



INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL
CONGRESO DE LA REPÚBLICA

Julio de 2008

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

ISSN - 1657 - 799X

CONTENIDO

Introducción	9
I. Contexto internacional y el dilema de los bancos centrales en el mundo	14
Recuadro 1: Evolución reciente del precio del petróleo	22
II. Inflación durante el primer semestre de 2008 y perspectivas	25
A. Comportamiento reciente	25
B. Perspectivas de la inflación	28
III. Actividad económica y empleo durante el primer trimestre de 2008 y perspectivas	31
A. Actividad económica en 2008 y perspectivas	31
B. Tendencias recientes del mercado laboral	37
Recuadro 2: cambio de base del PIB	42
Recuadro 3: Evolución del ingreso disponible de la economía colombiana	45
IV. Política monetaria y sistema financiero	53
A. Tasas de interés	54
B. Base monetaria, crédito y fuentes de financiamiento del sistema financiero	57
V. Sector externo	67
A. Evolución de la tasa de cambio nominal y real en 2008 en Colombia	67
B. Factores que han incidido en la apreciación de la moneda	70
C. Intervención del Banco de la República en el mercado cambiario	75
D. Desempeño del comercio exterior colombiano, enero-abril de 2008	76
E. Comportamiento de la balanza de pagos durante el primer trimestre de 2008	84
F. Perspectivas de la balanza de pagos para 2008	90
Recuadro 4: Desempeño de las principales empresas exportadoras colombianas en 2007	93
VI. Resultados fiscales en el primer trimestre de 2008 y perspectivas	97
A. Resultados del primer trimestre de 2008	97
B. Perspectivas fiscales para 2008	100
VII. Nivel de las reservas internacionales	102
A. Indicadores de vulnerabilidad externa	102
B. Criterios de administración de las reservas internacionales	104
VIII. Situación financiera del Banco de la República	111
A. Resultados a junio de 2008	111
B. Estructura financiera del Banco de la República	114
C. Proyección de utilidades para 2008	116
D. Traslado de recursos a la Nación	118

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Crecimiento real del PIB mundial	14
Gráfico 2	Índice de volatilidad en los mercados financieros (VIX)	16
Gráfico 3	Mercado interbancario, tasas <i>libor</i> frente <i>T-bill</i> a tres meses	16
Gráfico 4	EMBI y <i>spread</i> de los bonos corporativos de los Estados Unidos	17
Gráfico 5	Inflación de las materias primas e inflación de países desarrollados	17
Gráfico 6	Inflación total y de alimentos en algunos países de la región	18
Gráfico 7	Inflación anual núcleo	19
Gráfico 8	Inflación mundial, 1970-1977	19
Gráfico 9	Desempleo OCDE, 1970-1990	19
Gráfico 10	Inflación promedio en países emergentes según su régimen cambiario	20
Gráfico 11	Inflación anual al consumidor	25
Gráfico 12	Inflación anual de alimentos	27
Gráfico 13	A. Inflación anual de regulados y por componentes B. Inflación total anual sin alimentos ni regulados	27 27
Gráfico 14	A. Inflación anual de transables y no transables sin alimentos ni regulados B. Indicadores de inflación básica anual	28 28
Gráfico 15	Crecimiento porcentual anual del PIB, promedios geométricos móviles	31
Gráfico 16	Crecimiento porcentual anual del PIB	32
Gráfico 17	Demanda interna frente al PIB	32
Gráfico 18	Consumo de los hogares	32
Gráfico 19	Formación bruta de capital fijo	32
Gráfico 20	Crecimiento real anual del PIB	33
Gráfico 21	Crecimiento económico de Colombia: períodos de mayor expansión en tres años consecutivos	34 34
Gráfico 22	Consumo de los hogares y crédito, cifras en términos reales	34
Gráfico 23	Crecimiento anual del PIB de transables y no transables	36
Gráfico 24	Creación de empleo	39
Gráfico 25	Índices de salarios sectoriales nominales	39
Gráfico 26	A. Tasa de desempleo (jefes de hogar), marzo-abril-mayo B. Tasa de subempleo objetivo, marzo-abril-mayo	40 40
Gráfico 27	Empleo en la industria y el comercio	40
Gráfico 28	A. Tasa de interés de subasta de expansión del Banco de la República B. Tasa de interés real de intervención del Banco de la República, según diferentes deflatores	55 55
Gráfico 29	Tasas de interés pasivas y tasa de interés de las subastas de expansión del Banco de la República	55
Gráfico 30	Tasas de interés activas	56
Gráfico 31	Curva cero cupón de TES en pesos y tasa de referencia del Banco de la República, enero 27 de 2008 a junio 27 de 2008	56
Gráfico 32	Base monetaria real	58
Gráfico 33	Cartera e inversiones (brutas)/total activos	61
Gráfico 34	Agregado amplio M3 real	62
Gráfico 35	Crecimiento real anual de la cartera bruta de los establecimientos de crédito	64
Gráfico 36	Calidad de la cartera por tipo de crédito: (cartera riesgosa/cartera bruta)	64
Gráfico 37	Indicador de cubrimiento	65
Gráfico 38	Otros indicadores de cubrimiento	66
Gráfico 39	Rentabilidad del activo	66
Gráfico 40	Relación de solvencia de los establecimientos de crédito	66
Gráfico 41	A. Tasa de cambio nominal B. Devaluación nominal anual	67 67
Gráfico 42	Índice de la tasa de cambio real	69
Gráfico 43	Medidas alternativas de tasa de cambio real	71
Gráfico 44	Índice de tasa de cambio real	72
Gráfico 45	Medidas alternativas de tasa de cambio real y largo plazo	72
Gráfico 46	Términos de intercambio	73
Gráfico 47	EMBI+ Colombia y Latinoamérica	73
Gráfico 48	Inversión extranjera directa en Colombia	73
Gráfico 49	Flujos de capital de corto plazo, sector privado	74
Gráfico 50	Ingresos por remesas de trabajadores	75
Gráfico 51	Diferencial de productividad EE. UU./Colombia e ITCR bilateral	75
Gráfico 52	A. Exportaciones tradicionales a los EE. UU. B. Exportaciones no tradicionales a los EE. UU.	79 79

Gráfico 53	Exportaciones no tradicionales a Venezuela	81
Gráfico 54	Composición de las exportaciones no tradicionales por países, 2005-2008	81
Gráfico 55	Crecimiento de importaciones de bienes de consumo duradero y no duradero	83
Gráfico 56	Reservas internacionales/PIB	104
Gráfico 57	Reservas internacionales como meses de importaciones de bienes	104
Gráfico 58	A. Reservas internacionales/amortizaciones	105
	B. Reservas internacionales/servicio de la deuda externa	105
	C. Reservas internacionales/ (déficit en cuenta corriente + amortizaciones)	105
Gráfico 59	Rendimientos de las reservas internacionales, 2003-2008	109
Gráfico 60	Comportamiento de los bonos de los Estados Unidos a dos años frente a los fondos federales	109

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Evolución de los pronósticos de crecimiento real de nuestros socios comerciales	15
Cuadro 2	Inflación y tasas de interés en algunos países desarrollados y emergentes	20
Cuadro 3	Descomposición de la inflación según presiones alcistas a junio de 2008	26
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	33
Cuadro 5	Crecimiento real anual del PIB sectorial	36
Cuadro 6	Indicadores del mercado laboral	38
Cuadro 7	Indicadores de seguridad social en el total nacional	41
Cuadro 8	Fuentes de la base monetaria, variación trimestral	59
Cuadro 9	Principales cuentas del balance de los establecimientos de crédito sin FEN	61
Cuadro 11	Cartera bruta del sistema financiero	63
Cuadro 10	Oferta monetaria ampliada: M3 público y privado	63
Cuadro 12	Tasa de cambio nominal: moneda extranjera frente al dólar	68
Cuadro 13	Tasa de cambio real bilateral: peso colombiano frente a moneda extranjera	69
Cuadro 14	Reintegros netos por inversión extranjera directa y suplementaria, enero-junio de 2007 y 2008	74
Cuadro 15	Variación en la tasa de crecimiento del PIB	75
Cuadro 16	Operaciones de compra-venta de divisas del Banco de la República	76
Cuadro 17	Exportaciones clasificadas por principales productos y sectores económicos	77
Cuadro 18	Exportaciones de bienes no tradicionales de Colombia por país de destino	78
Cuadro 19	Exportaciones a los Estados Unidos	80
Cuadro 20	Crecimiento de las exportaciones totales a los Estados Unidos	80
Cuadro 21	Exportaciones a Venezuela	81
Cuadro 22	Importaciones FOB según clasificación Cuode	82
Cuadro 23	Importaciones según sectores	83
Cuadro 24	Comercio exterior y balanza comercial por zonas económicas	85
Cuadro 25	Balanza de pagos de Colombia (resumen)	86
Cuadro 26	Inversión extranjera directa en Colombia según actividad económica	88
Cuadro 27	Flujo neto de inversión del exterior en Colombia, según la balanza de pagos y el país de origen	88
Cuadro 28	Balanza de capital y financiera	89
Cuadro 29	Supuestos básicos de la proyección de la balanza de pagos de Colombia	91
Cuadro 30	Proyección de la balanza de pagos de 2008	92
Cuadro 31	Sector público consolidado: balance fiscal	98
Cuadro 32	Gobierno nacional central: balance fiscal	99
Cuadro 33	Sector público consolidado: balance fiscal	100
Cuadro 34	Indicadores de las reservas internacionales de Colombia	103
Cuadro 35	Composición de las reservas internacionales	108
Cuadro 36	Tasas de rendimiento de los portafolios del tramo de inversión	109
Cuadro 37	Estado resumido de pérdidas y ganancias del Banco de la República	111
Cuadro 38	Pérdidas y ganancias del Banco de la República	112
Cuadro 39	Balance del Banco de la República	115
Cuadro 40	Estado de pérdidas y ganancias del Banco de la República	117

JUNTA DIRECTIVA

Presidente

Óscar Iván Zuluaga Escobar
Ministro de Hacienda y Crédito Público

Directores

Carlos Gustavo Cano Sanz
Juan José Echavarría Soto
Juan Mario Laserna Jaramillo
Fernando Tenjo Galarza
Leonardo Villar Gómez

Gerente General

José Darío Uribe Escobar

Bogotá, D. C., 1 de agosto de 2008

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

Estimados señores:

La Junta Directiva del Banco de la República, de conformidad con lo previsto en el artículo 5° de la Ley 31 de 1992, presenta a la consideración del Congreso de la República un informe donde se señalan los resultados macroeconómicos en lo corrido de 2008. Igualmente, se presentan 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 las proyecciones de la situación financiera del Banco de la República para el año 2008.

Con un atento saludo,



José Darío Uribe Escobar
Gerente General

INTRODUCCIÓN

El propósito central de este Informe al Congreso es ofrecer los elementos suficientes para explicar la coyuntura económica y así lograr un diagnóstico acertado sobre las perspectivas a mediano y largo plazos en materia de inflación y crecimiento.

La inflación anual al consumidor se aceleró durante el primer semestre del presente año hasta alcanzar un nivel de 7,2%, frente al 5,7% con el que cerró el año 2007. De esta forma, la inflación ha continuado alejándose del rango meta de 3,5% a 4,5% fijado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para el año 2008. Por su parte, el crecimiento de la economía colombiana durante el primer trimestre de 2008 fue de 4,1%, frente a un registro de 8,4% en el último trimestre de 2007. Para comprender este comportamiento se requiere un análisis detallado de las fuerzas económicas que a nivel nacional e internacional están afectando el desempeño económico colombiano. En este contexto, el propósito central de este *Informe al Congreso* es ofrecer los elementos suficientes para explicar la coyuntura económica y así lograr un diagnóstico acertado sobre las perspectivas a mediano y largo plazos en materia de inflación y crecimiento.

El crecimiento económico de 4,1% durante el primer trimestre de 2008 muestra una desaceleración; sin embargo, este crecimiento aún se compara de manera favorable con el promedio histórico trimestral desde 1978 (3,7%).

Según la nueva metodología para la medición del producto interno bruto (PIB), las cifras más recientes del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) muestran que en el año 2007 se alcanzó un crecimiento de 8,2% —superior al 7,5% divulgado inicialmente—. Este resultado fue motivado por una rápida expansión de la demanda interna, que aumentó 10%, jalonada principalmente por los fuertes incrementos de la inversión (23%) y del consumo (6,3%).

El crecimiento económico de 4,1% durante el primer trimestre de 2008 muestra una desaceleración, ya sea en comparación con la cifra para todo el año 2007 o con la del último trimestre de dicho año. A pesar de la reducción observada en el ritmo de actividad, el crecimiento del primer trimestre de 2008 aún se compara de manera favorable con el promedio histórico trimestral desde 1978 (3,7%). Pero quizá es más importante mencionar que durante el primer trimestre del año existieron razones puntuales que contribuyeron a acentuar la desaceleración. Como se explica en el texto del Informe, tales circunstancias tuvieron que ver con el menor número de días hábiles —puesto que la Semana Santa de este año se situó en marzo, sucedida por un lunes festivo—; el cese de actividades de Cerromatoso,

La desaceleración registrada en el primer trimestre de 2008 se venía anticipando desde hacía varios meses, si se tiene en cuenta el cambio en las condiciones económicas tanto internas como externas.

que se extendió entre el 27 de febrero y el 31 de marzo, y el cambio de alcaldes y gobernadores, lo que retrasó la contratación pública en las entidades territoriales. De hecho, las cuentas fiscales de las entidades territoriales en el primer trimestre exhibieron un superávit de 0,7% del PIB, cifra bastante alta si se compara con el superávit obtenido en el mismo trimestre del año 2007 (0,2%), lo cual refleja una lenta ejecución presupuestal. Ello explica la disminución de 25% en las obras civiles, que de manera directa impactó negativamente en 0,8 pp el crecimiento del PIB. Excluyendo tal rubro, el crecimiento del PIB habría sido de 5,1%.

No obstante, aún dejando de lado estos elementos puntuales, el crecimiento del producto sufrió una desaceleración importante en el primer trimestre de 2008. Este evento se venía anticipando desde hacía varios meses, si se tiene en cuenta el cambio en las condiciones económicas tanto internas como externas.

En primer término, cabe mencionar la acción de la política monetaria. Como se ha explicado ampliamente en informes anteriores, por medio de incrementos sucesivos de la tasa de interés y de aumentos del encaje bancario, la política monetaria ha buscado moderar la expansión de la demanda agregada, para hacerla más compatible con la capacidad potencial de la economía. Al respecto, recuérdese que en 2007 la demanda interna aumentó 10%, ritmo que sobrepasó significativamente el crecimiento del PIB potencial, agudizando con ello las ya importantes presiones inflacionarias provenientes de los choques a los precios de los alimentos y del petróleo, y ampliando aún más el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. La evidencia disponible indica que la transmisión de la política monetaria ya se viene dando, como lo muestran el incremento de las tasas de interés de la economía y la moderación en el crecimiento de la cartera de crédito, que aumentó en promedio 21,7% entre enero y junio de 2008, frente a 35,3% en el mismo período de 2007. Ello ha comenzado a reflejarse en un menor ritmo de crecimiento del consumo de los hogares; así, durante el primer trimestre de 2008 la demanda interna creció 5,4%, tasa más coherente con la capacidad potencial de la economía. Esto sin duda reduce las presiones inflacionarias y contribuye a crear las condiciones propicias para un crecimiento sostenido sin inflación.

Otro factor por destacar como causa de la desaceleración, es el fuerte aumento de los precios de los alimentos, combustibles y otros productos básicos en lo que va de 2008.

Otro factor por destacar como causa de la desaceleración, es el fuerte aumento de los precios de los alimentos, combustibles y otros productos básicos en lo que va de 2008. Como se detalla en el documento, algo más del 80% de la aceleración de la inflación durante el primer semestre del presente año se explica por el alza en el precio de los alimentos. El resto de la presión inflacionaria se ha concentrado en el rubro de regulados, que agrupa a servicios públicos, transporte y gasolina. Es bien conocido que la demanda tanto de alimentos como de servicios públicos y combustibles es inelástica a los precios. Esto significa que el consumidor tiende a reducir menos que proporcionalmente el consumo de estos bienes ante un determinado incremento porcentual en sus precios. En consecuencia, el gasto total en este tipo de bienes aumenta cuando sus precios suben y, por tanto (dado un nivel de ingreso), el gasto en otros rubros se reduce. Esta es una de las razones que puede explicar la reciente caída en la demanda de los hogares por bienes distintos de alimentos y combustibles, con el consecuente desestímulo a la producción industrial.

Colombia al igual que otros países exportadores de productos básicos se vio afectada por el choque internacional a los precios de los alimentos, petróleo y diversos metales, el cual ha tenido un doble efecto.

Es importante mencionar que comparaciones internacionales muestran que cuanto menor es el ingreso per cápita de un país, mayor tiende a ser la ponderación de los alimentos en el índice de precios al consumidor (IPC) y, en consecuencia, también es mayor la transmisión de un incremento de los precios internacionales de los alimentos a la inflación total. En el caso de Colombia, los alimentos tienen una ponderación de 29,5% en la canasta familiar, por lo cual la respuesta de la inflación interna a lo que ocurra con los precios internacionales de alimentos es mayor en nuestro caso, frente a lo que ocurre en países desarrollados, donde los alimentos tienen menor importancia en el patrón de gastos del consumidor.

Ahora bien, Colombia al igual que otros países exportadores de productos básicos se vio afectada por el choque internacional a los precios de los alimentos, petróleo y diversos metales, el cual ha tenido un doble efecto. En vista de que Colombia importa una parte de materias primas y derivados del petróleo, los incrementos en los precios internacionales han aumentado los costos al productor. Como reflejo de esto y de los incrementos en los salarios industriales, al finalizar junio la inflación anual de precios al productor alcanzó 8%. En la medida en que los mayores costos reducen los márgenes de beneficio de los empresarios, se desincentiva la producción y el emprendimiento de nuevos proyectos. Por otro lado, en su calidad de exportador de petróleo, carbón, ferroníquel, oro, y otros *commodities*, el país se ha beneficiado de una significativa mejoría en sus términos de intercambio, que al manifestarse en una expansión de la demanda interna, puede aumentar la presión alcista sobre el nivel general de precios.

Por otra parte, las mayores expectativas de inflación, que de acuerdo con la información más reciente superan el 6% para 2008 y se mantienen por encima de 5% en horizontes más largos, incrementan las tasas de interés a largo plazo, lo cual empina la denominada curva de rendimientos. Esto último, junto con las mayores expectativas de inflación, genera un ambiente de incertidumbre y de menor rentabilidad esperada de los proyectos para el largo plazo, lo cual reduce la confianza y con ello la inversión y el consumo. De igual forma, el aumento de la inflación incrementa los costos de financiamiento de la vivienda.

En la comunidad internacional Colombia se destaca por haber tenido un manejo activo y oportuno de su política monetaria para contener las presiones inflacionarias descritas.

En la comunidad internacional Colombia se destaca por haber tenido un manejo activo y oportuno de su política monetaria para contener las presiones inflacionarias descritas. De una parte, el Banco de la República empezó a incrementar las tasas de interés de intervención desde abril de 2006 antes que otros países emergentes sometidos a los mismos choques internacionales. De otro lado, el ajuste de las tasas de interés de intervención en Colombia ha sido suficientemente grande como para lograr incrementos de las mismas en términos reales, y así asegurar efectividad en su propósito de moderar la demanda agregada. Aunque muchos otros países han aumentado sus tipos de interés oficiales, la subida de la inflación ha implicado que en la mayoría de ellos las tasas reales se hayan reducido, lo que significa que las condiciones monetarias se han vuelto más laxas, precisamente durante un período de repunte de la inflación. Sin embargo, en los meses recientes, varios bancos centrales han reaccionado aumentando sus tasas de interés.

La acción oportuna de la política monetaria ha logrado amortiguar las presiones inflacionarias sobre las distintas medidas de inflación básica, que excluyen de la canasta aquellos productos sujetos a choques de oferta (o externos), como ocurre con los alimentos y el petróleo.

La acción oportuna de la política monetaria ha logrado amortiguar las presiones inflacionarias sobre las distintas medidas de inflación básica, que excluyen de la canasta aquellos productos sujetos a choques de oferta (o externos), como ocurre con los alimentos y el petróleo. Si bien, como se muestra en el Informe, las diferentes medidas de inflación básica tuvieron un repunte importante entre mediados de 2006 y el primer trimestre de 2007, posteriormente han tendido a moderar su crecimiento, a medida que los efectos de la política monetaria se van transmitiendo a la economía. En particular, la medida de inflación básica, que excluye del IPC los alimentos y los regulados, se ha mantenido estable (alrededor del 4%). Sin embargo, otras medidas de inflación básica continúan mostrando alguna tendencia al alza, reflejando cierto contagio de la inflación total. A pesar de que se trata sólo de medidas técnicas, pues la inflación total es la que le importa al consumidor, la inflación básica permite identificar hasta qué punto persisten presiones de demanda.

En el primer semestre la JDBR también actuó en el campo de la política cambiaria; de hecho, el Banco de la República ha venido utilizando mecanismos de subastas para acumulación de reservas internacionales con el objeto de incrementar su nivel. Al concluir el primer semestre se habían comprado US\$1.035 millones (m), con lo cual las reservas internacionales alcanzaban un valor de US\$22.848 m.

En una medida reciente, la JDBR determinó que a partir del 20 de junio se acumularán diariamente US\$20 m a través de subastas de compra directa, con lo cual al terminar el año el Emisor habrá comprado cerca de US\$3.500 m. Para compensar los efectos monetarios de esta intervención, entre otras medidas, la JDBR modificó el régimen de encaje bancario, eliminando el marginal y elevando el ordinario. El propósito de esta decisión es básicamente precautelativo, pues ante un contexto externo incierto, un mayor nivel de reservas reduce la vulnerabilidad de la economía y aumenta la confianza de los inversionistas.

Este Informe presenta al Congreso un diagnóstico objetivo de la situación económica, sin desconocer los problemas existentes y las limitaciones de los instrumentos de política. La estrategia monetaria ha actuado guiada por el esquema de *inflación objetivo* (adoptado hace una década), pero sin abandonar su preocupación por lograr el máximo crecimiento posible de la actividad económica que sea sostenible. La preocupación por una apreciación excesiva del peso también ha estado presente en las decisiones de la Junta Directiva del Banco, la cual ha mantenido sobrecostos al ingreso de capitales externos y ha intervenido de manera fuerte en el mercado cambiario, siempre con la premisa fundamental de mantener la capacidad adquisitiva del peso. La lectura del Informe permitirá apreciar que, aunque los problemas enfrentados no han sido fáciles, la acción oportuna y decidida de la política monetaria deberá conducir la inflación hacia su meta de largo plazo, en un contexto de crecimiento sostenible.

Este Informe enfatiza el contexto externo, para ayudar a comprender las condiciones que actualmente influyen sobre la economía colombiana. Está compuesto de ocho capítulos: el primero trata sobre la coyuntura internacional y el dilema actual

La política monetaria ha actuado guiada por el esquema de inflación objetivo (adoptado hace una década), pero sin abandonar su preocupación por lograr el máximo crecimiento posible de la actividad económica que sea sostenible.

En este Informe se enfatiza el contexto externo, para ayudar a comprender las condiciones que actualmente influyen sobre la economía colombiana.

de los bancos centrales en el mundo; el segundo presenta la inflación en lo corrido de 2008 y cuáles son las perspectivas para lo que resta del año. En el tercer capítulo se hace una evaluación del ritmo de crecimiento de la economía colombiana, junto con la situación del empleo y sus perspectivas, mientras que en el cuarto se explica en detalle la política monetaria y se analizan los indicadores del sistema financiero. El capítulo quinto analiza la situación del sector externo colombiano, el comportamiento de la tasa de cambio y los resultados de la balanza de pagos al primer trimestre de 2008 y sus perspectivas. En el capítulo sexto se presenta la situación fiscal, y en el séptimo se discute sobre el nivel actual de las reservas internacionales. El Informe finaliza con la presentación de los estados financieros del Banco de la República y su proyección para 2008.

I. CONTEXTO INTERNACIONAL Y EL DILEMA DE LOS BANCOS CENTRALES EN EL MUNDO

Para el segundo semestre es probable que Colombia se enfrente a un crecimiento mundial más débil a una tasa de interés más elevada que la registrada en la primera mitad del año.

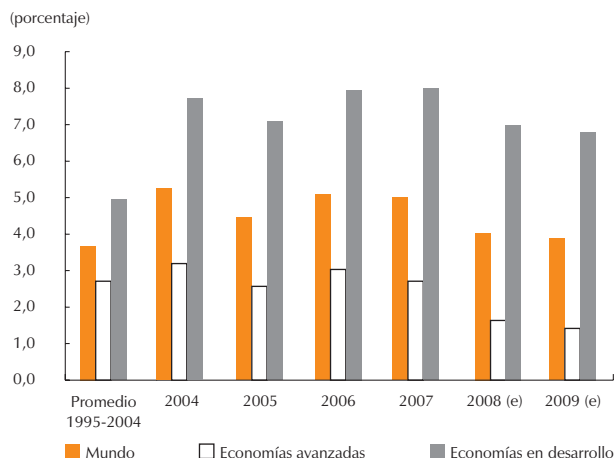
Durante los últimos tres años el mundo creció, en términos reales, a las tasas más elevadas que se han observado desde la primera mitad de los setenta. Esta tendencia fue liderada principalmente por las dinámicas de países en desarrollo (Gráfico 1). No obstante, lo observado en lo corrido de 2008 y las proyecciones para los siguientes seis trimestres revelan una reducción importante en dicho ritmo de crecimiento global, aunque de mayor magnitud en países desarrollados.

Las crisis hipotecaria y financiera de los Estados Unidos que se inició en agosto de 2007 y se extendió posteriormente a algunos países de Europa, afectó

las condiciones de financiamiento tanto de empresas como de las familias y deterioró el ingreso disponible de los hogares, convirtiéndose en el primer hecho que generó un menor crecimiento en las economías desarrolladas. En adición, el incremento en los precios del petróleo y de las materias primas, no solo afectó de manera negativa la oferta, al aumentar los costos de producción de las empresas, sino también disminuyó el gasto destinado a otros bienes, y deterioró la confianza de los consumidores e inversionistas. Estos sucesos han afectado el crecimiento de la demanda agregada de economías avanzadas.

Para los Estados Unidos se espera en promedio un crecimiento de 0,8% en el presente año y de 1,0% para 2009, cifras que son cerca de la mitad de lo registrado

Gráfico 1
Crecimiento real del PIB mundial



(e) estimado.
Fuentes: WEO, FMI, cálculos del Banco de la República.

Lo observado en lo corrido de 2008 y las proyecciones para los siguientes seis trimestres revelan una reducción importante en el ritmo de crecimiento mundial.

en 2007¹. Para otros países desarrollados que son socios comerciales de Colombia, como la zona del euro y Japón, sucede algo similar, aunque es menor la desaceleración proyectada (Cuadro 1).

Por su parte, el desempeño en la actividad económica de países emergentes se ha destacado en los últimos años, no sólo como consecuencia de favorables términos de intercambio sino de reformas estructurales que han disminuido, en parte, la gran vulnerabilidad hacia el contexto externo que antes presentaban estas economías. De todos modos, el debilitamiento de los países industrializados ya ha afectado a algunas economías en desarrollo, lo que ha dependido de factores como: i) el grado de importancia en la relación comercial con los Estados Unidos; ii) la dependencia que tienen las exportaciones y los ingresos fiscales, de los precios internacionales de bienes básicos; iii) el estado del ciclo económico y las acciones de política monetaria, y iv) los desequilibrios tanto en la cuenta corriente como de capitales, entre otros.

