contribuye a reducir los costos de producción de las especies monetarias en el mediano plazo: el billete de mil pesos se deteriora rápidamente, dada su alta rotación, y es necesario reponerlo de manera frecuente, en tanto que la vida útil de una moneda oscila entre 15 y 20 años. El billete de mil pesos se producirá hasta finales de 2012 y circulará durante su vida útil, estimada alrededor de un año.

El costo anual de fabricación de las nuevas monedas se reducirá aproximadamente en \$15 mm¹, lo que representa un ahorro de 33% frente al costo de producción actual. Se tiene previsto que durante 2012 se fabricarán 306 millones de pie-

zas de la nueva familia de monedas, con un valor facial de alrededor de \$99 mm.

Las nuevas monedas incorporan nuevos elementos de seguridad, tales como detalles finos en alto relieve, textos en microletra y alta calidad del grabado. Las monedas de \$1.000 y \$500 son bimetálicas, y tanto su núcleo como su corona tienen parte del grabado en alto relieve. Adicionalmente, tienen un doble marco (circular y poligonal), y la moneda de \$1.000 incluye una imagen latente que cambia de la palabra BRC² a MIL dependiendo del ángulo desde el cual se observe³.

Las nuevas monedas comenzaron a circular a partir del pasado 13 de junio, aunque masivamente solo comenzaron a hacerlo las monedas de \$50 y \$500, en julio lo harán las de \$100 y \$200 y en agosto la de \$1.000. Las monedas actuales y el billete de mil pesos circularán de manera simultánea y por tiempo indefinido con las nuevas monedas, y ambos grupos de monedas servirán como medio de pago.

Las nuevas monedas se diseñaron alrededor del concepto de la biodiversidad, con especial referencia al agua. En su diseño participaron los artistas colombianos José Antonio Suárez y Johana Calle, cuya propuesta artística fue analizada por

1 Para este cálculo se considera el promedio anual del número de monedas metálicas producidas durante los últimos cinco años. Este monto podría variar en función del precio de los metales en los mercados internacionales, la necesidad de moneda de la economía, entre otros factores.

2 BRC significa Banco de la República de Colombia.

3 En la página web del Banco (www.banrep.gov.co) se puede encontrar una descripción más detallada de las características de seguridad de todas las monedas.

biólogos, quienes validaron que las especies seleccionadas son parte representativa de nuestra biodiversidad.

Los diseños de las nuevas monedas incluyen la tortuga caguama (\$1.000), la rana de cristal (\$500), la guacamaya bandera (\$200) y el oso de anteojos (\$50), animales representativos de la diversidad de la fauna colombiana, además del el frailejón (\$100), planta característica de los páramos andinos. En el reverso (sello) de cada moneda se mantiene el motivo de líneas onduladas que da la sensación de agua en movimiento, eje temático en los sellos que caracteriza la nueva familia

de monedas. En el anverso (cara) se leen los nombres comunes de los especímenes de la fauna o flora representados, así como los nombres científicos en microletra.

La emisión de esta nueva familia de monedas es una estrategia importante para reducir los costos de producción, incorporando nuevos elementos de seguridad. Adicionalmente, se fortalece el concepto de familia de monedas, que se articula alrededor del tema de la biodiversidad. De esta manera, el Banco reafirma su compromiso con la sostenibilidad y su interés por la promoción y conservación de los recursos naturales.