Cuadro 1
Evolución de los pronósticos de crecimiento real de nuestros socios comerciales (porcentaje)

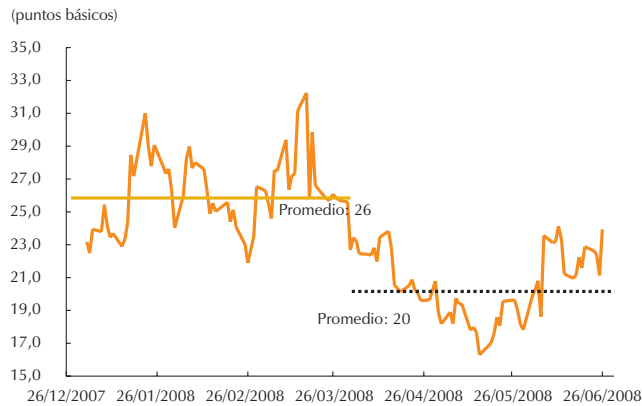
	Observado			Proyecciones	
	2005	2006	2007	2008	2009
Principales socios					
Estados Unidos	3,1	2,9	2,2	0,8	1,0
Zona del euro	1,6	2,8	2,6	1,7	1,5
Venezuela	10,3	10,3	8,6	5,8	4,0
Ecuador	6,0	3,9	2,0	2,5	2,5
Otros socios					
Japón	1,9	2,4	2,1	1,4	1,5
China	9,9	10,4	11,2	10,0	9,5
Perú	6,6	7,6	9,0	7,8	6,5
México	3,2	4,8	3,2	2,6	3,1
Chile	5,6	4,3	5,1	4,0	4,6
Argentina	9,2	8,5	8,7	6,3	4,3
Brasil	3,2	3,8	5,4	4,8	3,9
Bolivia	4,4	4,8	4,6	4,6	4,5
Países desarrollados	2,6	3,0	2,7	1,6	1,4
Países en desarrollo	7,1	7,9	8,0	7,0	6,8
Total mundial	4,4	5,1	5,0	4,0	3,9

Fuentes: Bloomberg, Datastream, Consensus Forecast y Banco de la República.

El debilitamiento de los países industrializados ya ha afectado a algunas economías en desarrollo.

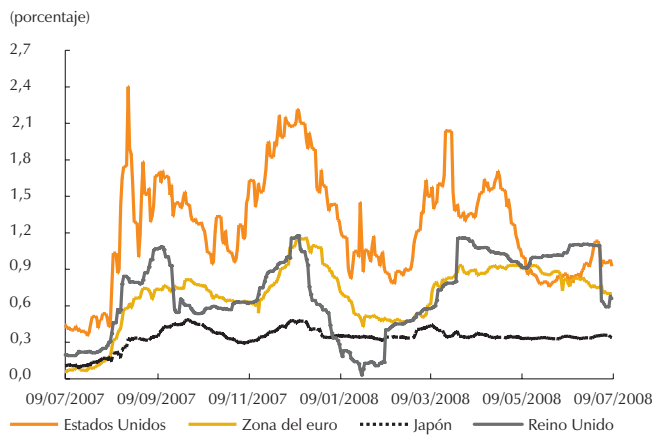
1 Según fuente Blomberg, en promedio el mercado proyecta crecimientos de 1,5% y 1,8% para 2008 y 2009, respectivamente.

Gráfico 2
Índice de volatilidad en los mercados financieros (VIX)



Fuentes: Bloomberg.

Gráfico 3
Mercado interbancario, tasas *libor* frente *T-bill* a tres meses



Fuentes: Reserva Federal de los Estados Unidos y Bloomberg.

No obstante, a pesar de la mayor liquidez en los mercados interbancarios, la diferencia entre el costo del endeudamiento de los gobiernos y de los bancos continúa siendo elevada.

El impacto de dichas dinámicas de desaceleración económica e inflación se ha visto reflejado en la gran volatilidad de los mercados financieros durante el año (Gráfico 2). Sin embargo, se registra una diferencia importante entre el comportamiento del primer y segundo trimestres del año en curso. Entre enero y marzo la incertidumbre sobre la estabilidad del sistema financiero de los Estados Unidos y de la Unión Europea causó fuertes recomposiciones de portafolios internacionales en busca de activos con gran liquidez, corta duración y bajo riesgo del emisor. Durante el segundo trimestre se presentó un movimiento moderado hacia activos con mayor rentabilidad, en un ambiente de menor volatilidad en los mercados de capitales. Parte de este comportamiento se ha explicado por las fuertes inyecciones de liquidez de los bancos centrales de economías desarrolladas² y el menor deterioro frente a lo esperado en la actividad económica de los Estados Unidos. No obstante, a pesar de la mayor liquidez en los mercados interbancarios (Gráfico 3), la diferencia entre el costo del endeudamiento de los gobiernos y de los bancos continúa siendo elevada. Lo anterior, sumado al debilitamiento en los balances del sistema financiero por pérdidas en valoración y expectativas de desaceleración económica, sigue perjudicando el acceso al crédito de los hogares y empresas en economías desarrolladas.

En cuanto al desempeño de los mercados financieros emergentes, un determinante importante han sido los precios internacionales de las materias primas, los cuales se han mantenido en niveles elevados, a pesar de la volatilidad en los mercados de capitales y de los movimientos en la cotización del dólar frente a otras monedas fuertes.

De esta manera, aunque no se descartan factores especulativos en la creciente demanda por estos bienes, hay una gran incidencia de aspectos fundamentales del mercado, en los que se incluye una oferta insuficiente para varios de estos bienes básicos. En el mercado de renta fija, aunque se ha incrementado la percepción de riesgo de la deuda soberana de países en desarrollo frente a aquella considerada como libre de riesgo, dicha reacción continúa siendo inferior a la observada en anteriores episodios de estrés financiero y es menor a la reacción presentada en bonos corporativos de similar calificación en países desarrollados (Gráfico 4). En el mercado de

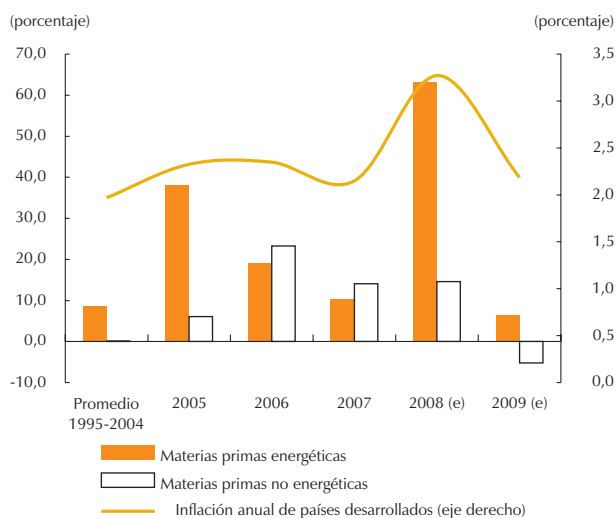
² Incluida la intervención de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) en el caso de Bear Stearns.

Gráfico 4
EMBI y *spread* de los bonos corporativos
de los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 5
Inflación de las materias primas e inflación
de países desarrollados



(e) estimado.

Fuentes: WEO, FMI, cálculos del Banco de la República.

renta variable, el comportamiento de las principales bolsas emergentes ha sido volátil y sin una tendencia definida.

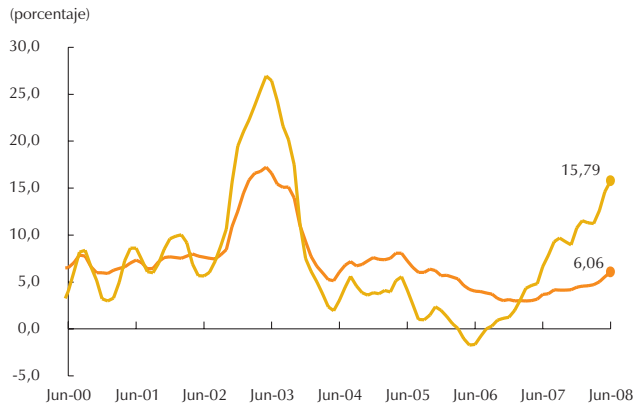
En cuanto a la inflación, el ambiente de desaceleración en la actividad económica de países desarrollados ha estado acompañado de incrementos en el nivel general de precios, generado principalmente por el aumento en las cotizaciones de materias primas (Gráfico 5). Aunque las proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) para el próximo año mostrarían un cambio en la tendencia de aceleración del precio de tales bienes, proveniente de la menor demanda esperada en economías avanzadas, existen riesgos elevados por efectos de segunda vuelta que podrían presionar al alza el nivel total de precios en los próximos trimestres, con posibles consecuencias sobre las expectativas de inflación de largo plazo, que aún permanecen controladas en dichas economías.

Diferentes analistas han identificado como el principal origen de las alzas en los precios del petróleo y de varios alimentos que sirven para generar biocombustibles, a un desequilibrio estructural, dado el rápido crecimiento de la demanda de países en desarrollo, frente a la oferta rezagada y limitada por problemas de capacidad física y tecnológica en países productores de estos bienes. Factores geopolíticos, climáticos y de inversión, que podrían tener un carácter temporal, también han contribuido a exacerbar el incremento de precios de estos bienes. Esta situación ha afectado los costos de producción de las empresas y el ingreso disponible de los hogares y, en la medida en que perdure, su efecto podría asimilarse a un choque negativo a la productividad.

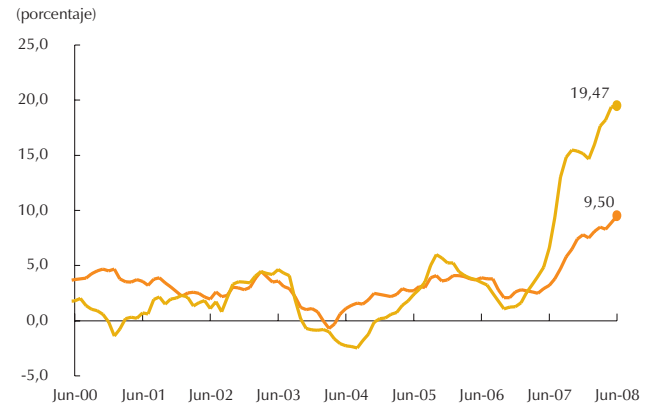
Como en las economías emergentes el gasto en alimentos tiene un alto peso en la canasta del consumidor, el incremento de sus precios ha afectado en mayor proporción la inflación de estas economías que la de países desarrollados. Este hecho genera mayor vulnerabilidad a posibles efectos de segunda ronda y ha incrementado las expectativas de inflación de largo plazo en algunos de ellos. Como se observa en el Gráfico 6, similar a lo ocurrido en Colombia, varios países latinoamericanos han registrado fuertes incrementos en los precios de los alimentos en los anteriores trimestres, y esto ha impactado de manera importante el comportamiento del índice total de precios.

Gráfico 6
Inflación total y de alimentos en algunos países de la región

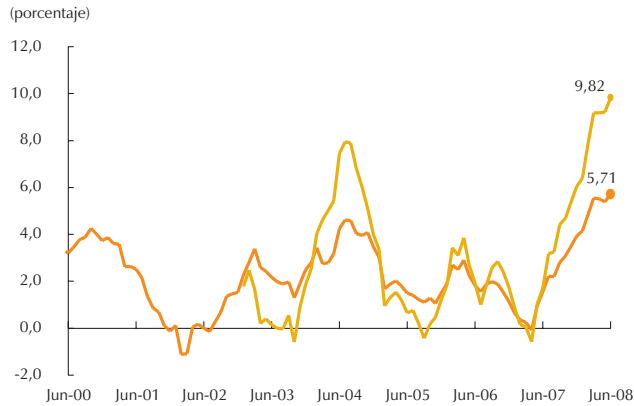
A. Brasil



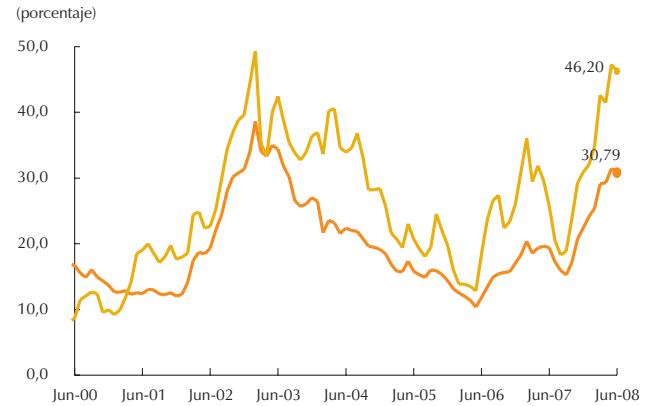
B. Chile



C. Perú



D. Venezuela



— Total

— Alimentos

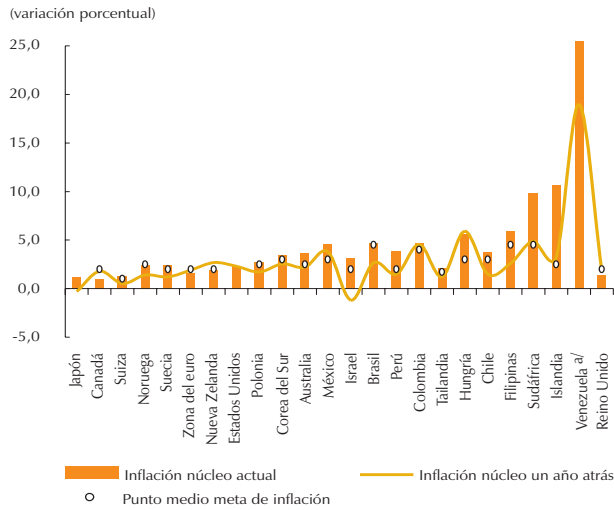
Fuentes: Bloomberg y páginas electrónicas de los bancos centrales.

De todos modos, en varios países, y especialmente en los emergentes, las alzas en los precios también se han reportado en las medidas de inflación núcleo, las cuales excluyen los alimentos y los bienes energéticos (Gráfico 7). Esto último puede tener origen en presiones de demanda, en políticas monetarias laxas o, en que el cambio en el precio de los alimentos y energéticos se está transmitiendo al resto de la canasta.

Por todo lo anterior, se ha revivido el dilema presentado en los años setenta, en el cual un choque transitorio en los precios de productos básicos se tradujo en una inflación generalizada. El Gráfico 8 muestra las variaciones de los precios internacionales de los alimentos y del petróleo, así como la inflación para los consumidores, entre 1970 y 1977. Allí se aprecia el significativo aumento de los precios de los alimentos y del petróleo que se registró en los primeros años de esa década, posterior al cual la inflación al consumidor en los Estados Unidos se estabilizó en su nivel más alto, pasando de tasas de uno a dos dígitos. La respuesta de las

El incremento en la inflación se ha presentado tanto en las economías desarrolladas como en los países emergentes.

Gráfico 7
Inflación anual núcleo

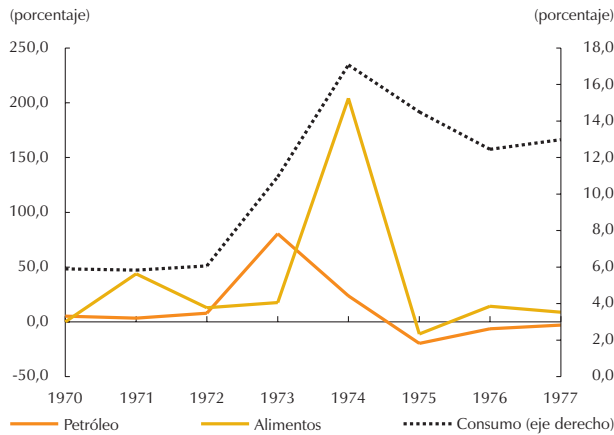


Nota: Japón, Estados Unidos y Venezuela no tienen programas explícitos de metas de inflación.

a/ La inflación núcleo actual para Venezuela es 34,0%.

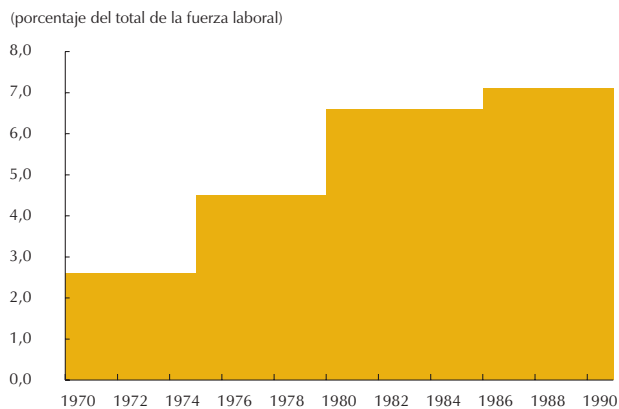
Fuentes: Banco de la República y bancos centrales de los países.

Gráfico 8
Inflación mundial, 1970-1977



Fuente: FMI.

Gráfico 9
Desempleo OCDE, 1970-1990



Fuente: Layard, Nickell and Jackman (1998).

autoridades económicas de la época no fue elevar las tasas de interés sino permitir que éstas cayeran a niveles negativos en términos reales, por cuanto consideraron que la inflación se debía a eventos aislados en los mercados de alimentos y energía, y no a excesos de demanda. Las consecuencias se vieron reflejadas no solo en mayor inflación sino también en mayores tasas de desempleo (Gráfico 9).

En la actual coyuntura, las respuestas de los bancos centrales han sido variadas en línea con los diferentes ciclos y choques que comparten las regiones alrededor del mundo. En los Estados Unidos, con posterioridad al estallido de la crisis de agosto de 2007, la Reserva Federal (Fed) redujo ampliamente sus tasas de interés de referencia y ha utilizado todas las herramientas disponibles para evitar presiones de liquidez en los mercados interbancarios y riesgos de insolvencia en las entidades financieras. Las políticas adoptadas por la Fed se sustentaron en mitigar el riesgo sobre la estabilidad económica originado por los sectores financiero e hipotecario en estado crítico y en la caída esperada de la demanda para los próximos trimestres. Sin embargo, más recientemente, las expectativas de inflación de largo plazo se están incrementando y se corre el riesgo de que se presenten efectos de segunda ronda del aumento en los precios de los alimentos y los combustibles; por esta razón, el mercado calcula al menos un incremento en las tasas de interés en ese país antes de finalizar el año.

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE), que mantuvo sus tasas de referencia inalteradas durante un año de amplio estrés financiero, incrementó dichas tasas en 25 puntos básicos (pb) en el pasado mes de junio por temores inflacionarios. La razón principal que podría explicar la diferencia de comportamiento entre ambas entidades se relaciona con una demanda agregada observada y proyectada menos débil en Europa.

Como se muestra en el Cuadro 2, la mayoría de los países emergentes con metas de inflación explícitas, no la alcanzaron en 2007. De igual forma, la respuesta generalizada en el presente año ha sido un incremento en la tasa de interés de referencia. Dentro de estos últimos, e inclusive si se tienen en cuenta algunos países desarrollados, Colombia se destaca por ser uno de los

Cuadro 2
Inflación y tasas de interés en algunos países desarrollados y emergentes

Países	Meta ^{a/}	2007 (diciembre)		Inflación			Tasa de los bancos centrales ^{c/}	
		Alimentos	Total	Alimentos	Total	Expectativas a diciembre	Jun-08	Promedio 2006-2008
EE.UU.	-	4,83	4,08	5,17	5,00	4,10	(2,18) ^{b/}	1,35
Zona del euro	2,00	4,80	3,10	6,4 ^{b/}	3,80 ^{b/}	3,00	0,2 ^{b/}	1,06
Canadá	1,00-3,00	1,64	2,40	1,86 ^{b/}	2,2 ^{b/}	2,00	0,8 ^{b/}	2,05
Colombia	3,50-4,50	8,51	5,69	11,98	7,18	5,92	2,57	2,94
Brasil	4,50	10,77	4,46	15,79	6,06	6,08	6,19	9,00
Chile	2,00-4,00	15,16	7,8	19,47	9,5	5,50	(2,75)	0,61
Venezuela	-	30,90	22,5	49,60	32,2	28,70	(11,45)	(1,33)
México	3,00	6,00	3,76	9,34	5,26	4,74	2,52	3,37
Perú	1,00-3,00	6,04	3,93	9,82	5,71	4,00-4,50	0,04	2,13
China	-	16,70	6,50	17,30	7,1	7,00	0,37	2,49
Israel	1,00-3,00	6,30	3,40	13,40	5,40 ^{b/}	4,10	(1,9) ^{b/}	2,56
Sudáfrica	3,00-6,00	13,50	9,0	17,00 ^{b/}	11,7 ^{b/}	10,10	(0,20) ^{b/}	2,44
Turquía	4,00	12,03	8,39	13,96	10,61	9,55	5,64	7,02
Indonesia	4,00-6,00	11,26	6,59	19,13	10,38 ^{b/}	10,00	(2,09) ^{b/}	-2,69

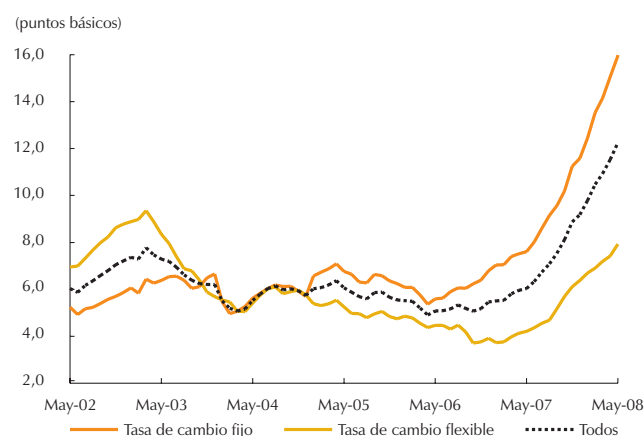
a/ Meta para años 2007 y 2008.

b/ Dato de mayo de 2008.

c/ Tasa nominal deflactada con la inflación total.

Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

Gráfico 10
Inflación promedio en países emergentes según su régimen cambiario



Fuentes: Bloomberg y bancos centrales.

primeros que empleó su política monetaria para evitar el aumento de la inflación.

Con respecto al régimen cambiario, la apreciación del tipo de cambio, más evidente en las economías emergentes en los años recientes, ha sido el resultado tanto de los aumentos en los términos de intercambio que enfrentan dichas economías, como de las entradas de capital en cuantías importantes, producto del debilitamiento del dólar y de los excesos de liquidez de la economía mundial. De esta forma, las ventajas del tipo de cambio flexible han sido notorias, ya que ha contribuido a compensar en gran parte el aumento de los precios internacionales de los bienes básicos (*commodities*) (Gráfico 10).

De todo lo anterior se puede afirmar que la desaceleración observada y proyectada de las economías desarrolladas ha sido más marcada que la registrada y esperada en el promedio de países emergentes. Sin embargo, se debe tener en cuenta que varios de los principales socios comerciales de Colombia, tales como los Estados Unidos, la zona del euro, Venezuela y Ecuador, han mostrado una desaceleración

más pronunciada que el resto de las economías. En lo que se refiere a la inflación, el incremento de ésta ha sido un fenómeno generalizado a nivel mundial, en especial debido al aumento en el precio de los alimentos y los combustibles. Por lo anterior, es probable que en el segundo semestre Colombia se enfrente a un crecimiento mundial más débil y a una tasa de interés internacional más elevada que la registrada en la primera mitad del año.

Recuadro 1 EVOLUCIÓN RECIENTE DEL PRECIO DEL PETRÓLEO

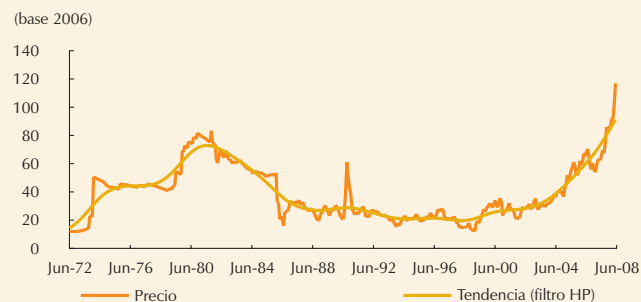
El incremento en el precio del barril de petróleo, que en enero de 2007 se encontraba en US\$50 y a junio superaba los US\$140, ha alimentado la incertidumbre para la actividad económica y la inflación mundial. El precio de esta materia prima, relativo al aumento de los precios de la canasta estadounidense¹, ha superado desde el año pasado los niveles de la principal crisis de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) a finales de los años setenta, mostrando un empujamiento sin precedentes en la tendencia de dicho precio relativo (Gráfico R1.1).

La respuesta de un banco central ante el incremento en los precios del crudo va a depender de la duración de los mismos, de las expectativas inflacionarias que ello genere, así como de los efectos sobre el crecimiento económico y la productividad que envuelven dichas dinámicas. Por tal motivo, el objetivo en este recuadro es analizar las causas que han generado dicho fenómeno y poder dar algunos argumentos sobre la sostenibilidad del mismo en los próximos trimestres.

Antes de analizar las causas estructurales y coyunturales del incremento en los precios del crudo, es importante conocer la estructura de la demanda y oferta global de este bien básico. En el Cuadro R1.1 se observa el déficit entre producción y consumo a nivel global durante el año 2007 y la correspondiente reducción en los inventarios de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE)². En el Gráfico R1.2 también se muestra que al primer trimestre de 2008 más del 15% de la producción mundial está concentrada en países que han mostrado incertidumbre política o políticas económicas antimercado (Irán, Iraq, Nigeria y Venezuela). Por su parte, en el consumo mundial se destaca la participación de China (9%), Latinoamérica (9%) y Europa, Oriente Medio y África (EMEA, por su sigla en inglés) (16%), aunque los Estados Unidos y Europa mantienen la mayor proporción.

Dentro de las causas estructurales que podrían haber generado un reajuste en los precios internacionales del crudo desde 2007, se observan dinámicas tanto por presión de oferta como por mayor demanda.

Gráfico R1.1
Precios “reales” del barril de petróleo



Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

Cuadro R1.1
Petróleo: balance entre oferta y demanda mundial

	2005	2006	2007	2008 (proy)	2009 (proy)
Producción ^{a/}	84,36	84,98	85,18	87,91	89,74
Consumo ^{a/}	83,68	84,46	86,03	87,51	89,37
Balance ^{a/}	0,68	0,52	(0,85)	0,40	0,37
Inventarios totales	2.597	2.684	2.548	2.630	2.709

a/ Millones de barriles por día.
(proy) proyectado.
Fuente: International Energy Agency (IEA).

Por el lado de la oferta, la principal preocupación se relaciona con su estancamiento, que aunque sigue respondiendo a los mayores precios internacionales, lo hace de manera más lenta, con un rezago más grande y con costos superiores a los que se veían en años anteriores³. Los principales motivos son:

- Restricciones físicas en cuanto a los límites de capacidad de varios campos maduros de oferta tradicional de crudo⁴.
- Restricciones tecnológicas que se presentan en la exploración y producción de alternativas no tradicionales, como mayores costos promedio de exploración, escasez de equipo y capital humano calificado,

1 IPC sin alimentos ni energía.

2 Las proyecciones del Cuadro R1.1 son tomadas del Cuadro 1 del informe trimestral más reciente de la Economist Intelligence Unit (abril de 2008). En la actualidad diversos agentes del mercado han presentado proyecciones de balance entre consumo y producción inferiores para 2008 y 2009.

3 Incluso, en muchos casos los mayores esfuerzos de inversión sólo mantienen los niveles de oferta, necesitando de un estímulo aún mayor para incrementar los niveles de producción a la par con la demanda.

4 Por ejemplo Rusia y Arabia Saudita, donde algunos estudios demuestran que se ha llegado a los picos de producción.

costos adjuntos a la utilización de recursos con fines energéticos, entre otros.

- Barreras de mercado y problemas geopolíticos en los principales países exportadores de crudo. Esto último ha generado menores niveles de inversión en exploración en países exportadores⁵ y ha trasladado flujos de capital internacionales hacia los destinos disponibles, pero no hacia los lugares más eficientes. Estos hechos han contribuido a que la capacidad de reposición de petróleo⁶ se haya reducido ampliamente durante estos últimos años, dejando poco espacio de maniobra⁷, especialmente en la OPEP, para suavizar los efectos potenciales de escasez que generan diversas noticias geopolíticas.

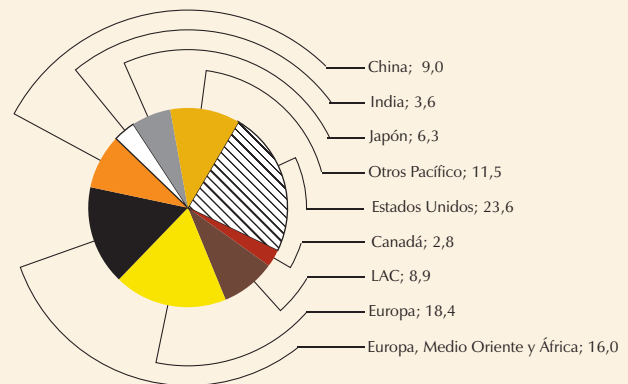
Por el lado de la demanda, la principal razón estructural que puede estar presionando los precios recientes es el aumento del consumo de petróleo de varios países en desarrollo. Sobre la sostenibilidad de un “choque de demanda”, en varios estudios⁸ se argumenta que aunque se desacelere moderadamente el crecimiento global en los próximos trimestres, la demanda energética permanecerá activa, debido a una escasa correlación de la misma con el ciclo económico, tanto por hábitos de consumo en economías desarrolladas como por la industrialización de zonas con rezago económico y por subsidios a los precios energéticos establecidos por los gobiernos locales de economías emergentes⁹. En la ausencia de una desaceleración marcada de la economía mundial y frente a rigideces importantes en el efecto de la inversión sobre la nueva producción de petróleo, serían los hábitos de consumo, la sustitución por diversas fuentes energéticas y la innovación tecnológica las variables que balancearían el actual distanciamiento entre el crecimiento de la demanda y la oferta de petróleo en los próximos años.

Un buen indicador de mercado de dichas dinámicas estructurales son los precios de los contratos a futuro de largo plazo, que históricamente carecen de la volatilidad de los

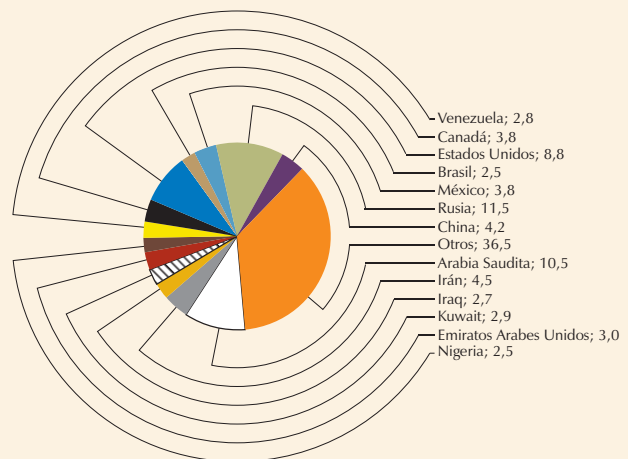
precios *spot* y que podrían estar más relacionados con la percepción de balances entre el consumo y la producción de la materia prima a diferentes plazos (Gráfico R1.3). A diferencia de períodos anteriores, en el auge reciente de los precios del petróleo, dichos contratos a futuro se han incrementado a la par con los precios *spot*, y aún no dan señales de encontrar

Gráfico R1.2

A. Demanda mundial de petróleo, I trim. 2008



B. Oferta mundial de petróleo, I trim. 2008



Fuente: IEA.

Gráfico R1.3
Precio del barril de petróleo



Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

- Recientemente no se han generado descubrimientos tradicionales de gran magnitud en estas economías.
- Concentrada en Arabia Saudita.
- Actualmente cercano al 4% de la demanda y con proyecciones a la baja.
- International Emergency Agency (IEA), Energy Information Administration (EIA) y Goldman Sachs.
- En el caso de la industrialización, varias regiones de China e India generan el mayor impacto sobre la demanda, y en el caso de controles de precios, tanto China, los países productores de petróleo de Oriente Medio y Latinoamérica tienen los mayores subsidios.

un equilibrio, mostrando la incertidumbre sobre el balance entre oferta y demanda futura del crudo. Entre 2004 y 2005 se generó un suceso similar con un reajuste de precios cercano a los US\$70 para el período 2005-2007, una vez se incentivó el crecimiento de la oferta por vías no tradicionales (biodiésel, gas natural líquido, etc.).

Otras de las explicaciones a las fuertes alzas en los precios del barril de petróleo se centran en la debilidad del dólar. Al depreciarse dicha moneda aumenta la demanda por el bien básico, dado que:

- Se incrementa el poder de compra del bien referenciado en dólares y se aumenta el costo de los insumos a precios de otras monedas.
- Los bancos centrales aumentan el nivel de sus reservas y se genera mayor liquidez. Estos recursos pueden estar siendo destinados nuevamente a la inversión de materias primas como el petróleo¹⁰.
- Se buscan activos que protejan al inversionista frente a la devaluación del dólar y la inflación estadounidense (como es el caso de los bienes básicos).

Otro factor importante en el alza del petróleo tiene que ver con los flujos de inversión de portafolio y posibles brotes

especulativos. Este bien básico es frecuentemente utilizado como cobertura para mitigar las caídas de precios de otros activos tradicionales como los títulos del tesoro de los Estados Unidos, acciones o bonos corporativos. Así mismo, ha aumentado su demanda especulativa para aprovechar la tendencia alcista que generan los fundamentales enunciados anteriormente. No obstante, se debe tener en cuenta que estos fenómenos pueden exacerbar las dinámicas de demanda y relacionarse con movimientos cíclicos de los precios en determinados momentos de tiempo, pero no pueden alterar estructuralmente ni la oferta ni la demanda del bien básico.

De esta manera, aunque diversos factores geopolíticos, climáticos y financieros pueden modificar los precios a lo largo de una tendencia (tanto al alza como a la baja), la situación actual del sector energético requiere de precios estructuralmente más elevados, que incentiven inversión costosa en un ambiente de restricciones políticas, geológicas y tecnológicas, y que modere de manera estructural el crecimiento de la demanda por crudo, particularmente en economías en desarrollo. Así, para el horizonte en que opera la política monetaria en Colombia (entre seis y ocho trimestres) es probable que se presenten precios del petróleo más elevados que los registrados en 2007, lo cual puede afectar las expectativas de inflación, la productividad y el crecimiento potencial del PIB¹¹.

10 Estadísticamente JP-Morgan no pudo rechazar la hipótesis de presentarse una causalidad contraria, es decir, que aumentos del precio del petróleo pueden generar debilidad en el dólar.

11 Para países productores y exportadores de crudo también se debe analizar el efecto de los incrementos en el precio del crudo sobre la demanda agregada (exportaciones e ingresos fiscales).

II. INFLACIÓN DURANTE EL PRIMER SEMESTRE DE 2008 Y PERSPECTIVAS

En el primer semestre de 2008 se presentó un incremento de la inflación en la mayoría de los países, incluida Colombia, debido, principalmente, al aumento de los precios del petróleo y de los alimentos. Hacia finales de año, es posible que la inflación presente reducciones frente a los altos niveles alcanzados en los últimos meses.

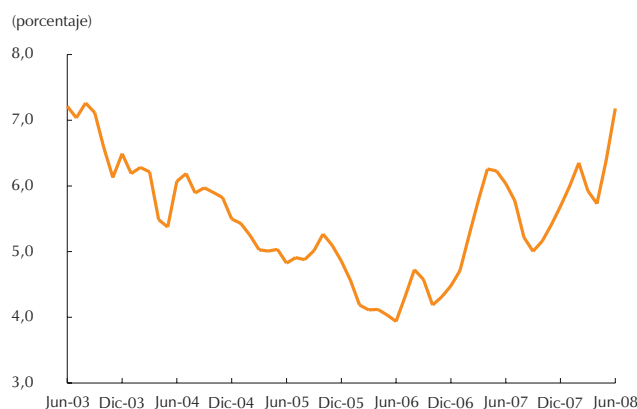
A. COMPORTAMIENTO RECIENTE

Como se describió en el capítulo anterior, en el primer semestre de 2008 se presentó un incremento significativo de la inflación en la mayoría de países desarrollados y emergentes, el cual se debe básicamente al fuerte aumento en el precio internacional de los alimentos, del petróleo y de otros bienes básicos necesarios para la generación de energía. Este fenómeno, al cual no ha sido ajeno nuestro país, generó un cambio en los precios relativos y elevó el riesgo de incumplir la meta de inflación del presente año en los países que tienen una estrategia de inflación objetivo.

En el caso colombiano el incremento de la inflación anual (de 5,7% en diciembre pasado a 7,2% en junio de este año) resultó más fuerte de lo previsto por el Banco de la República, por los analistas económicos y por el mercado (Gráfico 11).

Este hecho se puede atribuir a diferentes circunstancias, dentro de las cuales se destacan: i) la presencia de nuevos choques externos e internos que afectaron los precios de los alimentos y los combustibles; ii) una activación de los mecanismos de indexación de precios como respuesta a la aceleración de la inflación a partir de la segunda mitad del año pasado, y iii) presiones de demanda que no se pueden descartar, pese a la moderación del crecimiento observada en los dos primeros trimestres del año. Adicionalmente, aunque la apreciación del tipo de cambio se acentuó en este período, sus efectos desinflacionarios sobre los bienes importados sólo se han reflejado marginalmente en los precios al consumidor, quizá por la presencia de los factores alcistas mencionados.

Gráfico 11
Inflación anual al consumidor



Fuente: DANE.

El fuerte impacto del incremento en el precio de los alimentos sobre la inflación total se puede observar cuando se descompone el IPC en sus principales subcategorías. En efecto, cerca del 82% de la aceleración de la inflación en lo corrido del año se puede atribuir al aumento en el precio de los alimentos, tanto perecederos como procesados. Este último grupo ha estado sometido a diversos choques exógenos, como fue el alza en el precio internacional de ciertos productos básicos como cereales y aceites, gran parte de los cuales son importados por nuestro país. Estos aumentos no fueron compensados por la apreciación del tipo de cambio y se empezaron a transmitir a los precios internos, tal como lo muestra el incremento de la inflación de cereales y aceites en Colombia (Cuadro 3).

Los elevados precios de los alimentos perecederos, especialmente el de la papa, se dieron principalmente por el pobre desempeño de su oferta debido a factores climáticos. Estos hechos elevaron la inflación de alimentos perecederos de manera importante en los últimos meses, repercutiendo en la inflación total (Cuadro 3). Así las cosas, la inflación de alimentos terminó en junio en 12,0%, por encima de la observada en diciembre de 2007 y en los primeros meses del año en curso (Gráfico 12).

En la medida en que el aumento en el precio de los alimentos generaba una mayor inflación total, y el alza en la cotización de la gasolina acentuaba este comportamiento, los mecanismos de indexación de precios comenzaron a activarse, afectando sectores regulados como los servicios públicos. Esto último debido a que las fórmulas que regulan las tarifas de varios de ellos están atadas a la evolución de los precios al consumidor y al comportamiento de los costos de ciertas materias primas representados por el índice de precios al productor (IPP). Adicionalmente, y como viene sucediendo desde hace un par de años, el

Cuadro 3
Descomposición de la inflación según presiones alcistas a junio de 2008

Descripción	Ponderación	Crecimiento anual				Participación en la aceleración	
		Dic-07	Mar-08	May-08	Jun-08	en el mes	año corrido
Total	100,0	5,7	5,9	6,4	7,2	100,0	100,0
Sin alimentos	70,5	4,4	4,7	4,8	4,9	8,4	18,1
Transables	24,7	2,3	2,4	2,2	2,2	(0,8)	(2,5)
No transables	36,8	5,2	5,1	5,3	5,3	1,0	0,5
Regulados	9,0	6,4	7,7	8,3	8,8	8,3	20,1
Alimentos	29,5	8,5	8,6	9,7	12,0	91,6	81,9
Hortalizas, frutas, tubérculos y leche	7,2	6,7	6,6	15,5	22,2	74,3	95,9
Cereales, aceites y otros	5,4	9,1	11,1	13,3	15,7	19,2	26,5
Comidas fuera del hogar y otros	9,5	7,6	6,8	6,9	7,0	1,1	(3,6)
Carne de res y sustitutos	7,5	11,1	11,4	4,0	3,7	(3,0)	(36,9)

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

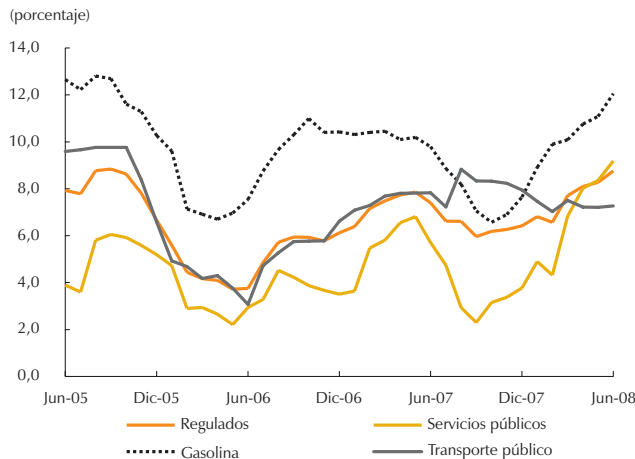
Gráfico 12
Inflación anual de alimentos



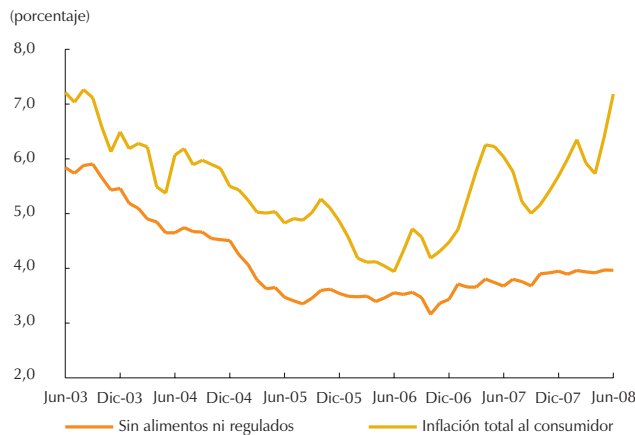
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 13

A. Inflación anual de regulados y por componentes



B. Inflación total anual sin alimentos ni regulados



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

impulso de los combustibles siguió repercutiendo en el precio de los servicios del transporte durante los primeros seis meses de 2008.

Así, en conjunto, la inflación de regulados continuó presionando la inflación al consumidor tal y como ha sucedido desde mediados de 2007. En junio la inflación de regulados se situó en 8,8%, distribuida entre aumentos anuales en las tarifas del combustible (12,1%), los servicios públicos (9,2%) y del transporte (7,3%) (Gráfico 13, panel A).

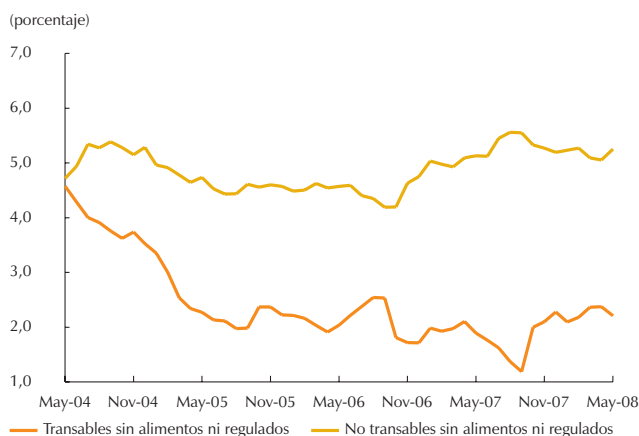
Como se deduce de lo anterior, el fuerte incremento en los precios de los alimentos y los bienes y servicios regulados explican totalmente la aceleración de la inflación en lo corrido del presente año. En efecto, cuando se excluyen del IPC estos dos grupos, la inflación que resulta ha permanecido estable en niveles cercanos a 4% desde octubre del año pasado (Gráfico 13, panel B).

La inflación de las otras subcanastas del IPC ha presentado cierta estabilidad en los primeros seis meses del año. En el caso de la inflación de transables sin alimentos ni regulados, ésta se situó en 2,2% en junio frente a 2,3% en diciembre del año pasado (Gráfico 14, panel A). En este subíndice se destaca la poca transmisión que se ha dado de la importante apreciación del tipo de cambio registrada en lo corrido del año. Algo similar se observó el año pasado, cuando la inflación de esta subcanasta se mantuvo en terreno positivo y superior al 2%, pese a una apreciación promedio de 12%.

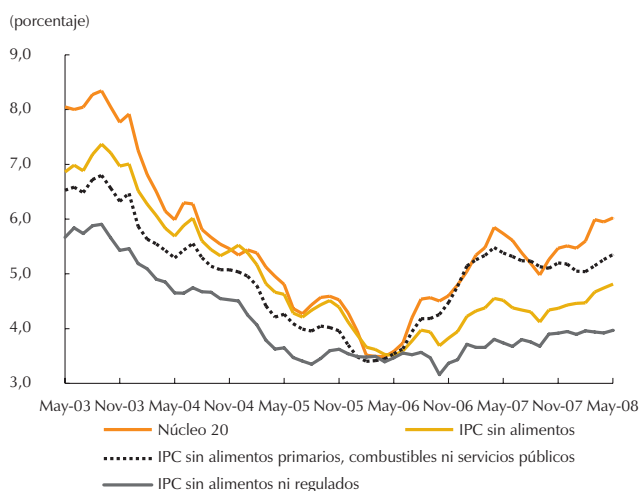
Hasta junio los bienes transables de consumo durable, como automóviles y electrodomésticos, mostraban descensos en sus precios de acuerdo con lo esperado. Sin embargo, otro conjunto de bienes que hacen parte de la clasificación de transables, como artículos de aseo personal y para el hogar, algunas bebidas y pasajes aéreos, entre otros, presentaban considerables reajustes al alza. Esta situación estaría obedeciendo, en parte, al aumento de los precios de materias primas, que son un componente importante del costo del bien final y que no han logrado ser compensados por la apreciación del peso.

Gráfico 14

A. Inflación anual de transables y no transables sin alimentos ni regulados



B. Indicadores de inflación básica anual



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Con respecto a la inflación anual de no transables sin alimentos ni regulados, entre enero y junio se mantuvo alrededor de 5,2%, tal y como ocurrió en 2007 (Gráfico 14, panel A). La mayoría de ítems de esta canasta presenta ajustes de precios que superan el techo del rango meta de inflación. En el caso particular de arriendos, que tiene el mayor peso, la inflación anual a junio es de 4,7%, superior al registro de finales del año pasado; los descensos leves que se observaron a comienzos de año se revirtieron en los dos últimos meses.

Aunque la moderación del crecimiento de la demanda agregada a comienzos de año debe haber contribuido a reducir las presiones sobre los precios de no transables sin alimentos ni regulados, el hecho de que la inflación de esta subcanasta permanezca por encima del rango meta y sin mostrar una tendencia decreciente, sugieren que dichas presiones no han sido plenamente controladas. Por los mismos hechos, tampoco es posible descartar que las expectativas crecientes de inflación y la aceleración reciente de la misma estén afectando la formación de precios y salarios en este grupo de bienes y servicios y en otros como los transables y los alimentos procesados.

Los cinco indicadores de inflación básica que calcula tradicionalmente el Banco de la República también parecen soportar los anteriores argumentos (Gráfico 14, panel B). Dos de ellos han permanecido relativamente estables, y los restantes se incrementaron de manera lenta pero continua en estos primeros seis meses. A junio el promedio de

los cinco indicadores se situó en 5,1%, frente a 4,7% en diciembre pasado, tasas superiores al techo del rango meta de inflación para este año (entre 3,5% y 4,5%).

B. PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN

Se espera una reducción de la inflación durante la segunda mitad del año, en la medida en que buena parte de su aumento reciente se ha debido a los precios de varios alimentos percederos. Como corresponde con el ciclo económico normal de productos como la papa y otros vegetales, los altos precios relativos alcanzados hacia mediados de año deben estimular la oferta, lo que permitiría una reducción sustancial de los precios en los siguientes dos o tres trimestres.

Hacia 2009 debería sentirse plenamente el efecto de la política monetaria sobre los precios, dados los rezagos con que ella actúa.

La apreciación observada del peso junto con una demanda más débil puede tener un efecto de desinflación sobre los bienes transables.

A este factor favorable debe sumársele el efecto de una política monetaria menos holgada, que ya acumula varios trimestres, y que debe actuar principalmente a través de dos canales: i) de demanda: al permitir un crecimiento económico más acorde con la capacidad productiva de la economía, como de hecho ya parece estar sucediendo, y ii) de expectativas: al reiterar el compromiso de las autoridades con el control de la inflación en el largo plazo y restablecer la confianza en las metas. Adicionalmente, la apreciación observada del peso junto con una demanda más débil puede tener un efecto de desinflación sobre los bienes transables.

Cabe esperar que la actual postura de la política monetaria continúe generando resultados en la segunda mitad del año, al permitir que la inflación de no transables sin alimentos ni regulados, indicador que mejor explica las presiones inflacionarias de demanda, se mantenga en los niveles actuales o que presente una ligera disminución. Adicionalmente, si las expectativas de inflación no son un obstáculo, el efecto más importante deberá observarse en 2009, cuando se proyecta una reducción en el precio de los no transables. Así mismo, se prevé que la política monetaria evite un desborde de las expectativas, con lo cual los reajustes de precios y salarios a comienzos del próximo año serían moderados.

En cuanto al efecto de los choques externos, estos deberán atenuarse lentamente, siempre y cuando los precios internacionales del petróleo y de los alimentos se mantengan en sus actuales niveles o disminuyan un poco. De ser así, las presiones sobre la inflación anual empezarán a disminuir en algún momento entre finales de este año y la primera mitad de 2009.

Ahora bien, la anterior perspectiva de inflación enfrenta riesgos al alza que no son despreciables. En primer lugar, dado que aún se observan desbalances en los mercados mundiales de materias primas y energía, es posible que los choques que provienen de los precios externos no desaparezcan tan fácilmente. Adicionalmente, es probable que el fuerte incremento de los precios de estos productos no se haya visto reflejado completamente en los precios internos.

Por otro lado, para conducir la inflación a su senda de largo plazo, se debe evitar que los precios y los salarios se ajusten más rápidamente y a tasas mayores que en años anteriores. Este riesgo es significativo hacia finales de este año y comienzos del próximo, especialmente para las tarifas de servicios públicos, en vista de los mecanismos de indexación contemplados en la regulación del sector. Así mismo, en el caso de los salarios, dada la probabilidad no despreciable de incumplir la meta de inflación en el presente año, para 2009 se pueden presentar aumentos salariales muy superiores al objetivo de inflación de largo plazo y por encima del crecimiento de la productividad laboral. Si esto se da, puede ser el inicio de una espiral inflacionaria precios-salarios, cuyo combate en el pasado exigió asumir altos costos sociales tanto en Colombia como en un gran número de países.

Para conducir la inflación a su senda de largo plazo, se debe evitar que los precios y los salarios se ajusten más rápidamente y a tasas mayores que en años anteriores.

En conclusión, es posible que la inflación al consumidor presente reducciones hacia finales del año frente a los altos niveles que alcanzó en los últimos meses. Sin embargo, las probabilidades de que el IPC total finalice el año dentro del rango

meta (entre 3,5% y 4,5%) son bajas, de acuerdo con los ejercicios de pronóstico del equipo técnico del Banco. Para la inflación básica, medida a partir del IPC sin alimentos ni regulados, esta posibilidad es mayor. Hacia 2009 debería sentirse plenamente el efecto de la política monetaria sobre los precios, dados los rezagos con que ella actúa, con lo cual la inflación retornaría a una senda convergente con las metas de largo plazo definidas por la JDBR.

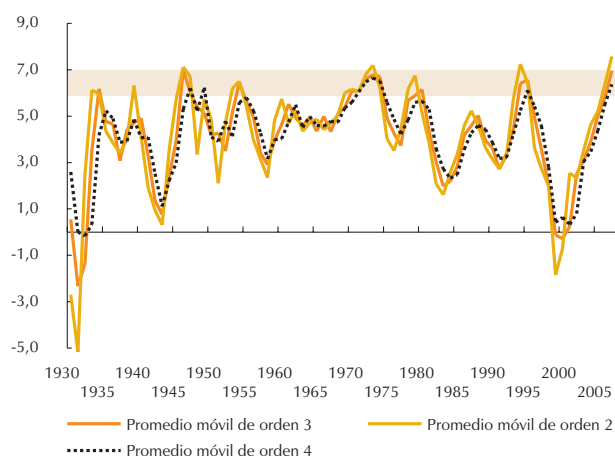
III. ACTIVIDAD ECONÓMICA Y EMPLEO DURANTE EL PRIMER TRIMESTRE DE 2008 Y PERSPECTIVAS

El crecimiento promedio de 7% entre 2005 y 2007 no se registraba desde el período 1944-1946. Factores como los menores días hábiles, la huelga en Cerromatoso, y la menor ejecución presupuestal por parte de las nuevas administraciones locales, contribuyeron para que se presentara un menor crecimiento en el primer trimestre de 2008.

A. ACTIVIDAD ECONÓMICA EN 2008 Y PERSPECTIVAS

En los últimos tres años Colombia presentó una expansión económica registrada pocas veces en el pasado. Dicho crecimiento estuvo explicado por elevadas tasas de inversión privada dirigidas a sectores como minería, industria y comercio; unos términos de intercambio favorables que impulsaron las exportaciones y contribuyeron a mejorar el ingreso disponible de los hogares; un incremento en el monto de remesas de trabajadores que alcanzó a compensar la revaluación del peso; una aceleración del consumo privado que se acentuó con la mayor oferta de crédito observada desde mediados de 2006; una mayor demanda externa generada por los fuertes crecimientos de economías desarrolladas y emergentes como China e India, bajos precios de bienes de capital y una liquidez internacional en niveles elevados. Las siguientes estadísticas muestran la magnitud, así como la aceleración que se dio en los últimos años:

Gráfico 15
Crecimiento porcentual anual del PIB
(promedios geométricos móviles)



Fuente: DANE-MMM-MMCM.

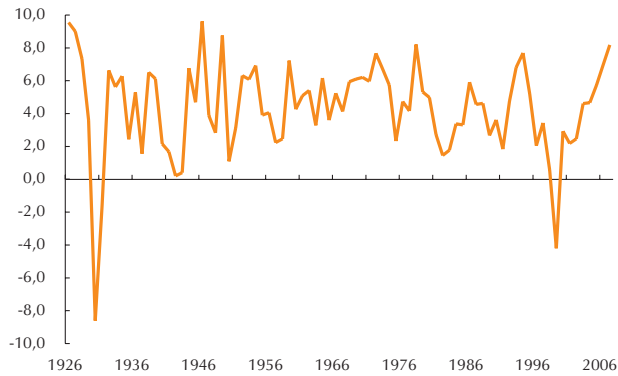
de remesas de trabajadores que alcanzó a compensar la revaluación del peso; una aceleración del consumo privado que se acentuó con la mayor oferta de crédito observada desde mediados de 2006; una mayor demanda externa generada por los fuertes crecimientos de economías desarrolladas y emergentes como China e India, bajos precios de bienes de capital y una liquidez internacional en niveles elevados. Las siguientes estadísticas muestran la magnitud, así como la aceleración que se dio en los últimos años:

- Entre 2005 y 2007 el crecimiento económico promedio de Colombia (7,0%) fue muy superior al aumento medio del PIB real, calculado desde 1923 (4,3%)³. El período más reciente de tres años con igual crecimiento promedio fue 1944-1946⁴ (Gráfico 15).

3 Si no se tienen en cuenta las recesiones de 1930, 1931 y 1999, el crecimiento promedio es de 4,7%.

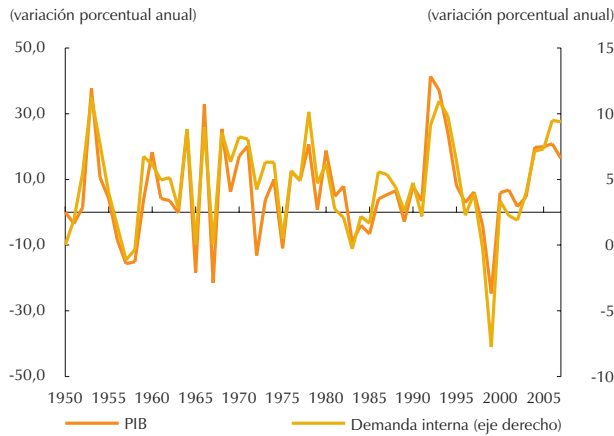
4 Otro período cercano al promedio registrado en los últimos tres años fue 1972-1974, con 6,7%.

Gráfico 16
Crecimiento porcentual anual del PIB



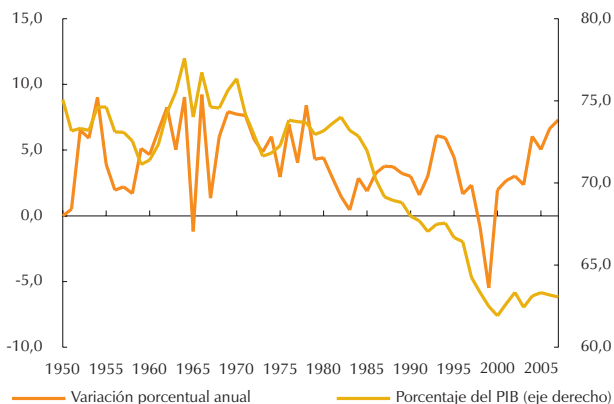
Fuente: DANE-MMM-MMCM.

Gráfico 17
Demanda interna frente al PIB^{a/}



a/ Datos a 2007.
Fuente: DANE.

Gráfico 18
Consumo de los hogares^{a/}



Fuente: DANE.
a/ Datos a 2007.

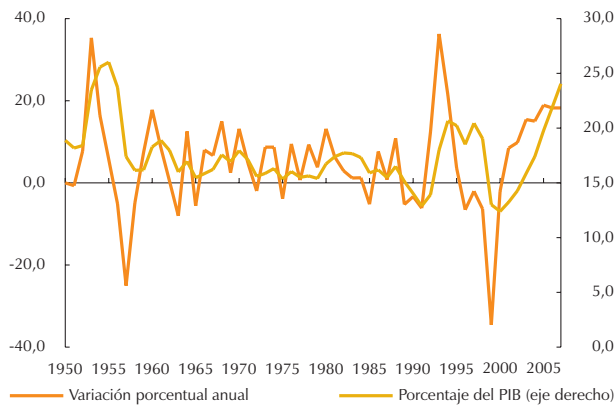
- La aceleración del crecimiento económico se presentó especialmente en los pasados dos años, lapso en cual se registró un aumento promedio del PIB real de 7,6%, cifra superada únicamente por tres períodos en los años treinta⁵. En particular, el crecimiento económico de 2007 (8,2%) sólo es comparable con los registrados en 1978 (8,2%) y 1949 (8,7%) (Gráfico 16).
- Entre 2005 y 2007 la demanda interna creció en promedio 8,6%, más allá de lo que la economía nacional pudo producir (7,0%) (Gráfico 17). En el mismo período el consumo de los hogares se expandió a una tasa promedio de 6,4%, registro no visto desde inicios de los años setenta (Gráfico 18). En un lapso más corto, 2006-2007, la aceleración de la demanda interna fue mayor, con un aumento promedio de 9,4%, cifra superada únicamente en cuatro períodos atrás desde 1923⁶.
- Entre 2005 y 2007 la inversión bruta en capital fijo aumentó de forma importante, con incrementos anuales superiores a 21%, y como proporción del PIB alcanzó tasas no reportadas desde mediados de los años cincuenta (Gráfico 19). A diferencia de lo ocurrido en la década pasada, cuando la inversión estuvo dirigida especialmente a la construcción, en los últimos tres años ésta se canalizó principalmente a la minería, industria, comercio, entre otros.

- El buen desempeño de la economía mundial, unido a unos términos de intercambio favorables dieron origen a un buen crecimiento de las exportaciones que, en promedio, aumentaron 9,6% en términos reales en los últimos tres años. Por su parte, la fuerte demanda interna, junto con la apreciación del peso, incentivó las

5 Estos fueron: 1925-1926 con 9,5%, 1926-1927, con 9,3% y 1927-1928, con 8,2%. En otros períodos se presentaron crecimientos similares, aunque menores a los observados entre 2006-2007; por ejemplo: 1945-1946 (7,1%), 1973-1974 (7,2%) y 1993-1994 (7,3%).

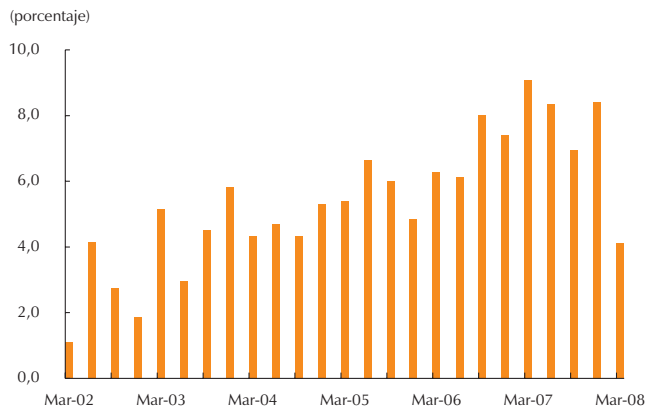
6 Estos períodos fueron: 1992-1993 con 10,0%; 1993-1994 con 10,0%; 1926-1927 con 12,0% y 1927-1928 con 10,7%.

Gráfico 19
Formación bruta de capital fijo^{a/}



a/ Datos a 2007.
Fuente: DANE.

Gráfico 20
Crecimiento real anual del PIB



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

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

	2006	Mar-07	Jun-07	Sep-07	Dec-07	Jun-05	Mar-08	Variación anual
Consumo final	6,8	8,1	5,8	6,0	5,5	6,3	3,8	3,2
Hogares	7,8	9,5	6,2	5,8	5,6	6,8	3,9	2,6
Gobierno	3,5	3,1	4,0	6,4	5,4	4,7	3,5	0,6
Formación bruta de capital	16,8	27,2	24,2	18,5	23,0	23,0	10,3	2,7
Demanda interna	8,9	12,0	9,8	8,8	9,5	10,0	5,4	5,9
Exportaciones totales	9,4	8,0	7,5	11,4	21,4	12,2	15,0	2,6
Importaciones totales	17,3	21,3	13,8	17,4	21,2	18,4	15,9	4,4
PIB	7,0	9,1	8,4	6,9	8,4	8,2	4,1	4,1

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

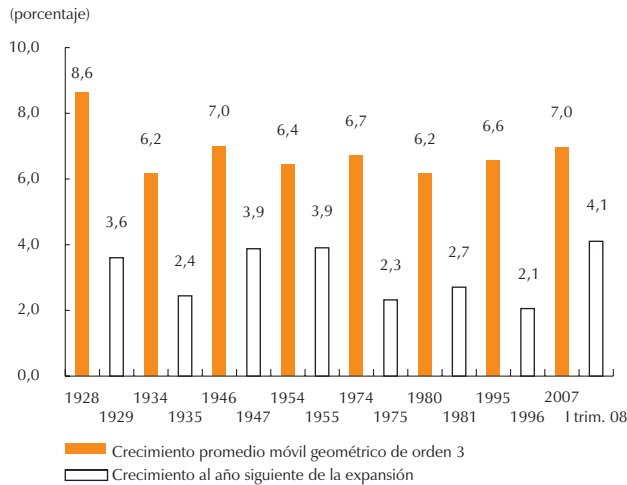
importaciones que crecieron en el mismo período a un ritmo promedio de 17,6%.

No obstante lo anterior, como se explicó en el *Informe al Congreso* pasado, tanto el equipo técnico del Banco de la República como el promedio del mercado esperaban que la economía se desacelerara en 2008. Ello a pesar de que a finales de 2007 e inicios del presente año se continuaba observando una confianza del consumidor en niveles elevados, un aumento significativo en la inversión privada y un sector exportador creciendo a menor ritmo, pero todavía de forma robusta.

Fue así como los resultados de crecimiento del primer trimestre de 2008 mostraron una desaceleración, aunque algo mayor a la esperada (Gráfico 20). Según el DANE, entre enero y marzo de 2008 la economía colombiana creció 4,1% anual, cuando un trimestre atrás lo hacía a 8,4%. Esta disminución se dio principalmente por la moderación de la demanda interna, la cual pasó de crecer 9,5% en diciembre de 2007 a 5,4% en marzo de 2008. El consumo final se expandió a una tasa de 3,8%, cuando lo hacía a un ritmo de 5,5% a finales del año pasado. En el mismo período la inversión total pasó de crecer 23% a 10% (Cuadro 4).

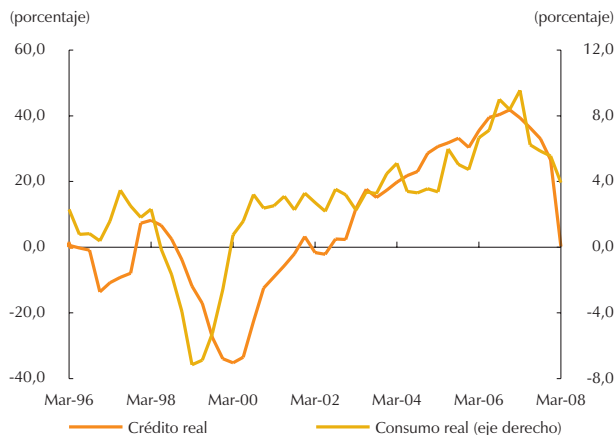
A continuación se describen los principales motivos por los cuales se dio el anterior comportamiento y por

Gráfico 21
Crecimiento económico de Colombia:
períodos de mayor expansión en tres años consecutivos



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 22
Consumo de los hogares y crédito, cifras en términos reales



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

lo que se espera una desaceleración del crecimiento en 2008, sin pretender establecer su importancia relativa:

- Cuando se presentan ciclos largos con elevados aumentos en el PIB, es factible que se dé una desaceleración en un año venidero luego de la fase expansiva. En efecto, las cifras históricas de Colombia muestran que cuando se dan períodos de tres años con un aumento promedio del PIB real superior a 6%, es altamente probable que en el cuarto año ocurra un aumento del PIB real no mayor a 4% (Gráfico 21).
- En el primer trimestre de 2008 el incremento anual en la demanda de los hogares de 3,9% fue menor en 1,6 puntos porcentuales (pp) que el registrado tres meses atrás. Para el resto del año existen varios factores que pueden contribuir a que este grupo presente tasas de crecimiento menores a las observadas un año atrás. En primer lugar, los fuertes aumentos en los precios de los alimentos y los combustibles afectan el ingreso disponible de los hogares, lo cual genera una disminución en su ritmo de gasto. Por otra parte, la deuda de los hogares (consumo más vivienda como porcentaje del PIB) que presenta niveles elevados similares a los registrados en 1997, en esta ocasión está concentrada en consumo. En este contexto, si la cartera de los bancos destinada a este sector continúa deteriorándose, se puede presentar una disminución en la oferta de crédito que afecte el ritmo de aumento del consumo (Gráfico 22).

- En el campo laboral la tasa de desempleo total nacional y trece ciudades continúa con un comportamiento decreciente. Sin embargo, la creación de empleo por cuenta propia sigue aumentando más que el empleo formal, hecho que genera una mayor incertidumbre sobre los ingresos futuros de los hogares y puede terminar afectando el consumo.
- El menor crecimiento de la inversión del primer trimestre de 2008 pudo estar relacionado con la caída de 25% en la construcción de obras civiles, en parte compensada por un comportamiento en edificaciones mejor a lo esperado. La lenta ejecución del gasto territorial asociada con el inicio de período de las alcaldías y gobernaciones contribuyó al lento crecimiento de este grupo. Otro aspecto importante es que se está comparando con una base elevada, ya que en 2007 este sector presentó una fuerte expansión,

Para todo 2008, se espera un crecimiento económico entre 3,3% y 5,3%.

El mayor número de días festivos del primer trimestre de 2008 generó menores crecimientos en sectores importantes como la industria y el transporte.

como suele suceder cuando finalizan los períodos de administraciones locales. El impacto de lo anterior se ve cuando se calcula el crecimiento del PIB sin obras civiles para el primer trimestre de 2008 (5,1%), cifra superior en 1 pp frente al crecimiento del PIB total.

- En cuanto a las exportaciones, los menores días hábiles registrados en el primer trimestre explicaron en parte su desaceleración desde 21,2% anual en diciembre pasado a 15,0% anual en marzo del presente año⁷. De hecho, como se mostrará adelante, las cifras de abril de 2008 exhiben de nuevo una recuperación. Sin embargo, a pesar de que los términos de intercambio continúan siendo favorables para Colombia, existen otros factores que hacen probable un menor ritmo de crecimiento de las ventas al exterior. En efecto, la desaceleración presentada en los Estados Unidos, la menor dinámica proyectada en otras economías desarrolladas, como la zona del euro e Inglaterra, las restricciones de comercio con Venezuela y, por último, la apreciación de nuestra moneda frente al dólar, son factores que permiten predecir un menor ritmo de aumento de nuestras exportaciones a lo largo de 2008.
- Por el lado de la oferta, el mayor número de días festivos del primer trimestre de 2008 generó menores crecimientos en sectores importantes como la industria y el transporte. Otro aspecto no previsible que terminó afectando el ritmo de la industria en los primeros tres meses del año y parte del segundo fue la huelga de cerca de un mes presentada en Cerromatoso. Adicionalmente, a finales de 2007 indicadores de sectores como la construcción de vivienda ya empezaban a mostrar signos de desaceleración después de un fuerte período de expansión reportado en 2005 y 2006.
- Por último, cabe esperar que el ajuste de la política monetaria iniciado en abril de 2006 contribuya a moderar el ritmo de aumento de la demanda, canal necesario para reducir las presiones inflacionarias y lograr alcanzar un crecimiento sostenible de largo plazo.

La menor dinámica del producto se observó tanto en los sectores transables como en los no transables. Para el caso de los transables, la expansión anual durante el primer trimestre del año fue de 4,2%, cifra inferior en 2,9 pp a la registrada en la última parte del año pasado. Esta desaceleración se debe, especialmente, al comportamiento de la industria manufacturera y a la agricultura. Por el lado de los no transables, su crecimiento anual fue de 4,0%, frente a 9,1% de un trimestre atrás. Este menor ritmo fundamentalmente se debió a los sectores de construcción de obras civiles y al comercio (Gráfico 23).

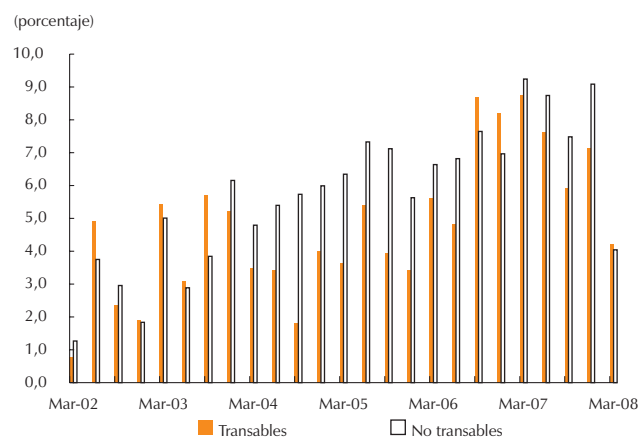
A nivel más desagregado, con excepción de los establecimientos financieros, todos los demás sectores de la economía registraron una desaceleración con respecto a lo observado en el último trimestre de 2007. En especial la menor dinámica se

La menor dinámica del producto se observó tanto en los sectores transables como en los no transables.

⁷ En dólares, su crecimiento fue de 40,6%, superior al de un trimestre atrás (35,8%).

reportó en los sectores de comercio, industria y construcción, los cuales crecieron 3,1%, 2,1% y -5,7% en marzo respectivamente, frente al último trimestre del año pasado, donde en su orden lo hicieron 8,7%, 8,1% y 22,9%.

Gráfico 23
Crecimiento anual del PIB de transables y no transables



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

En la construcción la moderación se dio por la caída en obras civiles (25%), que como se dijo anteriormente, podría tener que ver con el inicio de los gobiernos locales en 2008. Con respecto a la industria, los sectores más afectados por la desaceleración fueron los de textiles, productos de madera y equipo de transporte (Cuadro 5).

Así las cosas, dados los resultados de crecimiento del primer trimestre, la información disponible a la fecha y los mencionados motivos por los cuales se debe es-

Cuadro 5
Crecimiento real anual del PIB sectorial
(porcentaje)

	2006	2007	IV trim. 07	I trim. 08	Contribución a la variación anual en I trim. 08
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3,6	4,5	4,8	3,8	0,3
Explotación de minas y canteras	2,2	2,3	5,6	5,2	0,2
Industria manufacturera	8,5	10,2	8,1	2,1	0,3
Electricidad, gas y agua	2,6	3,1	2,9	0,6	0,0
Construcción	9,9	20,0	22,9	(5,7)	(0,3)
Edificaciones	7,5	1,2	5,6	25,4	0,5
Obras civiles	11,8	33,8	34,9	(24,5)	(0,8)
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	9,1	10,3	8,7	3,1	0,4
Transporte, almacenamiento y comunicación	9,8	9,0	11,2	7,4	0,5
Estab. finan., segur., inmueb. y servicios a las empresas	5,9	6,6	7,4	7,5	1,3
Servicios sociales, comunales y personales	4,3	3,8	4,7	3,3	0,6
Intermediación financiera medida indirectamente	6,4	7,5	7,8	3,7	3,4
Subtotal valor agregado	13,5	15,3	14,7	8,0	0,7
PIB	7,0	8,2	8,4	4,1	4,1
Transables ^{a/}	6,8	7,3	7,1	4,2	1,5
No transables	7,0	8,6	9,1	4,0	2,6

a/ Se suponen como transables los sectores agropecuario, minero, manufacturero; los servicios de transporte aéreo, acuático, complementarios y auxiliares, y algunos servicios privados a las empresas.

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Es probable que la economía retorne en el presente año al ritmo de crecimiento de su promedio histórico.

perar una menor expansión, el equipo técnico redujo su estimación de aumento del PIB real para 2008 desde un rango de 4,0% a 6,0% a un rango entre 3,3% y 5,3%. De esta forma, es probable que la economía retorne en el presente año al ritmo de crecimiento de su promedio histórico.

B. TENDENCIAS RECIENTES DEL MERCADO LABORAL

Aunque el panorama en el mercado laboral durante el primer semestre de 2008 continúa siendo favorable, con crecimientos en el número total de ocupados y descensos en las tasas de desempleo en la mayoría de las categorías de la encuesta, acompañados por un buen desempeño de los indicadores de seguridad social, hay evidencias de una moderación en el ritmo de crecimiento del empleo. Los principales síntomas de ello son la reciente caída del empleo asalariado, el comportamiento de las tasas de desempleo de los jefes de hogar, que dejaron de caer, y el de las de subempleo objetivo⁸, que continúan al alza. A lo anterior se suma el moderado desempeño de los indicadores de empleo sectoriales. A continuación se examinan dichas tendencias, a partir de la evolución reciente de los principales indicadores laborales y se utilizan además otras fuentes de información disponibles.

En primer lugar, a mayo, de acuerdo con la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH), se siguen registrando caídas en las tasas de desempleo trimestrales en todos los dominios de la encuesta, aunque de menor magnitud en comparación con meses anteriores (Cuadro 6). En particular, para el total nacional y para las trece principales áreas urbanas, dichas tasas se ubicaron en 10,9% y 11,7%, respectivamente, indicando caídas de 0,6 pp y 0,1 pp con respecto al mismo trimestre del año anterior. Estos descensos en la tasa de desempleo se originan por el mayor dinamismo de la creación de empleo con respecto a la oferta laboral, pues los ocupados crecieron a una tasa del 5,1% anual en el territorio nacional, cifra superior al crecimiento de la población económicamente activa (4,5%).

En el Cuadro 6 se muestra cómo las magnitudes de dichas caídas en las tasas de desempleo son menores a las registradas en el último trimestre del año pasado⁹. Sin embargo, hay que advertir que los cambios en la metodología de la GEIH incorporados en julio de 2006 pudieron sobreestimar los descensos anuales de la tasa de desempleo durante el segundo semestre del año pasado¹⁰. Incluso, hasta septiembre de 2008, aún pueden existir dudas acerca de las variaciones anuales de los principales indicadores laborales, puesto que la tasa de desempleo del mismo

Hay evidencias de una moderación en el ritmo de crecimiento del empleo.

8 El subempleo objetivo comprende a los ocupados que manifiestan el deseo de mejorar sus ingresos, el número de horas trabajadas o tener una labor más apropiada con sus competencias, y que además han hecho una gestión para materializar dicha aspiración y están en disposición de efectuar el cambio.

9 En el último trimestre de 2007 la tasa de desempleo se redujo en 1,6 pp para el total nacional, y 2,4 pp en las trece principales áreas urbanas.

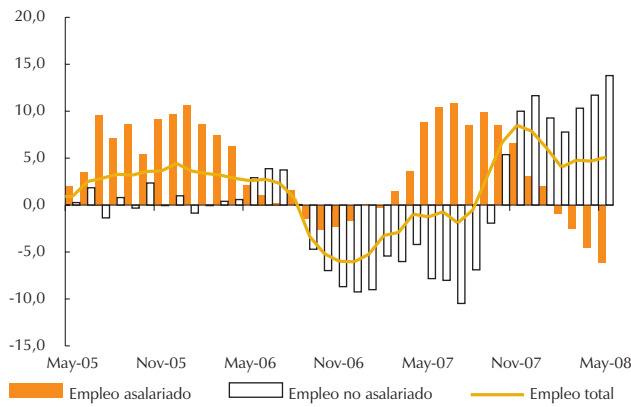
10 Véase el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de marzo de 2008.

Cuadro 6
Indicadores del mercado laboral
(trimestre móvil)

	Trimestre (marzo-abril-mayo)					Dif. 2007 y 2008		IV trimestre 2007 Dif. 2007 y 2008	
	2004	2005	2006	2007	2008	Absoluta	Porcentual	Absoluta	Porcentual
Tasa global de participación									
Nacional	61,2	59,4	59,2	57,2	58,6	1,5	--	2,2	--
Área rural	59,5	56,9	56,7	51,3	53,3	2,0	--	3,7	--
Cabeceras	61,7	60,3	60,1	59,2	60,5	1,3	--	1,7	--
Trece ciudades	62,5	62,3	61,9	60,7	61,8	1,1	--	1,9	--
Tasa de ocupación									
Nacional	52,6	52,0	52,3	50,6	52,2	1,6	--	2,9	--
Área rural	53,7	52,4	52,2	47,3	49,5	2,2	--	4,0	--
Cabeceras	52,2	51,9	52,3	51,8	53,2	1,4	--	2,5	--
Trece ciudades	52,5	53,3	54,1	53,5	54,5	1,0	--	3,1	--
Tasa de desempleo									
Nacional	14,0	12,5	11,7	11,5	10,9	(0,5)	--	(1,6)	--
Área rural	9,8	8,0	7,9	7,8	7,1	(0,6)	--	(1,2)	--
Cabeceras	15,4	14,1	13,0	12,6	12,1	(0,5)	--	(1,7)	--
Trece ciudades	16,0	14,5	12,7	11,8	11,7	(0,1)	--	(2,4)	--
PEA (miles de personas)									
Nacional	20.377	20.223	20.556	20.245	21.147	903	4,5	118.600	6,0
Área rural	5.265	5.111	5.150	4.695	4.891	196	4,2	35.700	7,6
Cabeceras	15.112	15.112	15.405	15.550	16.256	706	4,5	83.000	5,4
Trece ciudades	9.280	9.484	9.663	9.776	10.270	494	5,1	62.100	6,6
Ocupados (miles de personas)									
Nacional	17.530	17.692	18.150	17.924	18.837	913	5,1	139.100	7,9
Área rural	4.748	4.704	4.742	4.331	4.543	212	4,9	38.700	9,0
Cabeceras	12.782	12.988	13.408	13.593	14.295	702	5,2	100.400	7,5
Trece ciudades	7.798	8.108	8.436	8.618	9.064	446	5,2	78.600	9,5
Desocupados (miles de personas)									
Nacional	2.847	2.531	2.406	2.321	2.310	(10,7)	(0,5)	(20.500)	(9,0)
Área rural	517	407	408	364	349	(15,4)	(4,2)	(3.100)	(8,2)
Cabeceras	2.330	2.124	1.998	1.957	1.962	4,8	0,2	(17.400)	(9,2)
Trece ciudades	1.482	1.376	1.226	1.158	1.207	48,3	4,2	(16.500)	(14,2)

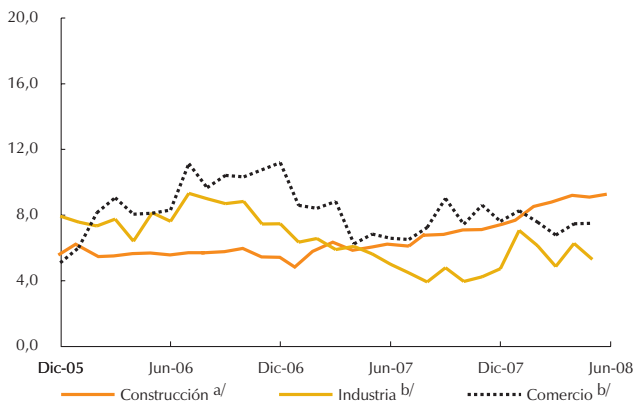
Fuente: DANE.

Gráfico 24
Creación de empleo
(total nacional-promedio móvil de orden 3)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 25
Índices de salarios sectoriales nominales
(crecimiento porcentual anual)



a/ Último dato a junio.
b/ Último dato a abril.
Fuente: DANE (ICCP-MMM-MMCM).

período del año pasado pudo estar afectada por los problemas de medición de las series.

Otras tendencias pueden indicar también un debilitamiento de la expansión del empleo. En particular, la disminución reciente de la creación de empleo parece estar sustentado en la evolución del no asalariado, ya que el asalariado¹¹ se ha venido desacelerando. En efecto, este último indicador disminuyó a mayo a una tasa del 6,2% anual, mientras que a mediados de 2007 crecía a tasas cercanas al 10% (Gráfico 24). Se debe destacar que la serie del empleo asalariado no se vio afectada por el cambio metodológico cuando se introdujo la GEIH.

La anterior caída en el empleo asalariado está presente en todos los dominios de la encuesta, tanto en zonas rurales como urbanas, aunque es levemente más acentuada en estas últimas. Aunque este indicador puede dar síntomas de una efectiva disminución en la demanda por trabajo formal, también puede estar asociado con una fase normal en el ciclo del empleo formal. En efecto, aún en épocas de crecimiento económico, ante los altos costos de enganche de la mano de obra los empresarios prefieren contratar nuevos asalariados de manera escalonada y aumentar la productividad de la nómina, hasta confirmar la expansión de sus empresas.

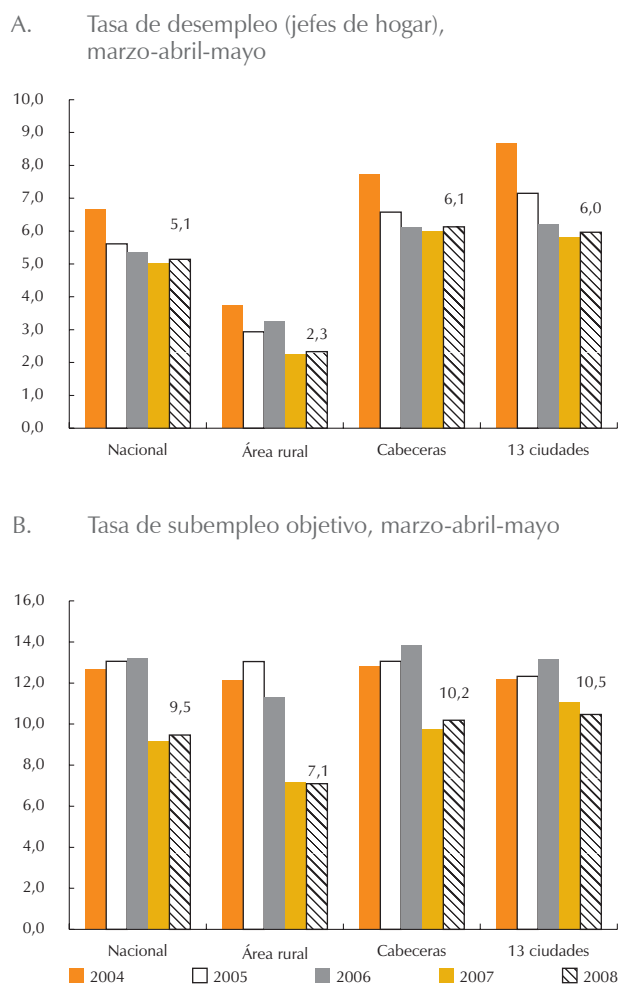
Otro componente que puede explicar la contracción del empleo asalariado es la activación de los mecanismos de indexación de los salarios, en respuesta a la aceleración de la inflación. Los crecimientos anuales con los que actualmente se ajustan los salarios en los

sectores en los que se dispone de información han aumentado en los últimos meses del semestre (Gráfico 25). Ello estaría explicando, en parte, el reciente comportamiento del empleo asalariado y podría además acentuar su fase contractiva.

A pesar del menor número de trabajadores asalariados, los cuales representan más del 40% del total de la población ocupada, el crecimiento de esta última categoría continúa siendo positivo. El empleo de los no asalariados, y en particular de los cuenta propia, ha compensado la caída del empleo asalariado, lo que ha impedido que las tasas de ocupación globales descendan a un ritmo menor que en el mismo trimestre del año anterior. Sin embargo, la evolución de este segmento puede estar

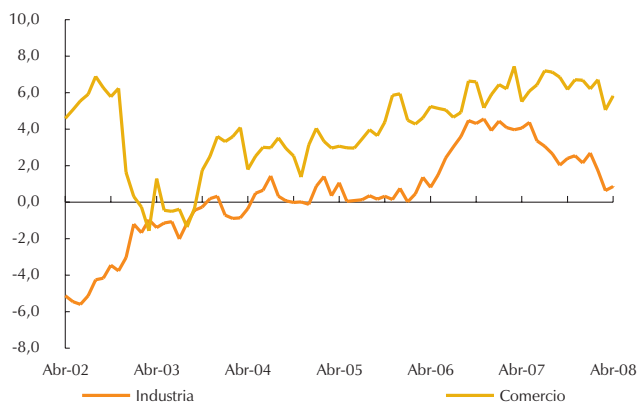
11 Empleados privados y públicos.

Gráfico 26



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 27
Empleo en la industria y el comercio
(variación porcentual anual)



Fuente: DANE (MMM-MMCM).

distorsionada, dado que el rubro de los trabajadores cuenta propia fue el más afectado por la introducción de la GEIH durante el año pasado, por lo que sus variaciones anuales actuales pueden estar sobreestimadas.

Las tasas de desempleo de jefes de hogar muestran estancamientos frente al ritmo con que venían descendiendo durante el mismo trimestre del año anterior (Gráfico 26, panel A). Así mismo, las tasas de subempleo objetivo, que miden la proporción de aquellos ocupados inconformes con su actual trabajo y que siguen en busca de empleo, han seguido aumentando (Gráfico 26, panel B). Cabe enfatizar que este último indicador no constituye necesariamente un deterioro de la calidad del empleo, pues puede estar reflejando el aumento en la percepción de los trabajadores sobre mejores oportunidades salariales en otros puestos de trabajo. Además, el incremento de estas últimas tasas se da luego de que registraran una importante caída en el mismo período del año anterior.

Otros indicadores disponibles también muestran una moderación en la dinámica del empleo. Según las encuestas sectoriales del DANE, aunque el empleo total en el comercio sigue creciendo a tasas elevadas (5%), éste se ha venido reduciendo moderadamente desde principios de año. Por otra, el aumento del empleo total en la industria se ha desacelerado, y crece a tasas cercanas al 1% (Gráfico 27). Cabe señalar que en 2008 se sigue registrando una tenue recomposición de los contratos de trabajadores industriales en favor de la contratación permanente.

Por último, los indicadores de seguridad social exhiben importantes incrementos del número de afiliados a las cajas de compensación, riesgos profesionales y pensiones (Cuadro 7). Esto puede ser el reflejo de un mayor control y supervisión sobre los requisitos que debe tener un empleo formal.

Cuadro 7
Indicadores de seguridad social en el total nacional

Subsistemas	2007	2008	Fechas de corte	Variación 2007-2008	
				Absoluta	Porcentual
Trabajadores afiliados a las cajas de compensación	4.988.390	5.465.018	Abril	476.628	9,6
Afiliados a las ARP	5.816.071	6.056.067	Marzo	239.996	4,1
Cotizantes activos a pensiones (ISS + AFP)	4.953.918	5.077.663	Febrero	123.745	2,5
Cotizantes al régimen de pensiones del ISS	1.927.396	1.705.712	Febrero	(221.684)	(11,5)
Cotizantes a fondos de pensiones obligatorias	3.026.522	3.371.951	Febrero	345.429	11,4

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

Recuadro 2 CAMBIO DE BASE DEL PIB

El Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) cambió el año de referencia de las cuentas nacionales de 1994 a 2000, junto con otras modificaciones a la metodología¹. Estas transformaciones son usuales internacionalmente y se realizan con el objeto de actualizar el tamaño de la economía y tener una mejor aproximación de la participación de los diferentes agentes dentro de la producción nacional. Con el cambio de base en Colombia el sector agrícola, por ejemplo, perdió 3,3 pp dentro del total de la producción nacional, mientras que el comercio ganó 1,9 pp (Gráfico R2.1).

Los siguientes cambios metodológicos también modificaron las cifras del PIB:

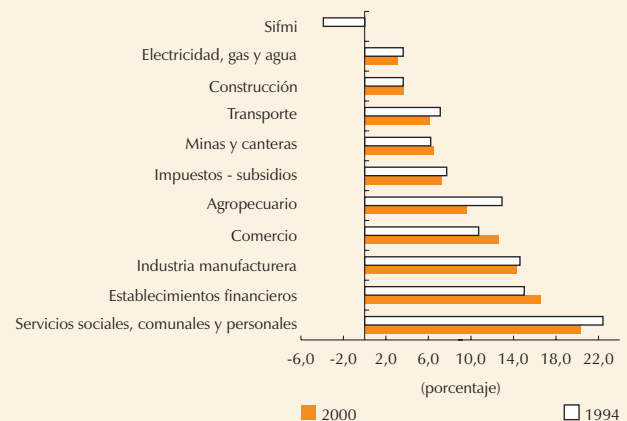
1. En la nueva base se aplica a cada sector el consumo intermedio de los servicios financieros (Sifmi). Esto modifica los resultados de crecimientos para cada uno de ellos, ya que en la base 1994 el Sifmi se medía de manera independiente y se creaba un sector adicional que le restaba al PIB. Con la base actual también se reconoce que una parte del Sifmi no es consumo intermedio de los sectores sino servicios prestados a los sectores institucionales. De esta forma, se le asigna a cada uno el Sifmi que le corresponde, lo cual ha modificado el cálculo del valor agregado del consumo de los hogares, del gasto público, de la inversión, de las exportaciones y de las importaciones.
2. En la base 1994 el cálculo de la economía ilícita se incorporaba al sector agropecuario, y se suponía que el valor agregado de la producción de aquella se encontraba en su totalidad en este sector. En la base 2000 se creó un nuevo grupo denominado “el enclave”, en el cual se calculan los cultivos ilícitos y, adicionalmente, se realiza la transformación para generar el producto final. Debido al rezago en las cifras de este grupo, el PIB se publica sin el enclave.
3. El valor agregado del Banco de la República se calcula en la base 2000 de acuerdo con la metodología de costos, es decir, por remuneración a asalariados más remuneración al capital, y no como se realizaba en la base 1994: con respecto a la diferencia entre ingresos y egresos.

4. El sector público ahora se calcula por causación, y no por caja como se venía realizando.
5. En la base 2000 se reagruparon algunos sectores, pasando, por ejemplo, la trilla de café y café verde al sector industrial, así como las exportaciones de oro.
6. Se actualizaron fuentes de información, como por ejemplo la inclusión en los cálculos de los datos provenientes de la encuesta anual manufacturera (EAM) dentro del cálculo del PIB de la industria.
7. Otro cambio importante fue el de incluir el 92% de la producción en salud como producción de mercado, sacándolo del cálculo de los servicios del Gobierno, así como del consumo del Gobierno por el lado de la demanda.
8. Se actualizaron varios deflatores; se mejoraron fuentes de información y métodos de desestacionalización, entre otros.

En el Gráfico R2.2 se ve que la nueva base arroja un crecimiento promedio superior en 0,5 pp a la antigua base.

Desde el punto de vista de la demanda, la nueva base muestra que el consumo de los hogares tuvo un período de expansión más marcado, que se inició en el cuarto trimestre de 2005 y alcanzó un máximo en marzo de 2007. A partir de esa fecha el consumo se ha desacelerado rápidamente, algo que no se percibía con la base anterior (Gráfico R2.3). El consumo de las administraciones públicas presenta un

Gráfico R2.1
Ponderaciones de las ramas de actividad en el PIB para el año 2000 a precios corrientes



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

1 La serie histórica de la nueva base está disponible desde el año 2000.

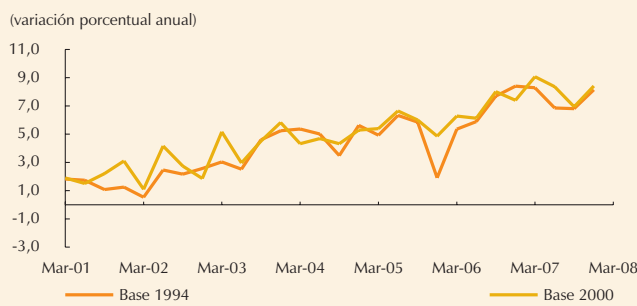
mayor crecimiento durante todo el período con la base 2000 (Gráfico R2.4); por el contrario, la inversión total no presenta mayores variaciones entre una base y otra, haciendo que su tasa continúe siendo similar comparada con los datos de la base anterior (Gráfico R2.5).

A pesar de los cambios en la dinámica del consumo de los hogares y el consumo público, al cotejar las dos bases la demanda interna tampoco presentó cambios importantes durante el período. Lo anterior como consecuencia de una aparente recomposición dentro de la demanda interna (Gráfico R2.6). Al observar el comportamiento de las exportacio-

nes netas se puede observar que el balance comercial como porcentaje del PIB se hizo más negativo al calcularlo con las series de la base 2000, aunque recientemente se ha venido cerrando la brecha entre una base y otra, debido a que las exportaciones en 2007 crecieron mucho más según la nueva base, frente a la de 1994 (Gráfico R2.7).

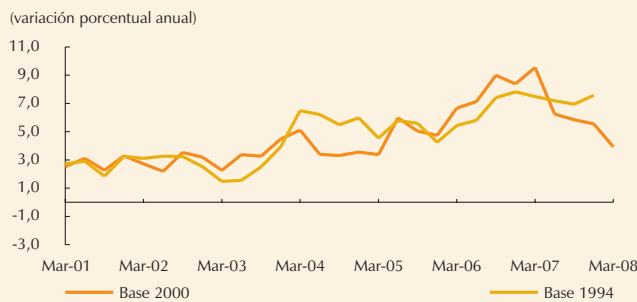
Por último, desde el punto de vista de la oferta, los sectores que mayores variaciones tuvieron fueron construcción, explotación de minas y canteras, transporte y telecomunicaciones, y establecimientos financieros (Gráfico R2.8).

Gráfico R2.2
Producto interno bruto



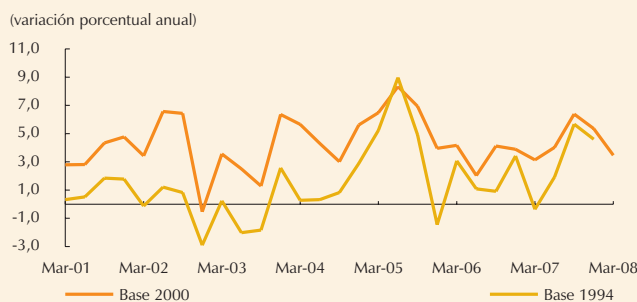
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico R2.3
Consumo de los hogares



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

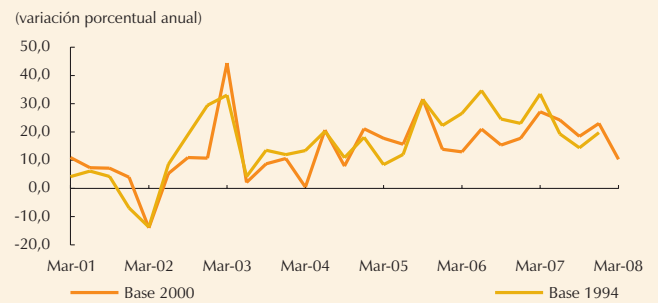
Gráfico R2.4
Consumo del Gobierno



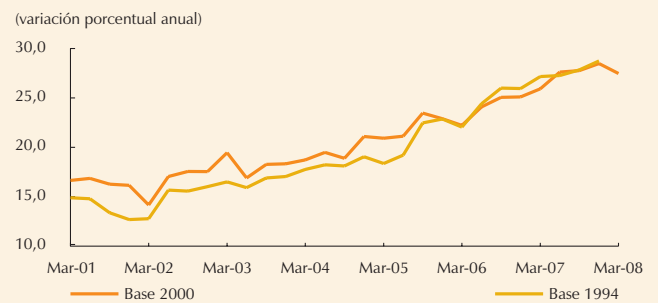
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico R2.5

A. Formación bruta de capital

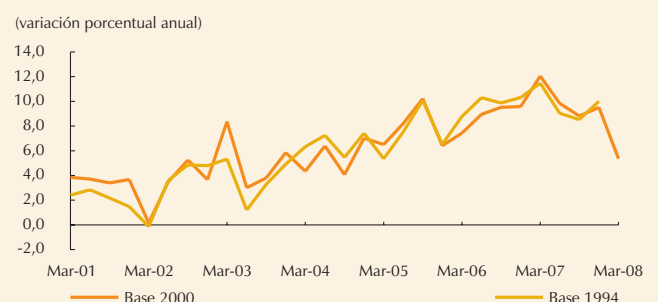


B. Tasa de inversión



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

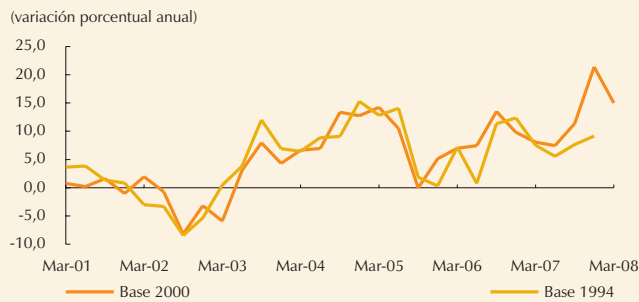
Gráfico R2.6
Demanda interna



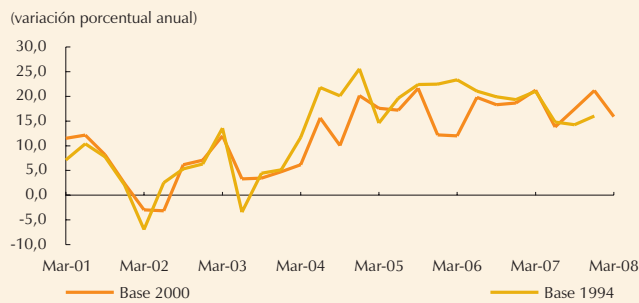
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico R2.7
PIB: exportaciones netas

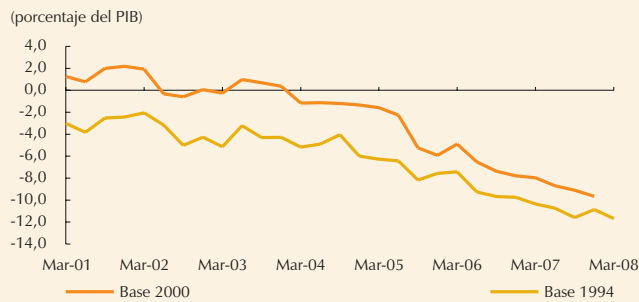
A. Exportaciones



B. Importaciones



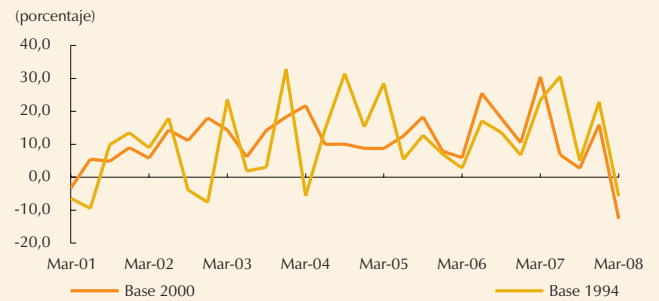
C. Balanza comercial



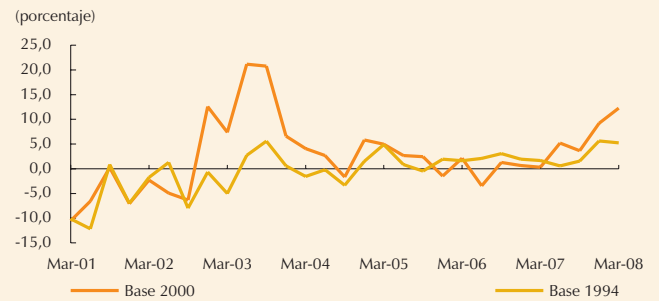
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico R2.8
PIB según oferta

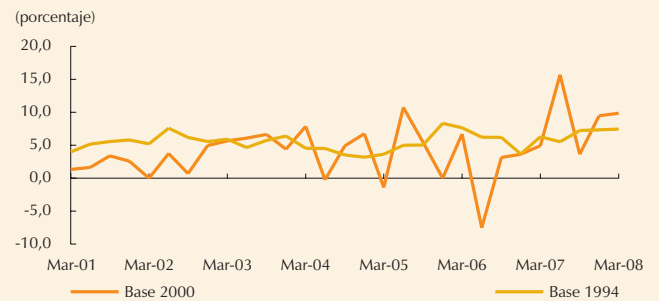
A. Construcción



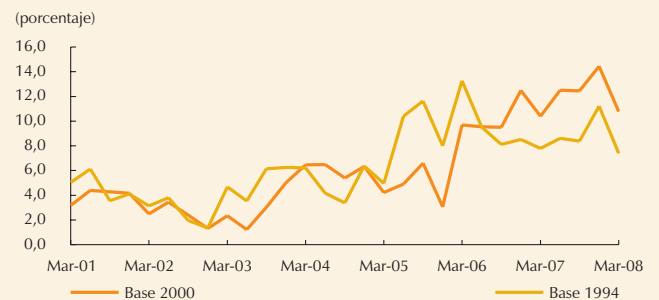
B. Minería



C. Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas



D. Transportes



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Recuadro 3

EVOLUCIÓN DEL INGRESO DISPONIBLE DE LA ECONOMÍA COLOMBIANA

El ingreso disponible es una de las variables fundamentales en la toma de decisiones de consumo, ahorro e inversión de los agentes en una economía. A nivel agregado el exceso de ahorro sobre la inversión determina el balance en la cuenta corriente de la economía, que es equivalente al exceso del gasto agregado en consumo e inversión sobre el ingreso disponible.

El análisis a nivel agregado del ingreso disponible permite evaluar la evolución de las fuentes de generación entre el ingreso nacional por el pago a los factores de producción en el territorio colombiano y los ingresos por transferencias y ayudas externas diferentes al pago de los factores.

El análisis a nivel sectorial del ingreso disponible detalla los mecanismos de redistribución y reasignación de los ingresos entre los sectores institucionales en donde, además de las fuentes primarias de ingreso, se tienen en cuenta las transferencias y redistribuciones del ingreso entre agentes institucionales por concepto de impuestos directos e indirectos, contribuciones y prestaciones a la seguridad social y la renta de los factores (intereses, dividendos, renta de la tierra, etc.), hasta llegar al ingreso disponible final de cada agente.

La presente nota tiene por objeto examinar el origen, la distribución del ingreso disponible y el gasto de la economía colombiana a nivel agregado y sectorial, enfocado específicamente a describir la situación de los hogares colombianos¹.

1. Ingreso disponible agregado

Si a todos los ingresos percibidos en territorio colombiano en el proceso de producción de bienes y servicios internos (PIB) se le adicionan los pagos factoriales (salarios, intereses y dividendos) recibidos del exterior y se le descuentan todos los pagos factoriales enviados al exterior, se obtiene el ingreso generado por todas las unidades residentes en la economía (ingreso nacional). Si a este ingreso nacional se le suman todas las transferencias netas del exterior por concepto de remesa de los trabajadores, donaciones, ayudas, etc., se obtiene el ingreso disponible de los colombianos.

1 El análisis se realizará a partir de la información que resulta de aplicar la nueva metodología de cuentas nacionales del DANE de los sectores institucionales con año base 2000, y la cual sólo tiene información hasta el año 2006.

El ingreso disponible nominal agregado de la economía colombiana en 2006 llegó a un equivalente del 102,1% del PIB nominal, con lo cual los ingresos netos provenientes del exterior adicionaron a los ingresos internos 2,1 puntos porcentuales (pp) del PIB. Su trayectoria relativa muestra una fase ascendente desde 2000 hasta 2003, cuando llega a un pico máximo de 104,2%, año a partir del cual decrece, hasta perder en los tres últimos años 2,1 pp del PIB (Cuadro R3.1).

En 2006 el ingreso nacional nominal de la economía colombiana fue menor en 2,7% al PIB de ese año, debido a que se giraron al exterior mayores pagos netos factoriales por salarios, dividendos e intereses en 3,1 pp del PIB, compensados parcialmente por los ingresos de 0,4 pp provenientes del enclave².

La participación de las transferencias corrientes netas del exterior aumentan por el comportamiento de las remesas de los trabajadores, las cuales se han incrementado 0,7 pp del PIB, pues pasaron de representar 1,7% en 2000 a 2,4% en 2006. Sin embargo, desde 2003, cuando llegaron hasta un 3,3% del PIB, han perdido 0,9 pp a pesar de su crecimiento en dólares.

La evolución nominal del consumo final y de la inversión bruta impulsan el deterioro del balance nominal en la cuenta corriente, al pasar de un superávit de 1,4% del PIB en 2000 a un déficit de 2,1% del PIB en 2006. Este deterioro del déficit de 3,5 pp se explica por el fuerte incremento en la participación de la inversión nominal de 7,8 pp del PIB, que no alcanzó a ser compensado por el incremento de 4,3 pp del ahorro.

En el Cuadro R3.2 y el Gráfico R3.1 se presenta la evolución de las variables macroeconómicas en términos reales. El ingreso disponible se actualizó con el índice de precios implícitos del PIB y las demandas de bienes se hicieron con sus respectivos índices de precios implícitos de consumo e inversión³. En términos generales, el ingreso real disponible como el consumo final de la economía colombiana ha crecido permanentemente y a tasas anuales muy similares de

2 En 2006, de acuerdo con las estadísticas del DANE, los ingresos factoriales y las transferencias provenientes del enclave (cultivos ilícitos) representan para la economía colombiana 2,2% del PIB, y se han reducido 0,9 con respecto a su participación en 2000.

3 El ingreso disponible real corregido por el deflactor implícito del PIB mide la capacidad del ingreso disponible para comprar bienes producidos internamente.

Cuadro R3.1

Estructura agregada de los ingresos y gastos nominales de la economía colombiana
(miles de millones de pesos)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006(pr)
A. Ingreso disponible agregado (1 + 2)	202.020	221.236	242.748	275.005	308.950	344.213	385.949
1. Ingreso nacional (a + b)	194.926	212.738	232.665	262.633	294.325	327.840	367.596
a. Producto interno bruto	196.374	213.583	232.941	263.888	299.067	335.547	377.985
b. Remuneración neta a los factores	(1.448)	(845)	(276)	(1.255)	(4.742)	(7.706)	(10.390)
Ingresos factoriales provenientes del enclave	2.397	2.506	2.567	3.092	1.871	1.330	1.352
Salarios, intereses y dividendos netos	(3.844)	(3.350)	(2.843)	(4.347)	(6.613)	(9.036)	(11.742)
2. Transferencias corrientes netas (a + b + c)	7.094	8.498	10.082	12.372	14.625	16.373	18.353
a. Provenientes del enclave	3.561	2.803	2.818	2.077	4.098	6.542	6.834
b. Remesas de los trabajadores	3.294	4.649	6.154	8.805	8.325	7.690	9.172
c. Otras transferencias	239	1.046	1.111	1.490	2.202	2.141	2.347
B. Gastos de consumo final	168.524	186.916	205.266	227.971	250.453	275.630	305.099
a. Consumo final de los hogares e ISFL	131.466	146.079	161.681	179.677	197.726	217.069	241.723
b. Consumo final del Gobierno	37.058	40.837	43.585	48.294	52.727	58.562	63.376
C. Ahorro bruto (A - B)	33.479	34.320	37.482	47.034	58.496	68.583	80.850
D. Inversión bruta	30.760	35.633	39.960	49.770	59.980	72.538	88.620
E. Balance en la cuenta corriente (C - D)	2.719	(1.313)	(2.478)	(2.737)	(1.484)	(3.955)	(7.770)

Participación porcentual con respecto al PIB nominal							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006(pr)
A. Ingreso disponible agregado (1 + 2)	102,9	103,6	104,2	104,2	103,3	102,6	102,1
1. Ingreso nacional (a + b)	99,3	99,6	99,9	99,5	98,4	97,7	97,3
a. Producto interno bruto	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
b. Remuneración neta a los factores	(0,7)	(0,4)	(0,1)	(0,5)	(1,6)	(2,3)	(2,7)
Ingresos factoriales provenientes del enclave	1,2	1,2	1,1	1,2	0,6	0,4	0,4
Salarios, intereses y dividendos netos	(2,0)	(1,6)	(1,2)	(1,6)	(2,2)	(2,7)	(3,1)
2. Transferencias corrientes netas (a + b + c)	3,6	4,0	4,3	4,7	4,9	4,9	4,9
a. Provenientes del enclave	1,8	1,3	1,2	0,8	1,4	1,9	1,8
b. Remesas de los trabajadores	1,7	2,2	2,6	3,3	2,8	2,3	2,4
c. Otras transferencias	0,1	0,5	0,5	0,6	0,7	0,6	0,6
B. Gastos de consumo final	85,8	87,5	88,1	86,4	83,7	82,1	80,7
a. Consumo final de los hogares e ISFL	66,9	68,4	69,4	68,1	66,1	64,7	64,0
b. Consumo final del Gobierno	18,9	19,1	18,7	18,3	17,6	17,5	16,8
C. Ahorro bruto (A - B)	17,0	16,1	16,1	17,8	19,6	20,4	21,4
D. Inversión bruta	15,7	16,7	17,2	18,9	20,1	21,6	23,4
E. Balance en la cuenta corriente (C - D)	1,4	(0,6)	(1,1)	(1,0)	(0,5)	(1,2)	(2,1)

(pr) preliminar.

Fuente: DANE, Cuentas Nacionales por sectores institucionales, base 2000.

Cuadro R3.2
Estructura agregada de los ingresos y gastos reales de la economía colombiana

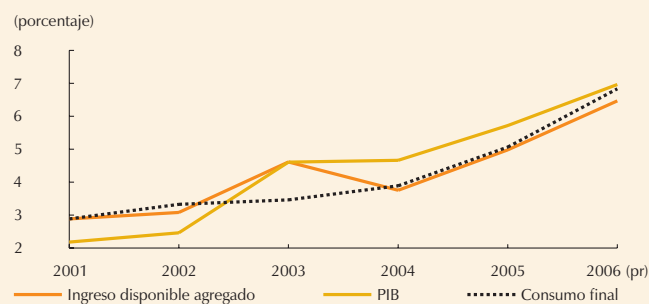
Tasa de crecimiento porcentual anual real							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (pr)
A. Ingreso disponible agregado (1 + 2)		2,9	3,1	4,6	3,8	5,0	6,5
1. Ingreso nacional		2,5	2,7	4,2	3,5	5,0	6,5
De los cuales producto interno bruto		2,2	2,5	4,6	4,7	5,7	7,0
2. Transferencias corrientes netas		12,5	11,5	13,3	9,2	5,5	6,4
B. Gastos de consumo final		2,9	3,3	3,5	3,9	5,1	6,8
C. Ahorro bruto (A-B)		2,9	1,8	10,5	3,1	4,6	4,7
D. Inversión bruta		7,9	2,2	14,5	13,0	19,9	16,8

Participación porcentual con respecto al PIB real							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (pr)
A. Ingreso disponible agregado (1 + 2)	102,9	103,6	104,2	104,2	103,3	102,6	102,1
1. Ingreso nacional	99,3	99,6	99,9	99,5	98,4	97,7	97,3
De los cuales producto interno bruto	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2. Transferencias corrientes netas	3,6	4,0	4,3	4,7	4,9	4,9	4,9
B. Gastos de consumo final	85,8	86,4	87,1	86,2	85,5	85,0	84,9
C. Ahorro bruto (A - B)	17,1	17,2	17,1	18,0	17,8	17,6	17,2
D. Inversión bruta	15,7	16,5	16,5	18,1	19,5	22,1	24,1
E. Balance en la cuenta corriente (C - D)	1,4	0,6	0,6	0,0	(1,7)	(4,5)	(6,9)

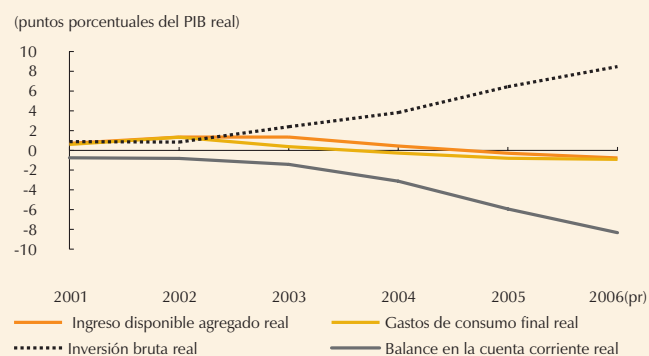
(pr) preliminar.
Fuente: DANE-Cuentas Nacionales por sectores institucionales base 2000; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R3.1

A. Ingreso disponible, PIB y consumo final real de la economía (tasa de crecimiento real anual)



B. Evolución acumulada de la participación de las variables macroeconómicas reales



(pr) preliminar.
Fuente: DANE-Cuentas Nacionales por sectores institucionales base 2000; cálculos del Banco de la República.

alrededor de 2,9% en 2001, hasta cerca de 6,5% en 2006⁴, confirmando que en los últimos años el consumo final está más asociado y estrechamente relacionado con la evolución del ingreso disponible que del PIB. De hecho, después de 2003 las tasas de crecimiento del consumo final y del ingreso disponible, han estado por debajo de las que presenta el PIB real (Gráfico R3.1).

El déficit en la cuenta corriente en términos reales se amplía con respecto al nominal a partir de 2003. En 2006, en lugar de un déficit nominal del 2,1% del PIB nominal, se observa un déficit real de 6,9% con respecto al PIB real⁵ (Cuadro R3.2 y Gráfico R3.1). El mayor déficit en la cuenta corriente real se explica casi en su totalidad por el aumento en el gasto real en inversión, pues el ahorro se ha mantenido prácticamente inalterado, debido a que las trayectorias en las participaciones (levemente descendentes) del ingreso disponible y del gasto de consumo final son muy similares (Gráfico R3.1).

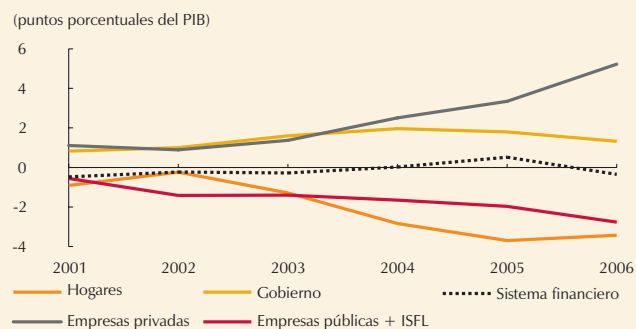
2. Distribución sectorial del ingreso disponible agregado

En el Cuadro R2.3 se presenta la distribución del ingreso disponible nominal entre los ocho principales subsectores en los que el DANE divide la economía colombiana. La mayor participación promedio durante el período de análisis le ha correspondido a los hogares colombianos con un 70,1%, seguido por los gobiernos locales (9,2%), las sociedades privadas (6,7%), el Gobierno central (6,3%), y así sucesivamente por las participaciones de las sociedades públicas, de la seguridad social, del sistema financiero, y de las instituciones sin fines de lucro (ISFL).

El ingreso disponible entre los principales agentes de la economía surge de tener en cuenta, por una lado, los ingresos primarios generados en la producción (excedente bruto de explotación, ingreso mixto y salarios) y, por el otro, las redistribuciones secundarias que se presentan entre ellos por concepto de impuestos directos e indirectos, las rentas factoriales netas, los aportes y los beneficios de la seguridad social, y las otras transferencias netas internas y del exterior.

Entre 2000 y 2006 la evolución sectorial del ingreso disponible nominal señala que las sociedades privadas y los gobiernos locales fueron los únicos que ganaron participación: 5,2 y 0,2 pp, respectivamente; mientras que las sociedades

Gráfico R3.2
Evolución acumulada de la participación sectorial del ingreso disponible real



Fuente: DANE-Cuentas Nacionales por sectores institucionales base 2000; cálculos del Banco de la República.

públicas y los hogares fueron quienes más la perdieron: 2,8 y 1,9 pp, en su orden.

En el Cuadro R3.4 se muestra en términos reales la evolución del ingreso disponible agregado y sectorial. La capacidad de compra del ingreso disponible agregado ha crecido permanentemente desde 1,9% en 2001 hasta 7,7% en 2006, la cual es mayor de la que se obtiene corrigiendo por los precios de los bienes producidos internamente (PIB), porque el ingreso disponible se está corrigiendo por los precios de la oferta total, cuyos precios, al incluir los bienes importados, han crecido a tasas menores que la de los bienes producidos internamente, permitiendo una mayor capacidad de compra de los ingresos de la economía.

Al calcular la capacidad real de compra de cada uno de los ingresos sectoriales, de acuerdo con los precios de demandas agregadas relevantes para cada sector⁶, se observa que a lo largo de la década la capacidad de compra del ingreso disponible de los hogares ha crecido permanentemente hasta una tasa anual del 8,1% en 2006. Sin embargo, ha perdido 3,4 pp con respecto al ingreso disponible real total que manejaba en 2000. Una parte de la pérdida (1,5 pp) se explica porque el precio de la canasta de bienes que compran los hogares ha subido más rápido que el precio de las canastas de bienes que compran otros sectores. Las empresas públicas han perdido en términos reales 2,8 pp del ingreso real disponible nacional.

Las empresas privadas y el gobierno en general (central, local y seguridad social) han absorbido en términos reales las pérdidas en la participación de los hogares y de las empresas públicas, logrando una mayor participación de 5,2 y de 1,4 pp, respectivamente (Cuadro R3.4 y Gráfico R3.3). Es notoria la

4 Exceptuando el año 2003, cuando el ingreso disponible creció 1,1 pp por encima del consumo final.

5 Al corregir el balance en cuenta corriente por los términos de intercambio, se muestra que la economía está consumiendo más importaciones con respecto al PIB real que lo que se muestra en términos relativos nominales.

6 Para el caso de los hogares los ingresos nominales se corrigieron por los precios de una canasta que incluye los bienes de consumo final y la construcción de vivienda, como los principales bienes de demanda de los hogares.

Cuadro R3.3
Participación sectorial del ingreso disponible nominal de Colombia
(miles de millones de pesos)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ingreso disponible nominal	202.110	221.236	242.748	275.005	308.950	344.213	385.949
Hogares	145.427	158.270	176.606	196.238	217.915	241.390	270.501
Gobierno central	12.904	12.058	14.644	18.772	20.639	22.196	23.745
Gobierno local	17.861	22.074	22.227	25.227	28.604	30.207	34.948
Seguridad social	4.981	6.463	6.645	6.323	7.016	9.264	9.093
Sociedades públicas	8.478	7.710	6.443	7.846	7.763	7.408	5.329
Sociedades privadas	9.443	12.456	13.170	17.195	22.332	27.034	38.005
ISFL	389	546	602	646	740	754	882
Sistema financiero	2.519	1.660	2.412	2.759	3.941	5.960	3.447

Participación porcentual							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ingreso disponible nominal	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Hogares	72,0	71,5	72,8	71,4	70,5	70,1	70,1
Gobierno central	6,4	5,5	6,0	6,8	6,7	6,4	6,2
Gobierno local	8,8	10,0	9,2	9,2	9,3	8,8	9,1
Seguridad social	2,5	2,9	2,7	2,3	2,3	2,7	2,4
Sociedades públicas	4,2	3,5	2,7	2,9	2,5	2,2	1,4
Sociedades privadas	4,7	5,6	5,4	6,3	7,2	7,9	9,8
ISFL	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Sistema financiero	1,2	0,8	1,0	1,0	1,3	1,7	0,9

Fuente: DANE-Cuentas Nacionales por sectores institucionales base 2000.

Cuadro R3.4
Participación sectorial del ingreso disponible real de Colombia

Tasa real porcentual de crecimiento anual							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ingreso disponible real		1,9	2,6	4,5	5,6	6,6	7,7
Hogares		0,6	3,6	3,0	3,3	5,3	8,1
Gobierno central		(12,3)	17,4	19,6	5,8	3,7	2,2
Gobierno local		16,0	(2,7)	5,9	9,1	1,9	10,6
Seguridad social		21,8	(0,6)	(11,2)	6,8	27,4	(6,2)
Sociedades públicas		(13,0)	(22,1)	6,0	(4,4)	(6,1)	(32,0)
Sociedades privadas		26,2	(1,4)	13,6	25,5	19,1	32,9
ISFL		34,2	2,6	(6,5)	10,7	0,2	10,6
Sistema financiero		(37,0)	35,5	(0,5)	38,0	48,8	(45,3)

Participación porcentual							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ingreso disponible real	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Hogares	72,0	71,1	71,8	70,7	69,2	68,3	68,6
Gobierno central	6,4	5,5	6,3	7,2	7,2	7,0	6,7
Gobierno local	8,8	10,1	9,5	9,7	10,0	9,5	9,8
Seguridad social	2,5	2,9	2,9	2,4	2,5	2,9	2,6
Sociedades públicas	4,2	3,6	2,7	2,8	2,5	2,2	1,4
Sociedades privadas	4,7	5,8	5,6	6,0	7,2	8,0	9,9
ISFL	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Sistema financiero	1,2	0,8	1,0	1,0	1,3	1,8	0,9

Fuente: DANE, Cuentas Nacionales por sectores institucionales, base 2000; cálculos del Banco de la República.

tasa de crecimiento real anual del ingreso disponible de las empresas privadas (por encima del 19%), en los últimos tres años, hasta lograr un 32,9% en 2006.

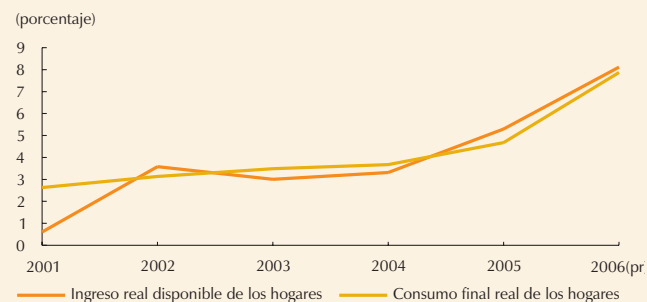
3. Ingresos y gastos de los hogares

En el Cuadro R3.5 se presenta la evolución de los ocho principales componentes que forman el ingreso disponible de los hogares, el cual consta de los ingresos primarios generados en la producción (excedente bruto de explotación, ingreso mixto y los salarios), a los cuales se les adiciona todos los ingresos que reciben los hogares provenientes de agentes internos y externos por concepto de intereses y dividendos, las prestaciones de la seguridad social (pensiones), las remesas del exterior y otras transferencias⁷. A la suma de estos ingresos se les descuenta las contribuciones netas a la seguridad social (salud y pensiones) y los pagos de impuestos directos, para así finalmente obtener el ingreso disponible de los hogares.

En lo transcurrido de la presente década los ingresos de los hogares han dependido menos de los ingresos salariales, del

ingreso mixto y del excedente bruto de explotación, pues su participación conjunta ha disminuido apreciablemente en 6,2 pp (Cuadro R3.5). Estas reducciones han sido compensadas por el incremento en las participaciones de las prestaciones sociales, principalmente pensiones, con 1,8 pp; de los ingresos netos por intereses y dividendos, con 1,5 pp; de la reducción en los pagos netos por contribuciones a

Gráfico R3.3
Tasa de crecimiento real del ingreso disponible y del consumo de los hogares



(pr) preliminar.
Fuente: DANE, Cuentas Nacionales por sectores institucionales, base 2000; cálculos del Banco de la República.

Cuadro R3.5
Estructura agregada de los ingresos y gastos nominales de los hogares colombianos (porcentaje del ingreso disponible de los hogares)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (pr)
A. Ingreso disponible de los hogares (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1. Ingresos por el excedente bruto de explotación más el ingreso mixto	43,0	43,3	42,1	41,8	42,1	41,1	40,5
2. Ingresos por salarios	48,1	48,2	47,1	46,3	45,1	44,5	44,4
3. Ingresos netos por intereses y dividendos	6,3	6,0	6,2	6,4	7,0	8,3	8,0
4. Ingresos por prestaciones sociales recibidas en dinero (pensiones)	8,4	9,3	9,2	9,3	9,8	10,0	10,2
5. Ingresos por remesas del exterior	2,3	2,9	3,5	4,5	3,8	3,2	3,4
6. Ingresos netos por otras transferencias corrientes	2,4	1,2	2,2	1,8	2,5	3,3	2,9
7. Pagos netos por contribuciones a la seguridad social	(9,0)	(9,4)	(9,0)	(8,8)	(8,7)	(8,8)	(7,7)
8. Pagos por impuestos directos sobre el ingreso	(1,6)	(1,5)	(1,4)	(1,5)	(1,6)	(1,7)	(1,6)
B. Gastos de consumo final	90,1	92,0	91,2	91,2	90,4	89,6	89,0
C. Ahorro bruto (A - B)	9,9	8,0	8,8	8,8	9,6	10,4	11,0
D. Inversión bruta y otras operaciones de capital	3,2	2,9	3,7	4,6	5,4	5,5	5,7
E. Balance entre ahorro e inversión (C - D - E)	6,8	5,1	5,1	4,2	4,2	4,9	5,3

(pr) preliminar.
Fuente: DANE, Cuentas Nacionales por sectores institucionales, base 2000.

7 Principalmente las que provienen del enclave.

la seguridad social⁸, con 1,3 pp, y en cuarto término, con el incremento de la participación de las remesas de los trabajadores, que aumenta 1,1 pp. Este último rubro llegó a representar en 2003 un 4,5% del ingreso disponible de los hogares, pero a pesar de que en los últimos tres años continúa creciendo en dólares, su participación ha caído a 3,4% debido a la apreciación del peso.

Para medir la capacidad real de compra del ingreso disponible de los hogares, los ingresos se corrigieron con el índice de precios implícito de la demanda de los hogares⁹. Los resultados del ejercicio aparecen en el Cuadro R3.6 y Gráfico R3.3. Las tasas de crecimiento reales del consumo y del ingreso disponible son ascendentes hasta ubicarse en término reales en alrededor 8%. Sin embargo, la mayor tasa real de aumento del consumo final sobre el ingreso disponible ha implicado un descenso en el ahorro de los hogares de 1,3 pp del ingreso disponible con respecto al año 2000. El gasto real en inversión de los hogares, que principalmente está consti-

tuido por el gasto en vivienda, se ha mantenido muy estable alrededor de 2,3% como proporción del ingreso disponible y sus tasas de crecimiento en los últimos años han sido relativamente bajas frente a las que se observaron en 2002 y 2003, cuando se consiguieron tasas de 17,7% y 19,5%, respectivamente.

Conclusiones

La capacidad del ingreso disponible agregado colombiano para comprar bienes producidos internamente, junto con los importados, ha crecido permanentemente desde tasas anuales de 1,9% en 2001 hasta tasas del 8,1% en 2006.

El análisis sectorial indica que el ingreso real de los hogares también ha crecido constantemente, pero a un ritmo menor que del ingreso agregado, lo que lo ha conducido a una

Cuadro R3.6
Ingresos y gastos reales de los hogares colombianos

Tasas reales de crecimiento anual porcentual							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (pr)
A. Ingreso disponible bruto real		0,6	3,6	3,0	3,3	5,3	8,1
B. Gastos de consumo final real		2,6	3,1	3,5	3,7	4,7	7,9
C. Ahorro bruto real (A - B)		(17,7)	8,6	(2,1)	(0,8)	12,6	10,9
D. Inversión bruta real más otras transferencias de capital		(5,4)	17,7	19,5	(5,4)	1,8	2,3
E. Balance entre ahorro e inversión real (C - D)		(23,5)	3,4	(16,3)	3,6	21,9	17,0

Participación como proporción del ingreso bruto disponible real de la economía							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (pr)
A. Ingreso disponible bruto real	72,0	70,8	71,4	70,9	69,1	67,9	68,4
B. Gastos de consumo final real	64,8	65,0	65,3	65,2	63,7	62,3	62,5
C. Ahorro bruto real (A - B)	7,1	5,7	6,1	5,7	5,4	5,6	5,8
D. Inversión bruta real más otras transferencias de capital	2,3	2,1	2,4	2,8	2,5	2,3	2,2
E. Balance entre ahorro e inversión real (C - D)	4,9	3,6	3,7	3,0	2,9	3,3	3,6

(pr) preliminar.

Fuente: DANE-Cuentas Nacionales por sectores institucionales base 2000, cálculos del Banco de la República.

8 Esta reducción se debe a que las contribuciones y los traslados a los fondos de pensiones privados se descuentan de las contribuciones obligatorias a pensiones, lo cual no ocurre si lo hacen al sistema de prima media.

9 Al deflactar el ingreso disponible por el índice de precios implícito de la demanda que incluye bienes importados, permite corregir la capacidad de compra del ingreso por los términos de intercambio.

pérdida de 3,4 pp en su participación con respecto a la que se observaba en 2000. Tres factores explican esta merma: a) la menor participación de las remuneraciones a los asalariados y el ingreso mixto en el PIB; b) la reducción de los ingresos netos provenientes del exterior debido a la apreciación del peso y de los mayores giros netos al exterior por intereses y dividendos, y c) el mayor precio de la canasta de bienes de los hogares frente a los precios de las canastas de bienes de los demás sectores. La pérdida de los hogares ha sido absorbida principalmente por la mayor participación

de las empresas privadas, quienes ganaron 5,2 pp del ingreso disponible real agregado.

El ingreso disponible y el consumo final tanto a nivel agregado como el de los hogares guardan una estrecha relación, pues las evoluciones de sus tasas de crecimiento reales son muy similares. El déficit real en cuenta corriente de la economía colombiana según se estima estaría en 9% como proporción del PIB real, explicado casi en su totalidad por un fuerte incremento en la inversión agregada de la economía.

IV. POLÍTICA MONETARIA Y SISTEMA FINANCIERO

Bajo el esquema de inflación objetivo los agregados monetarios y crediticios son indicadores de la demanda de liquidez, de las decisiones de gasto, de la composición de portafolio y del desempeño de la actividad económica.

En el esquema de *inflación objetivo*, con el cual se conduce actualmente la política monetaria, la tasa de interés se utiliza como instrumento de política. Esto significa que a los niveles escogidos de tasas de expansión y contracción las autoridades deben suministrar al mercado toda la liquidez demandada o recibir del mercado los excesos de liquidez ofrecidos. En consecuencia, la evolución de los agregados monetarios y del crédito refleja básicamente el comportamiento de los agentes en la economía, en cuanto al monto de liquidez que quieren mantener y al volumen de crédito que desean demandar a las tasas de interés vigentes.

De esta manera, cuando las autoridades modifican la postura de la política monetaria por medio de aumentos (reducciones) en las tasas de interés, se busca que los agentes cambien su conducta, en especial sus patrones de gasto y, de esta forma, se impacten las presiones inflacionarias. Normalmente, el comportamiento de los agentes se ve afectado, por un lado, por el efecto directo del alza (baja) en las tasas de interés sobre los costos de financiamiento de los gastos de consumo e inversión y el precio de los activos y, por el otro, por el efecto indirecto a través de cambios en las expectativas de la inflación futura. Esto último ocurre, además, porque las expectativas de inflación determinan de manera fundamental las tasas de interés de largo plazo.

En el proceso de ajustar su comportamiento frente a las variaciones en las tasas de interés, los agentes modifican su demanda de crédito y recomponen su portafolio alterando las tenencias de sus diferentes activos financieros (entre ellos los depósitos incluidos en el agregado monetario M3). En este sentido se afirma que en el esquema actual de política monetaria los agregados monetarios y crediticios tienen un papel pasivo al reflejar el comportamiento de los agentes y, de esta manera, se convierten en un indicador para las autoridades monetarias (mas no el único) de la evolución de la actividad económica.

La postura actual de la política monetaria ha significado un aumento en la tasa de interés de intervención del Banco de la República de 400 pb.

De acuerdo con lo descrito, el comportamiento reciente de los agregados monetarios y crediticios, así como el de las tasas de interés, refleja los efectos de

La desaceleración de la cartera y los agregados monetarios en el último año muestran la efectividad de la política monetaria en moderar el gasto.

la postura de la política monetaria que el Banco ha venido implementando desde hace dos años. Cabe recordar que durante 2006 se presentaron seis aumentos en la tasa de interés de intervención del Banco de la República, en 2007 se realizaron otros ocho, y en febrero y julio de 2008 se han efectuado dos aumentos adicionales¹². De manera complementaria, se estableció un encaje marginal a partir de mayo de 2007¹³, con el cual se buscaba acelerar la transmisión de los cambios en la tasa de intervención del Banco sobre las tasas de interés del mercado y sobre los agregados monetarios y crediticios. En junio de 2008 se eliminó el encaje marginal y se ajustó el ordinario.

En el transcurso de los últimos doce meses se ha observado una desaceleración de las tasas de crecimiento nominal anual de la cartera comercial y de consumo, las cuales pasaron de crecer 32,8% y 46,1%, respectivamente en mayo 2007, a 19,4% y 19,5% en junio de este año. En igual período también se observó una desaceleración en el crecimiento anual del agregado monetario amplio M3 que pasó de 21,4% a 14,1%. Esto estuvo acompañado de aumentos de las tasas de interés del sistema financiero. La tasa promedio de colocación¹⁴ pasó de 14,8% a 17,1%, mientras que la DTF lo hizo de 7,6% a 9,8% en el mismo período.

A. TASAS DE INTERÉS

1. Tasas de interés del Banco de la República y de mercado

Desde finales de abril de 2006 el Banco comenzó a aumentar progresivamente la tasa de interés de las subastas de expansión hasta completar un alza de 400 pb. La última de estas alzas se llevó a cabo en julio de 2008, con la cual la tasa alcanzó un nivel de 10,0%. Como revelan las cifras, en dicho período y hasta 30 de julio de 2008, la tasa interbancaria (TIB) reflejó en su totalidad los aumentos, con un incremento de 411 pb (Gráfico 28, Panel A). A pesar de los últimos dos aumentos en la tasa de interés, en términos reales ésta ha descendido y se encuentra en niveles similares a los registrados a mediados de 2001. Esto último debido a que los aumentos en la inflación han superado las alzas en la tasa nominal (Gráfico 28, panel B).

La transmisión del incremento de 375 pb en la tasa de intervención del Emisor entre abril de 2006 y junio de 2008 a las tasas de interés pasivas del mercado ha sido significativa (Gráfico 29). Para el caso de la captación a través de CDT, la tasa de interés pasó de 6,1% en abril de 2006 a 7,8% en mayo de 2007 y a 10%

12 Durante 2006 la tasa de interés de expansión del Banco de la República aumentó 150 pb, al pasar de 6,00% a 7,50%, y durante 2007 se incrementó 200 pb, para finalizar el año en 9,50%. Estos aumentos se distribuyeron en catorce alzas iguales, cada una de 25 pb. Al cierre de julio de 2008 la tasa se ubicaba en 10,0%.

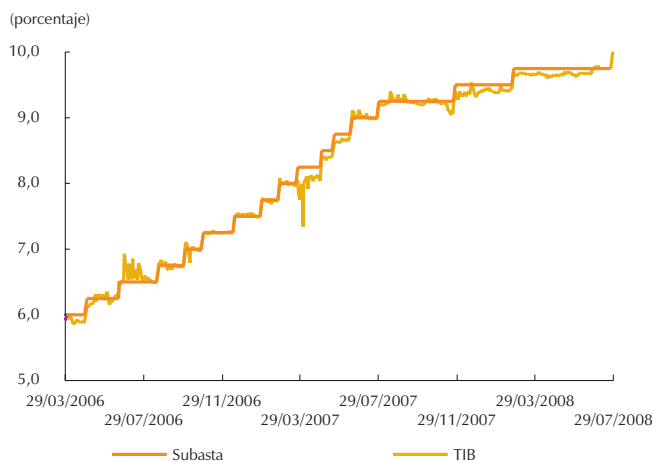
13 El encaje marginal se estableció con base en los depósitos del 7 de mayo de 2007. Entre mayo y junio de 2008, el saldo del requerido marginal fue aproximadamente \$2 billones (b) y representó el 23% del total del requerido.

14 Se refiere a la tasa de colocación metodología Banco de la República.

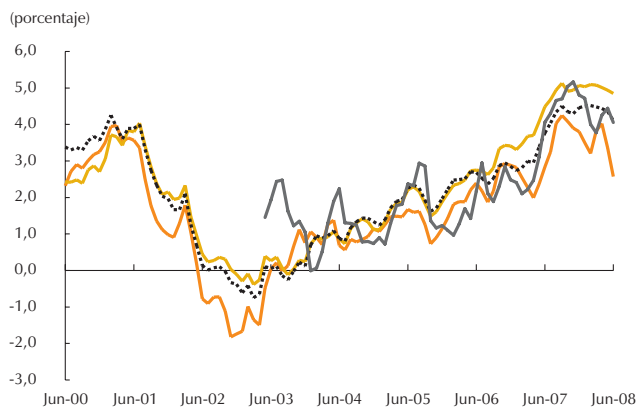
Parte del aumento de la tasa de interés lo ha absorbido el incremento de la tasa de inflación.

Gráfico 28

A. Tasa de interés de subasta de expansión del Banco de la República ^{a/}



B. Tasa de interés real de intervención del Banco de la República, según diferentes deflatores

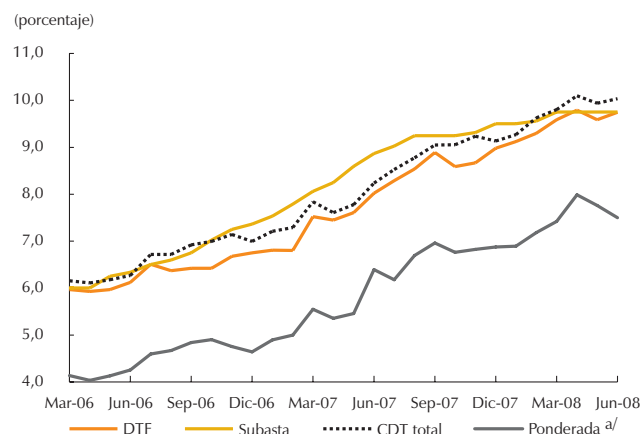


a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles. El último dato corresponde al 29 de julio de 2008.
Fuentes: A: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República; B. DANE, cálculos del Banco de la República.

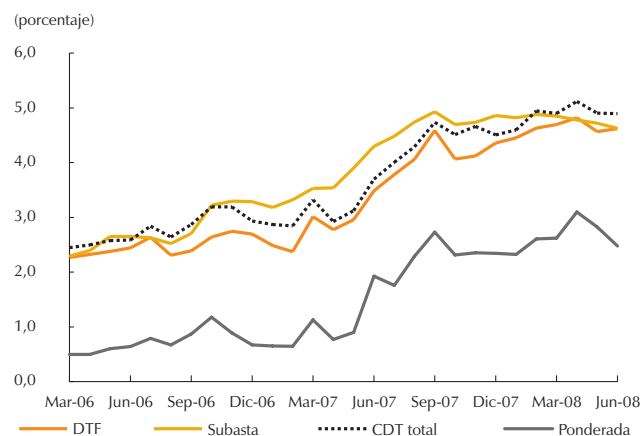
Gráfico 29

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

A. Nominales



B. Reales ^{b/}



a/ La tasa de interés pasiva ponderada mide el costo de las nuevas captaciones del sistema financiero durante el mes, mediante depósitos en cuentas de ahorro, CDT, bonos y repos con el sector real, principalmente.
b/ Deflactada por el IPC sin alimentos.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

en junio de 2008. Por su parte, durante este mismo período la DTF aumentó de 5,9% a 7,6% y a 9,7% y la tasa de interés pasiva ponderada¹⁵ lo hizo de un nivel de 4% a 5,5% y a 7,5%.

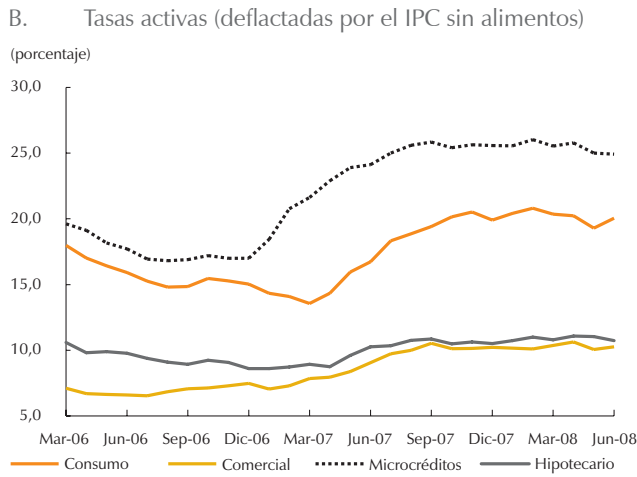
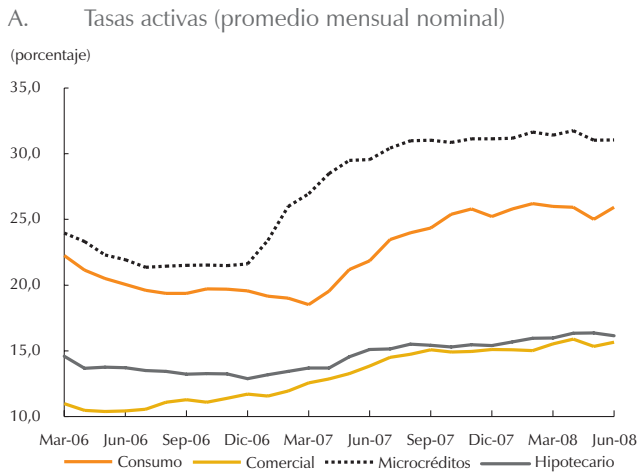
Igualmente, el aumento de la tasa de interés de referencia del Banco de la República se ha transmitido a las tasas de interés activas del sistema financiero. En particular, la tasa de interés activa promedio del sistema¹⁶ fue de 17,1% en junio pasado,

La desvalorización reciente de los TES se relaciona con la formación de mayores expectativas inflacionarias.

15 Incluye la totalidad de depósitos con costo.

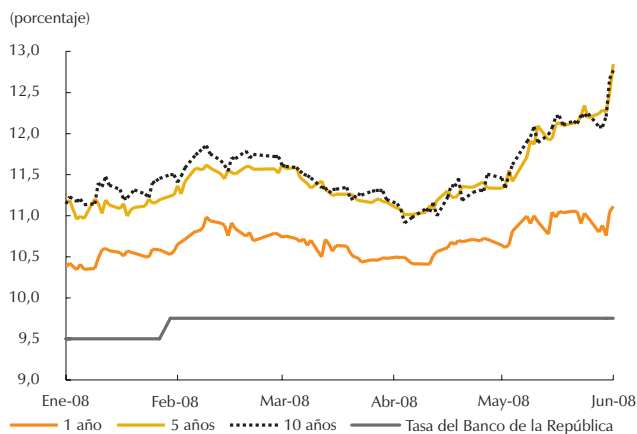
16 Calculada como el promedio ponderado por monto de las tasas de crédito de: consumo, preferencial, ordinario y tesorería para los días hábiles del mes. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso diario.

Gráfico 30
Tasas de interés activas



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

Gráfico 31
Curva cero cupón de TES en pesos y tasa de referencia del Banco de la República, enero 27 de 2008 a junio 27 de 2008



Fuentes: BVC y Banco de la República.

frente a 15,3% en junio de 2007 y 12,9% de abril de 2006 (Gráfico 30). Por tipo de crédito, en la mayoría de las modalidades (consumo, comercial y microcrédito), la tasa de interés presentó un aumento superior a la tasa de expansión del Banco de la República entre abril de 2006 y junio de 2008. En particular, durante este período la tasa de interés de la cartera comercial se elevó de 10,5% a 15,7% (520 pb), la del crédito de consumo aumentó de 21,1% a 25,9% (479 pb) y la de microcrédito lo hizo de 23,3% a 31,1% (773 pb). Cabe anotar que a lo largo del período, en el caso de consumo y microcrédito, el comportamiento de las tasas ha estado acotado por los límites establecidos por las tasas de usura. Por su parte, la tasa de interés de la cartera hipotecaria presentó un crecimiento de 247 pb al pasar de 13,7% en abril de 2006 a 16,1% en junio de 2008.

2. Evolución del mercado de deuda pública local durante el primer semestre de 2008

El primer semestre de 2008 fue un período desfavorable para el mercado de deuda pública local. Las tasas de los TES para todos los plazos de la curva mostraron una tendencia al alza a lo largo del semestre, lo cual implica una desvaloración de los bonos, teniendo en cuenta la relación inversa entre la tasa y el precio. Así, por ejemplo, el bono con vencimiento en 2020, pasó de una tasa de 10,30% en enero a una de 12,52% al cierre de junio, al tiempo que aquel con vencimiento en mayo de 2009 —el de mayor liquidez durante el semestre— pasó de 10,01% a 10,74% durante el mismo período (Gráfico 31).

Las tasas de los TES estuvieron influenciadas por el deterioro en las expectativas de inflación, luego del importante incremento en los precios que se registró durante el semestre. Como ya se mencionó, entre enero y julio la JDBR realizó únicamente dos ajustes en la tasa de interés de referencia a finales de febrero, de 9,5% a 10,0%¹⁷.

17 Desde abril de 2006, cuando comenzó el ciclo de aumentos en la tasa de interés, la JDBR ha incrementado en 400 pb la tasa de referencia.

Los agentes han desplazado su demanda hacia TES de corto plazo, temerosos de pérdidas futuras asociadas a mayor inflación.

Esta relativa estabilidad en la tasa de referencia, junto con el incremento en las expectativas de inflación, han generado un empinamiento en la curva de rendimientos, que se ha profundizado por el aumento en la demanda por títulos de menor duración. La preferencia de los inversionistas por portafolios de menor duración se explica por la menor sensibilidad de los títulos de corto plazo frente a futuros incrementos en la inflación. Adicionalmente, la tendencia al alza estuvo reforzada por la inestabilidad en los mercados internacionales, debido a la profundización de la crisis financiera en los Estados Unidos y a las expectativas sobre una eventual recesión de dicha economía.

B. BASE MONETARIA, CRÉDITO Y FUENTES DE FINANCIAMIENTO DEL SISTEMA FINANCIERO

Como se explicó al inicio del capítulo, la evolución de los agregados monetarios y crediticios refleja el comportamiento de los agentes en la economía, en parte como respuesta a las medidas de política de las autoridades monetarias. En particular, para una tasa de interés dada, el comportamiento de la base monetaria está determinado por las decisiones de los agentes y del sistema financiero en el mercado de liquidez primaria, mientras que el desempeño del crédito refleja las decisiones de gasto de los agentes, y el de M3, las elecciones de portafolio de los agentes junto con el nivel de actividad económica.

1. Base monetaria: usos y fuentes de expansión

a. Usos

La base monetaria, que es la fuente de liquidez primaria de la economía, tiene dos componentes:

- El efectivo en poder del público, cuyo monto está totalmente determinado por la demanda, ya que el banco central suministra toda la liquidez que sea solicitada por los agentes, a una tasa de interés fijada por el banco. En este sentido, la evolución de este agregado depende de las decisiones de las personas y firmas sobre qué tanto dinero utilizar en sus transacciones. Esto, a su vez, depende del costo de oportunidad de mantener efectivo, ya que, aunque no gana intereses y no protege contra la inflación, le permite a los agentes atenuar el impacto del impuesto sobre las transacciones financieras.
- La reserva bancaria depende de las disposiciones de la autoridad monetaria sobre el nivel mínimo de encaje que deben mantener las entidades financieras sobre sus captaciones, así como de las decisiones de las entidades financieras sobre su posición de encaje. Esto está ligado al costo de oportunidad de dichos recursos, que permanecen inactivos

El comportamiento de los agregados monetarios y de crédito arroja información sobre demanda de liquidez, decisiones de gasto, composición de portafolios y actividad económica.

en el banco central o en sus cajas¹⁸ y a la penalización que sufren las entidades que presentan posiciones negativas.

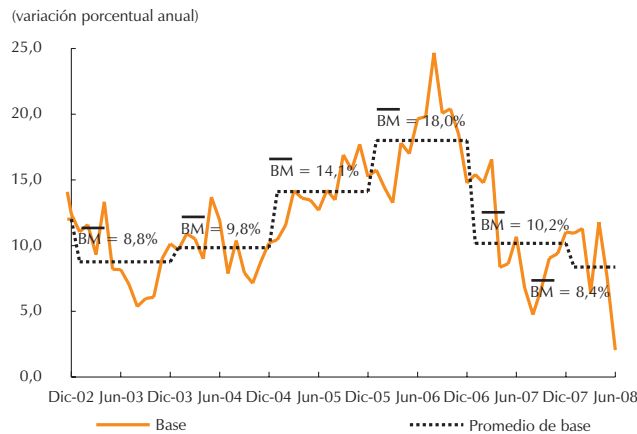
En lo corrido de 2008 a junio la base monetaria presentó una variación promedio anual de 15,1%, equivalente a 8,4% en términos reales (Gráfico 32). Este resultado es inferior en cerca de 4 pp al observado durante el mismo período de 2007 y es producto de la menor demanda por efectivo, del mayor crecimiento de la reserva bancaria y del incremento en las tasas de interés en el mercado. En particular, entre

enero y junio de 2008 los aumentos promedio anuales del efectivo y de la reserva bancaria fueron 9,1% y 30,2%, respectivamente (2,7% y 22,5% real).

La demanda por efectivo se ha desacelerado de manera notable, de forma tal que al cierre de junio de 2008 su variación anual fue de 6,5% frente a 10,3% en el mismo período de 2007. Dicha disminución ha coincidido con el aumento de las tasas de interés y de la inflación, factores que incrementan el costo de oportunidad de mantener dinero en efectivo.

Por su parte, la reserva bancaria aumentó 15,6% anualmente en igual fecha. Como se ha mencionado en ocasiones anteriores, el aumento de la reserva bancaria obedece, en buena parte, a las medidas que adoptó la JDBR en materia de encaje en mayo de 2007. Si bien hubo un cambio de composición de los pasivos sujetos a encaje (PSE) desde aquellos con encaje más alto (cuentas corrientes y de ahorro) a los de menor encaje (CDT), tanto el impacto de la medida como los mayores niveles de los PSE llevaron a los más altos niveles de reserva registrados.

Gráfico 32
Base monetaria real



Fuente: Banco de la República.

b. Fuentes de expansión de la base

La liquidez primaria de la economía es suministrada por el Banco de la República por medio de sus operaciones con el resto de agentes, especialmente con las entidades financieras. El Banco inyecta liquidez a la economía cuando adquiere activos o presta recursos al sistema financiero y la sustrae cuando realiza las operaciones opuestas (vende activos y toma prestado recursos de la economía).

Como se observa en el Cuadro 8, en 2007 y en lo corrido de 2008 hasta el 30 de junio, la compra de divisas por parte del Banco fue la fuente principal de suministro de liquidez en pesos a la economía. Si esta inyección se torna excesiva, es posible que las tasas de interés se sitúen temporalmente por debajo de los

La mayor demanda de reserva bancaria tiene que ver con la imposición de encaje marginal dispuesta en mayo de 2007.

18 En la actualidad el Banco de la República remunera el encaje ordinario con una tasa de interés efectiva anual equivalente al 37,5% de la meta de inflación en el caso de las cuentas corrientes y los ahorros, e igual a la meta de inflación en el caso de los certificados de depósito a término (CDT).

niveles necesarios para alcanzar las metas de inflación. En este caso el Banco de la República debe efectuar operaciones compensatorias para drenar liquidez de la economía¹⁹.

Así, por ejemplo, en el cuadro anterior (última columna) se observa que la expansión de la oferta de base monetaria que resultó de las compras de divisas por

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

	2006	2007					2008		
		Mar.	Jun.	Sep.	Dic.	Acumulado	Mar.	Jun.	Acumulado
I. Gobierno	2.000	(2.194)	(5.565)	2.708	2.935	(2.117)	(4.187)	271	(3.916)
Traslado de utilidades ^{a/}	793	0	0	0	0	0	1.415	0	1.415
Pesos	793					0	1.415	0	1.415
Depósitos en el Banco de la República	1.207	(2.194)	(5.565)	2.708	2.935	(2.117)	(5.602)	271	(5.331)
II. TES regulación	(326)	(914)	(57)	(39)	(151)	(1.161)	(147)	(981)	(1.128)
Compras definitivas	633	60	0	0	0	60	0	0	0
Ventas definitivas	(430)	(660)	0	0	0	(660)	(137)	(823)	(960)
Vencimiento	(529)	(315)	(57)	(39)	(151)	(561)	(10)	(158)	(169)
III. Operaciones de liquidez del Banco de la República	2.586	(6.046)	4.641	(2.525)	2.438	(1.492)	(1.571)	733	(837)
Expansión ^{b/}	2.586	(6.046)	5.801	(3.269)	2.281	(1.233)	(1.713)	1.102	(610)
Contracción	0	0	(1.160)	743	158	(259)	142	(369)	(227)
IV. Divisas	(482)	8.517	1.835	(1)	(25)	10.326	505	1.346	1.851
Opciones <i>put</i> para control de volatilidad	1.398	0	759	359	1	1.119	505	422	927
Opciones <i>call</i> para control de volatilidad	(2.315)	0	(347)	(360)	(26)	(732)	0	0	0
Opciones de acumulación de reservas							0	798	798
Subasta compra directa							0	127	127
Intervención discrecional	2.702	8.517	1.422	0	0	9.939	0	0	0
Venta de divisas al Gobierno	(2.268)	0	0	0	0	0	0	0	0
V. Otros^{c/}	450	111	(748)	(714)	1.179	(173)	275	454	729
Variación total de la base	4.228	(527)	106	(572)	6.377	5.383	(5.125)	1.823	(3.302)
Saldo de la base	27.032	26.505	26.611	26.039	32.415	32.415	27.291	29.114	29.114

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

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

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

Fuente: Banco de la República.

19 A estos mecanismos compensatorios se les denomina operaciones de esterilización de los efectos monetarios de la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario.

El efecto monetario de la compra de divisas se ha compensado con mayores depósitos del Gobierno, reducción de repos y venta de TES.

parte del Banco de la República, equivalente a \$1.851 miles de millones (mm) en el período enero a junio de 2008, fue compensada principalmente mediante los siguientes factores:

- Aumento de los depósitos del Gobierno en el Banco de la República: \$5.331 mm.
- Reducción de las operaciones netas de liquidez²⁰ por parte del Banco de la República: \$837 mm.
- Ventas y vencimientos netos de TES: \$1.128 mm.

Otros factores de expansión de la base en lo corrido de 2008 a junio fueron:

- La transferencia de utilidades del Banco de la República al Gobierno nacional por \$1.415 mm.
- Otros conceptos, por \$729 mm, entre los cuales se encuentran principalmente la reducción de los depósitos de endeudamiento e inversión de portafolio externos y efectos expansionistas del estado de resultados del Banco de la República.

Como resultado de lo anterior, la base monetaria se redujo en \$3.302 mm entre enero y junio de 2008. Es importante señalar que desde el segundo semestre de 2007 el Banco de la República no ha adquirido divisas en el mercado cambiario de manera discrecional sino por medio de subastas.

El 28 de marzo el Banco de la República anunció la realización de subastas mensuales de opciones *put* para acumulación de reservas por US\$150 m, las cuales se efectuaron durante el segundo trimestre. Posteriormente, en su reunión del 20 de junio, informó la sustitución de dichas subastas de opciones por subastas diarias de compra directa por US\$20 m (aproximadamente, US\$400 m al mes), las cuales se llevarán a cabo en lo que resta del año. Para compensar parcialmente los efectos monetarios de esta intervención, la JDBR modificó el régimen de encaje bancario, eliminando el encaje marginal y elevando el encaje ordinario de 8,3% a 11,5% para las cuentas corrientes y de ahorros, y 2,5% a 6% para los CDT a partir de la bisemana que empieza el 3 de septiembre de 2008²¹. Esto ha afectado el P y G del Banco de la República, como se explica en detalle en el capítulo VIII de este Informe.

2. Fuentes de financiamiento del sistema financiero y M3

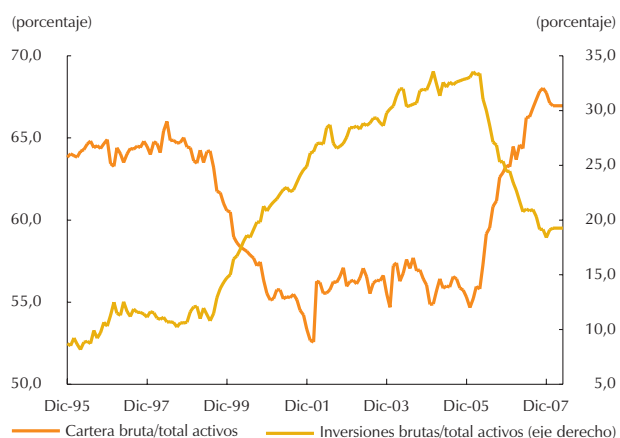
Entre 2006 y 2007 una parte importante del crecimiento de la cartera de los establecimientos de crédito fue financiada mediante la liquidación de su posición en inversiones, principalmente venta de TES. Este comportamiento empezó a rever-

La JDRB se ha comprometido con la compra de US\$20 m diarios por lo que resta del año.

20 Las subastas de depósitos remunerados no constitutivos de encaje se suspendieron en diciembre de 2007. Las operaciones de contracción que ha realizado el Banco de la República en 2008 han sido únicamente por medio de ventanilla.

21 La bisemana que empieza el 3 de septiembre de 2008 corresponde a los PSE reportados entre el 13 y el 26 de agosto de 2008.

Gráfico 33
Cartera e inversiones (brutas)/total activos ^{a/}



a/ Sin entidades financieras especiales.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

tirse desde mediados de 2007, y entre junio de 2007 y junio de 2008 las inversiones en el sistema financiero aumentaron \$933 mm (Gráfico 33 y Cuadro 9).

En el último año los PSE han sido la principal fuente para la expansión de la cartera, en especial las captaciones por medio de CDT. Los depósitos en el sistema financiero aumentaron \$18.371 mm en términos anuales a junio de 2008 (15,3%). Vale la pena destacar que, como resultado del diferencial de encajes que caracterizó la medida del encaje marginal, las entidades financieras han sido más agresivas en la captación de recursos de menor encaje (CDT y bonos) en relación con los de mayor encaje (ahorros y cuentas corrientes). Así, los depósitos de ahorro pasaron de registrar

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

	Saldos fin de (millones de pesos)			Variación anual absoluta		Variación anual porcentual	
	Jun-06	Jun-07	Jun-08	Jun-07	Jun-08	Jun-07	Jun-08
Activo							
Posición propia de contado ^{a/}	2.041	1.740	3.082	(2.846)	(287)	(1,6)	(0,1)
Reserva bancaria	5.345	8.417	9.732	3.073	1.314	57,5	15,6
OMA pasivas del Banco de la República y depósitos remunerados no constitutivos de encaje	0	88	50	88	(37)	---	---
Cartera + leasing	76.453	100.680	119.399	24.227	18.719	31,7	18,6
Cartera neta (m/n)	70.084	91.642	108.187	21.558	16.545	30,8	18,1
Cartera de leasing (m/n)	6.369	9.038	11.212	2.669	2.174	41,9	24,1
Inversiones	39.657	33.749	34.682	(5.908)	933	(14,9)	2,8
Otros netos	(14.826)	(18.144)	(23.608)	(772)	(3.835)	22,4	30,1
Total	108.669	126.530	143.338	17.861	16.808	16,4	13,3
Pasivo							
Operaciones netas con el Banco de la República	6.714	6.205	4.642	(509)	(1.563)	(7,6)	(25,2)
PSE	101.955	120.325	138.696	18.370	18.371	18,0	15,3
Ahorros	46.882	54.578	54.614	7.696	36	16,4	0,1
Cuentas corrientes	16.476	17.972	20.003	1.496	2.032	9,1	11,3
CDT	30.165	37.581	51.711	7.416	14.130	24,6	37,6
Depósitos fiduciarios	2.304	3.959	4.430	1.655	471	71,8	11,9
Depósitos a la vista	2.066	1.900	2.541	(166)	642	(8,0)	33,8
Bonos	3.628	3.996	5.237	368	1.241	10,1	31,1
Repos (TGN + sector real)	434	339	158	(95)	(181)	(21,9)	(53,4)
Cédulas	1	0	0	(0)	(0)	(22,5)	(10,9)
Total	108.669	126.530	143.338	17.861	16.808	16,4	13,3

Nota: corresponde al mes monetario.

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

Fuente: Banco de la República.

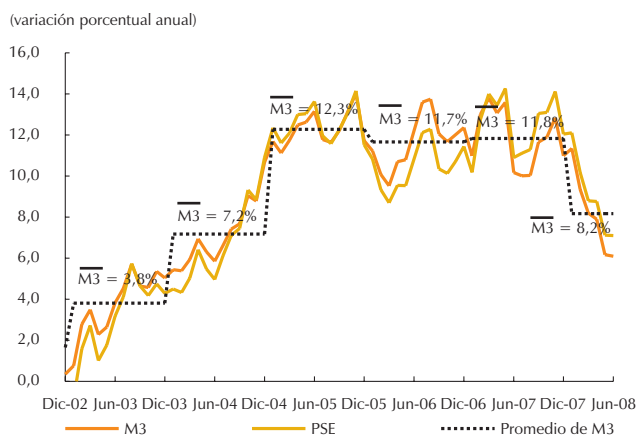
En 2007 la principal fuente de financiación de la cartera fueron los depósitos, a diferencia de 2006, cuando cumplió un papel importante.

un crecimiento anual de 16,4% en junio de 2007, a 0,1% en junio de 2008, mientras que los CDT y los bonos pasaron de tasas de crecimiento anual de 24,6% y 10,1%, respectivamente en junio 2007, a 37,6% y 31,1% en el mismo mes de 2008. En el caso de las cuentas corrientes, aunque el dato puntual del cierre de junio de 2008 muestra un mayor crecimiento que el observado en 2007, también se han desacelerado. En promedio, durante el primer semestre de 2007 la cuentas corrientes tuvieron un aumento anual del 14,7%, mientras que en igual período de 2008, en promedio han tenido una variación anual del 9,7%. Por esta razón, en el último año la composición de los PSE ha variado de manera notable.

El comportamiento de los PSE se reflejó en un crecimiento promedio anual del M3 de 14,9% en lo corrido de 2008 a junio (14,1% a finales del mismo mes) equivalente a un incremento real de 8,2% (Gráfico 34).

Principalmente, se ha evidenciado una desaceleración en el ritmo de los agregados monetarios del sector privado (Cuadro 10). A finales de mayo pasado, el M3 privado creció a una tasa de 13,5%, frente a 22,3% un año antes²². Por su parte, el aumento de los PSE privados pasó de 23,9% en mayo de 2007 a 14,3% en igual mes de 2008.

Gráfico 34
Agregado amplio M3 real



Fuente: Banco de la República.

3. Cartera de créditos

Las decisiones sobre tasa de interés y encaje que ha tomado la JDBR se han reflejado en menores tasas de aumento de la cartera. En junio de 2008 la cartera bruta en moneda nacional²³ creció 18,7% anual, mientras que la cartera total, que incluye créditos en moneda extranjera, lo hizo al 19,1% (Cuadro 11). Estas cifras son inferiores en más de 10 pp a las observadas en igual mes de 2007.

Por tipo de cartera, entre junio de 2007 y junio de 2008 se destaca la reducción de 25 pp en el ritmo de crecimiento anual de la cartera de consumo, de 7,6 pp en la comercial y de 6,0 pp en la destinada al microcrédito.

En términos reales, la cartera bruta de los establecimientos de crédito empezó a desacelerarse desde comienzos de 2007. En particular, la variación anual real de este rubro pasó de niveles cercanos al 30% a comienzos de 2007 a 12% a mayo de 2008. Según destino del crédito, en mayo de 2008 la cartera

El crecimiento de la cartera total, que incluye créditos en moneda extranjera, fue 19,1%, inferior en 10 pb comparado con el de un año atrás.

22 La información utilizada en la división de los agregados monetarios entre los sectores público y privado sólo se encuentra disponible al mes de mayo de 2008, ya que la misma se obtiene de los balances que el sector financiero reporta a la Superintendencia Financiera de Colombia.

23 Sin incluir *leasing* financiero.

La mayor
desaceleración de
cartera ha sido en la
destinada a consumo,
cuyo crecimiento cayó
25 pb.

Cuadro 10
Oferta monetaria ampliada: M3 público y privado
(miles de millones de pesos)

	Saldos a mayo		Crecimiento anual en 2008 (%) ^{a/}	
	2007	2008	May-08	Ene-may/08
M3 privado	113.237	128.486	13,5	15,1
Efectivo	17.483	19.029	8,8	9,5
PSE	95.754	109.457	14,3	16,1
Cuentas corrientes	13.058	13.702	4,9	7,9
CDT	34.425	47.565	38,2	37,1
Ahorro ^{b/}	42.492	41.051	(3,4)	2,7
Otros	5.779	7.139	23,5	13,6
M3 público	26.335	29.194	10,9	15,3
Cuentas corrientes	4.349	4.966	14,2	8,6
CDT	1.958	3.196	63,2	29,5
Ahorro	12.468	14.382	15,4	13,3
Otros	7.560	6.650	(12,0)	26,5
M3 total	139.572	157.680	13,0	15,1
Efectivo	17.483	19.029	8,8	9,5
PSE	122.089	138.651	13,6	16,0
Cuentas corrientes	17.407	18.668	7,2	8,0
CDT	36.383	50.761	39,5	36,7
Ahorro	54.960	55.433	0,9	5,1
Otros	13.339	13.788	3,4	35,5

a/ Variación porcentual anual.

b/ No incluye los depósitos de la Caja de Vivienda Militar creada en julio de 2006.
Fuentes: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia.

Cuadro 11
Cartera bruta del sistema financiero ^{a/}

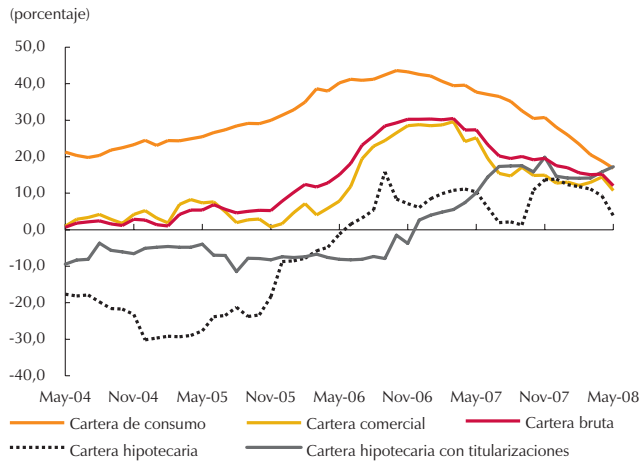
	Saldo en miles de millones de pesos, fin de junio de			Crecimiento porcentual anual, fin de junio de		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
A. Moneda nacional	73.227	95.699	113.600	22,8	30,7	18,7
Hipotecaria	7.608	8.550	9.479	5,5	12,4	10,9
Consumo	21.652	31.304	37.419	47,5	44,6	19,5
Microcrédito	1.468	1.840	2.196	38,2	25,3	19,3
Comercial	42.498	54.006	64.506	15,9	27,1	19,4
B. Cartera hipotecaria ajustada	9.944	11.825	13.775	(0,7)	18,9	16,5
C. Moneda extranjera	5.320	5.661	7.075	40,2	6,4	25,0
D. Total (A + C)	78.547	101.360	120.675	23,9	29,0	19,1
E. Leasing financiero (ml + me) ^{b/}	6.548	9.325	11.613	44,4	42,4	24,5
F. Total cartera con leasing (D + E)	85.095	110.684	132.289	25,2	30,1	19,5

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

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

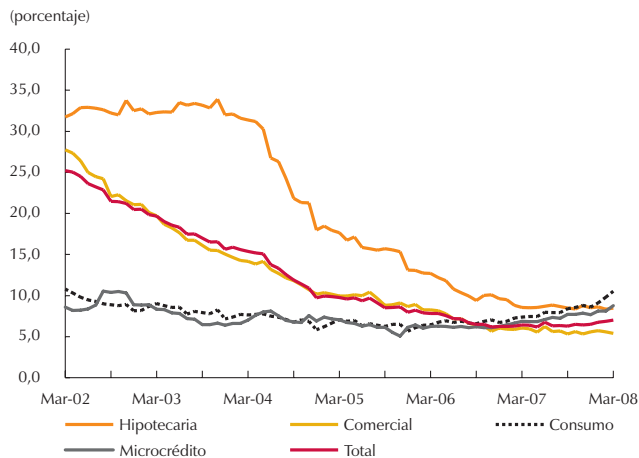
Fuente: Formato 281 de la Superintendencia Financiera (cuentas activas y pasivas).

Gráfico 35
Crecimiento real anual de la cartera bruta de los establecimientos de crédito^{a/}



a/ Deflactado con el IPC total.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, Titularizadora Colombia y cálculos del Banco de la República.

Gráfico 36
Calidad de la cartera por tipo de crédito: (cartera riesgosa/cartera bruta)



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

real de consumo aumentó 16,8% anual, la comercial 10,7% y la hipotecaria 3,9%, frente a 37,7%, 25,2% y 10,4% respectivamente en la misma fecha del año anterior (Gráfico 35)²⁴.

En lo corrido del presente año la menor dinámica del crédito descrita, se ha contrastado con el crecimiento de la cartera riesgosa²⁵, la cual se mide con el indicador de calidad de cartera (IC)²⁶, que pasó de 6,6% en diciembre de 2007 a 7,1% en marzo de 2008. Este deterioro en el indicador ha sido más acentuado en las modalidades de crédito de consumo y microcrédito (Gráfico 36). En el primer caso, el índice de calidad de cartera pasó de 8,6% en diciembre de 2007 a 10,5% en marzo de 2008, mientras que en cuanto al microcrédito, el indicador pasó de 7,7% a 8,8% durante el mismo período. Por el contrario, la cartera comercial es la modalidad con mejor indicador de calidad, y presenta un avance, al pasar de 5,6% en diciembre de 2007 a 5,4% en marzo de 2008. Por su parte, el IC de la cartera hipotecaria continúa estable para el primer trimestre de 2008, ubicándose en un 8,5%.

Vale la pena resaltar que a pesar de la desmejora en el IC total, se ha registrado un incremento en los niveles de cobertura. Así, desde 2002 el indicador de cubrimiento de la cartera (provisiones/cartera riesgosa) muestra una tendencia creciente, alcanzando en marzo de 2008 un nivel de 55,7% (Gráfico 37, panel A). Se destaca en especial la alta cobertura en la modalidad de crédito comercial (67%), seguido por el microcrédito y el consumo (51,8% y 48,2%, respectivamente). Lo anterior revela una mayor protección para las entidades financieras ante la eventualidad de no pago de los deudores, que también se evidencia en el crecimiento de la razón de provisiones sobre cartera total (Gráfico 37, panel B).

Esta mejoría en el indicador de cubrimiento es atribuida fundamentalmente a la entrada en funcionamiento del sistema de administración del riesgo crediticio

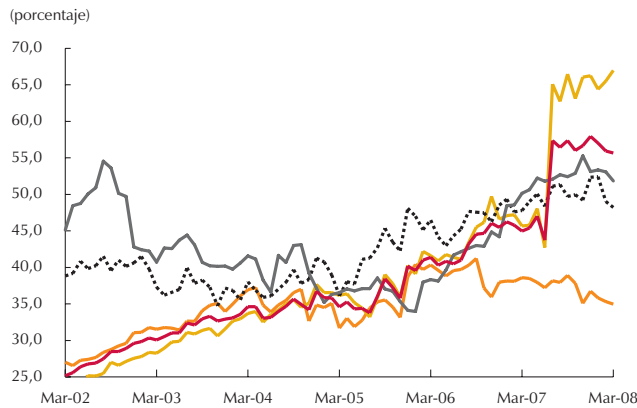
24 Estos datos tienen como fuente los balances mensuales de los establecimientos de crédito. Los balances de junio de 2008 no se encontraban disponibles al momento de la elaboración de este documento, razón por la cual la información se presenta a mayo.

25 Siendo la cartera riesgosa todo crédito que tiene una calificación distinta de A.

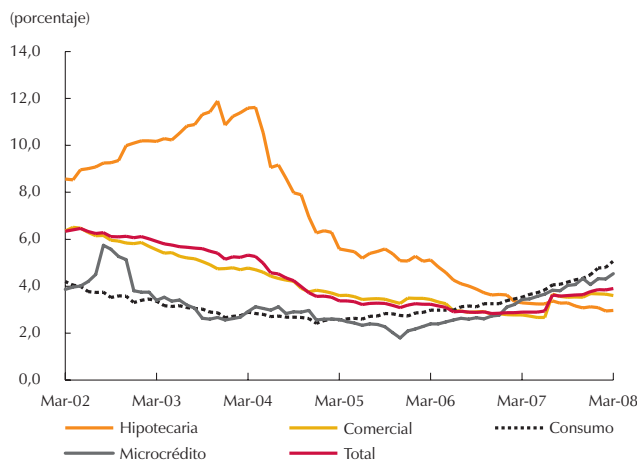
26 Dicho indicador se mide como la razón de cartera riesgosa a cartera bruta.

Gráfico 37
Indicador de cubrimiento

A. Provisiones/cartera riesgosa



B. Provisiones/cartera total



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

(SARC)²⁷, el cual busca fortalecer la suficiencia y consistencia de las provisiones del sistema financiero de acuerdo con el nivel de riesgo existente en cada momento del tiempo. Es importante señalar que en junio de 2007 entró en vigencia el SARC para la cartera comercial, que en 2008 lo hará para la cartera de consumo, y próximamente para las otras modalidades de crédito.

El análisis del otro indicador de cubrimiento de la cartera, como es el de la razón entre provisiones y cartera vencida, muestra que Colombia continúa presentando los niveles más bajos en comparación con otros países de la región. Sin embargo, cabe señalar que mientras el indicador para Perú y Colombia es muy estable, otros países como Argentina, México y Venezuela siguen presentando claros deterioros en el cubrimiento de la cartera (Gráfico 38, panel A).

Para lo que resta de 2008 los riesgos del sistema financiero dependerán de la coyuntura económica, la volatilidad de los mercados financieros internacionales, las obligaciones financieras del Gobierno y las medidas de política monetaria. La desaceleración de la economía llevará a un menor crecimiento del crédito. Por su parte, la dinámica de la cartera riesgosa estará influenciada por la carga financiera de los hogares, principalmente por el mayor crecimiento del crédito de consumo y de las tasas de interés. Se debe llamar la atención con respecto a que los deudores que

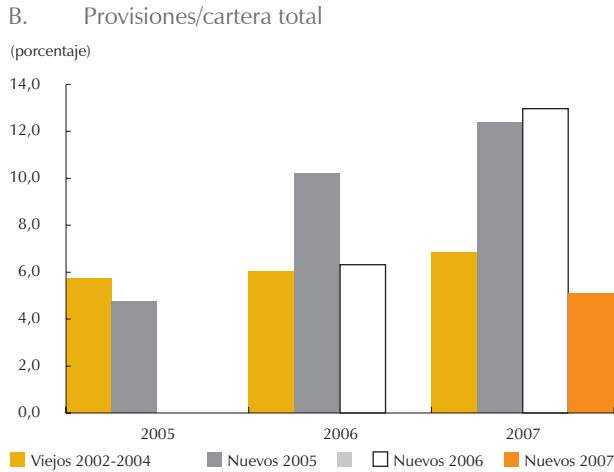
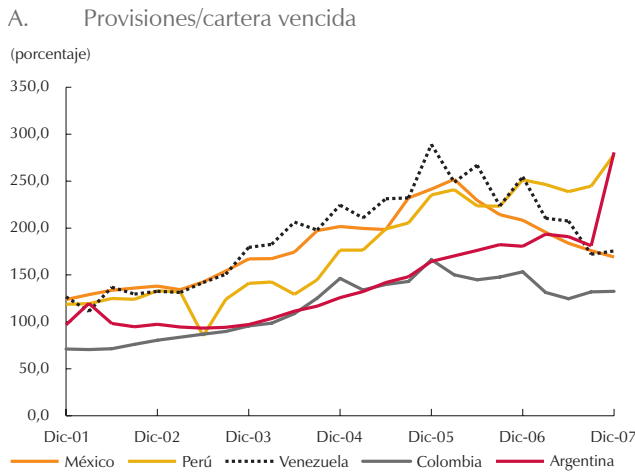
contrataron créditos de consumo por primera vez en 2005 o 2006 aumentaron su tendencia a entrar en mora un año después, elevando en más del doble el indicador de cartera riesgosa de estos individuos. Esto contrasta con el leve incremento en este indicador para los deudores antiguos (2002-2004) y para los deudores nuevos durante 2007 (Gráfico 38, panel B). Esto último sugiere una mayor cautela para otorgar crédito.

Finalmente, se observa una notable mejoría en los indicadores para la cartera comercial, gracias a la entrada en funcionamiento del SARC, puesto que dicha regulación genera incentivos para el desarrollo de modelos internos de riesgos y para un aprovisionamiento suficiente que supla futuras pérdidas esperadas en las diferentes entidades financieras.

El deterioro de la cartera se ha estado cubriendo con mayores provisiones por parte de las entidades de crédito.

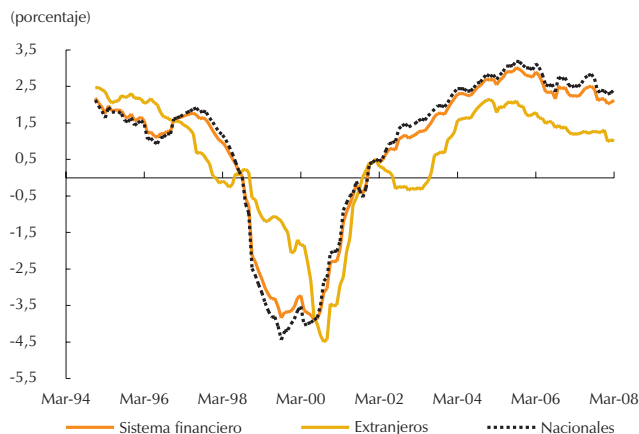
27 Por medio del SARC las entidades pueden determinar sus propios criterios de administración del riesgo de crédito con base en el perfil de riesgo y el comportamiento de los deudores. El SARC, por tanto, hace énfasis en la mitigación del riesgo y en poder establecer de manera anticipada las provisiones.

Gráfico 38
Otros indicadores de cubrimiento



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

Gráfico 39
Rentabilidad del activo

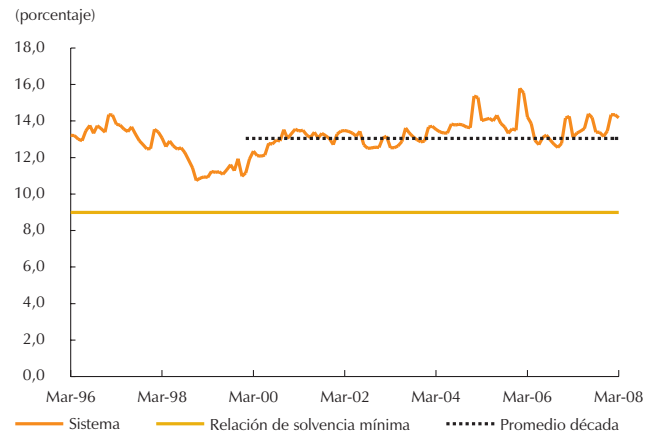


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

A pesar del deterioro de la cartera, la rentabilidad²⁸ continúa en niveles históricamente altos, pero presentando una tendencia decreciente desde 2006, con un registro de 2,1% en marzo de 2008, frente a 2,3% en igual mes de 2007 (Gráfico 39). Así mismo, el indicador de solvencia²⁹ para el conjunto del sistema financiero continúa en niveles altos y por encima del mínimo regulatorio (9%), ubicándose en 14,2% a marzo de 2008. Esto significa que la expansión de las actividades de intermediación financiera no se encuentra restringida por los niveles de capital (Gráfico 40).

El *Reporte de Estabilidad Financiera* que será publicado el próximo septiembre presentará un análisis detallado y actualizado de los diferentes riesgos que enfrenta el sistema financiero.

Gráfico 40
Relación de solvencia de los establecimientos de crédito



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

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

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

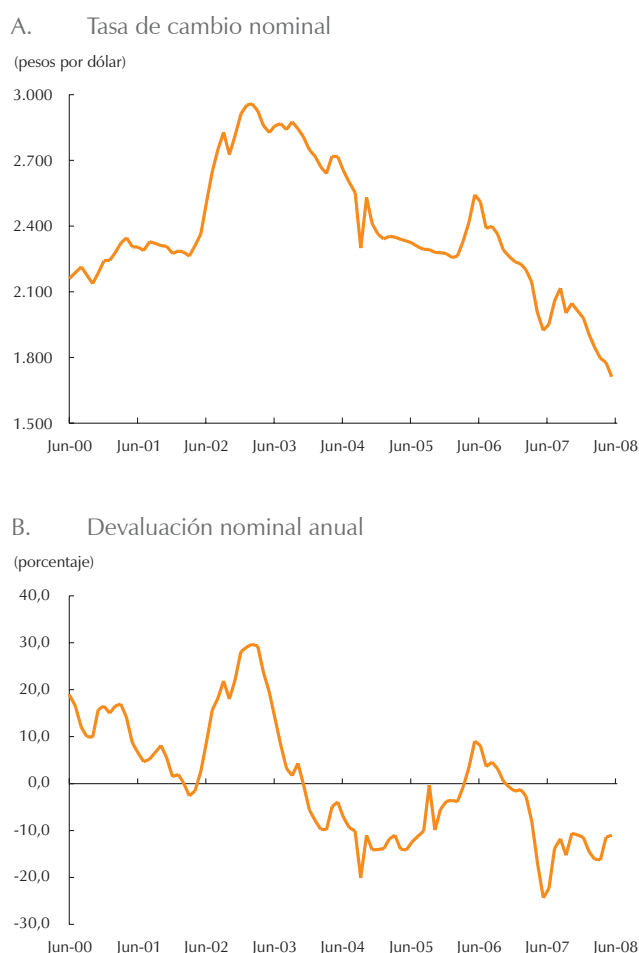
V. SECTOR EXTERNO

No obstante la turbulencia internacional, la desaceleración de algunos socios comerciales y la apreciación real del peso, el comercio exterior de bienes ha mostrado un buen desempeño, en parte por los buenos términos de intercambio, de forma que las cifras al mes de abril registran un superávit en su balanza comercial.

A. EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CAMBIO NOMINAL Y REAL EN 2008 EN COLOMBIA

El comportamiento de la cotización del peso colombiano no ha sido ajeno a la gran incertidumbre de los mercados financieros internacionales en torno del desempeño de la economía de los Estados Unidos, a la crisis hipotecaria en ese país (que ha vulnerado su estructura financiera y el comportamiento de otras economías desarrolladas) y al auge en los precios del petróleo y otras materias primas. A lo anterior se suma la baja percepción de riesgo sobre la deuda soberana de Colombia, lo cual se convierte en un estímulo para la inversión en el país. Todo ello ha contribuido a que, en un escenario de mayor volatilidad cambiaria, se mantenga la tendencia a la apreciación del peso colombiano, iniciada en años recientes, situación que ha sido común a la de otras economías emergentes.

Gráfico 41



Fuente: Banco de la República.

En efecto, en lo corrido de 2008 hasta junio, la tendencia a la apreciación del peso con respecto al dólar se acentuó y de esta manera continuó con la trayectoria iniciada desde el segundo semestre de 2006 (Gráfico 41). En promedio, entre enero y junio de 2008 la revaluación nominal anual fue de 13,5%, frente a igual período de 2007. Al finalizar junio de 2008 la cotización peso-dólar registró una disminución de \$301,9 (15,0%) frente a la observada en diciembre de 2007.

Como ya se ha mencionado, una de las principales causas de la apreciación del peso es el debilitamiento del dólar, lo cual ha afectado también a las monedas de

El comportamiento de la cotización del peso colombiano no ha sido ajeno a la gran incertidumbre de los mercados financieros internacionales en torno del desempeño de la economía de los Estados Unidos, a la crisis hipotecaria en ese país y al auge en los precios del petróleo y otras materias primas.

la mayoría de economías del mundo. En efecto, en promedio en lo corrido del año a junio, varias monedas fuertes también se han apreciado frente al dólar: es el caso del euro (13,2%), el yen japonés (12,6%) y el dólar canadiense (11,2%) (Cuadro 12).

De igual forma, durante el primer semestre, el valor del dólar ha experimentado considerable disminución con respecto a las economías emergentes: frente al real de Brasil, 17,0%, al peso chileno, 12,6%, y al sol peruano, 10,4%. Cabe destacar que la cotización peso argentino-dólar registró una devaluación de 1,5%. Por otra parte, el análisis de todo el período de 2003 a junio de 2008 muestra que la apreciación nominal de la mayoría de las monedas fue sustancial con respecto al dólar. En los casos del real, el euro, la libra esterlina, el dólar canadiense y el peso chileno, la apreciación fue mayor que la del peso colombiano.

En informes pasados y en diversas publicaciones, el Banco de la República ha hecho especial énfasis en señalar que cualquier análisis de competitividad del país debe tener en cuenta, entre otras variables, el desempeño de la tasa de cambio real más que de la tasa de cambio nominal peso-dólar, pues incorpora al análisis los diferenciales en costos de producción entre países; es decir, descuenta la inflación del cálculo del valor de la moneda. Al respecto, la definición estándar y comúnmente utilizada de tasa de cambio real, es la que aplica un índice de precios interno y externo como aproximación de costos. La interpretación del significado económico de la tasa de cambio real (TCR) depende directamente de la forma como se utilicen y combinen los distintos índices de costos/precios en la construcción de la TCR.

A partir de lo anterior, se pueden construir indicadores de TCR bilaterales o multilaterales para analizar la competitividad de los bienes producidos y/o exportados

Cuadro 12
Tasa de cambio nominal: moneda extranjera frente al dólar^{al}

	Variaciones porcentuales anuales promedio		
	2003-2008	2007	a junio de 2008
Colombia	(4,6)	(11,9)	(13,5)
Venezuela	12,3	0,0	0,0
Ecuador	0,0	0,0	0,0
México	2,0	0,3	(3,1)
Brasil	(8,5)	(10,6)	(17,0)
Zona del euro	(7,7)	(8,4)	(13,2)
Perú	(3,1)	(4,5)	(10,4)
Japón	(2,3)	1,2	(12,6)
Chile	(6,1)	(1,6)	(12,6)
Canadá	(7,7)	(5,5)	(11,2)
Inglaterra	(5,1)	(8,0)	(0,2)
Argentina	1,0	1,4	1,5

Fuentes: bancos centrales y Banco de la República.

Cualquier análisis de competitividad del país debe tener en cuenta, entre otras variables, el desempeño de la tasa de cambio real más que de la tasa de cambio nominal peso-dólar, pues incorpora al análisis los diferenciales en costos de producción entre países.

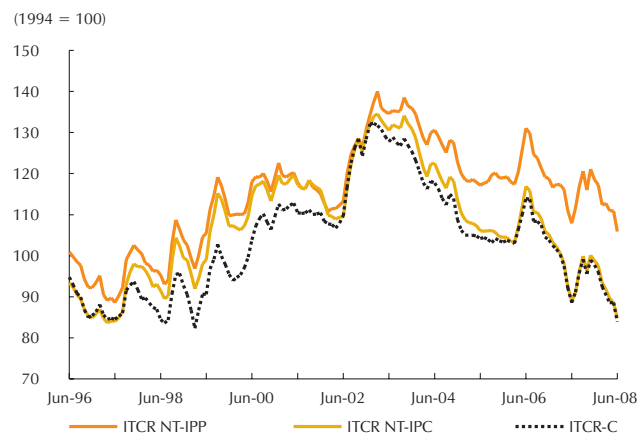
por un país frente a los de países con los cuales comercia o compite. Por ejemplo, al analizar la evolución de los índices bilaterales con respecto a cada uno de los socios comerciales, para el período comprendido entre diciembre de 2003 y junio de 2008 se observa que en términos reales el peso colombiano se apreció 3,0% anual frente al dólar y se depreció en términos anuales con respecto al euro (2,0%) y frente algunas monedas de la región, como el real (9,7%), el peso chileno (4,7%), el bolívar (2,1%) y el peso argentino (1,9%) (Cuadro 13). No obstante, en lo corrido de 2008 a junio la apreciación real ha sido más pronunciada frente a monedas como el dólar, la libra esterlina y el peso mexicano.

Cuadro 13
Tasa de cambio real bilateral: peso colombiano frente a moneda extranjera^{a/}

	Variaciones porcentuales anuales promedio			
	2000-2002	2003-2008	2007	2008 a junio
Estados Unidos	4,6	(3,0)	(8,7)	(7,6)
Venezuela	1,9	2,1	3,8	0,3
Ecuador	14,6	(5,0)	(10,9)	(11,3)
México	8,8	(5,0)	(9,9)	(10,6)
Brasil	2,1	9,7	2,9	11,7
Zona del euro	1,6	2,0	(2,6)	0,4
Perú	3,1	(2,5)	(6,5)	(0,5)
Japón	(1,7)	(4,9)	(11,9)	(1,1)
Chile	(3,8)	4,7	(5,8)	5,7
Canadá	3,2	0,3	(6,4)	(5,8)
Inglaterra	1,2	(1,0)	(2,4)	(11,0)
Argentina	(13,6)	1,9	(4,0)	(3,8)

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

Gráfico 42
Índice de la tasa de cambio real



Fuente: Banco de la República.

Por su parte, el Gráfico 42 presenta las medidas de *TCR multilateral*, que tradicionalmente publica y calcula el Banco de la República, para las cuales utiliza como indicadores de costos relativos el IPC y el IPP, tanto de Colombia como de los países con los cuales comercia. El Banco también publica un índice que evalúa la competitividad de un grupo de bienes en el mercado de los Estados Unidos (café, flores, banano y textiles) ITCR-C. De acuerdo con estos indicadores, en lo corrido del año a junio el peso colombiano se ha revaluado 10,7% (medido con el IPP), 14,1% con el IPC y 14,2% con el ITCR-C.

Como se deriva de lo anterior, no existe un indicador único que mida la competitividad de las exportaciones del país, pues su construcción e interpretación depende de la información de que se disponga para medir costos relativos, así como de la economía con la cual se compare. Con esta idea se han construido

Para el período comprendido entre diciembre de 2003 y junio de 2008, en términos reales, el peso colombiano se apreció 3,0% anual frente al dólar.

otros indicadores de TCR distintos a los anteriores, con los que se espera obtener más información. Estas medidas alternativas de TCR involucran otro tipo de indicadores de costos de producción, como el costo laboral unitario (CLU), o el deflactor del PIB. También están aquellos que buscan medir la competitividad de las exportaciones mediante la comparación de precios de exportación de Colombia con respecto a precios de importación en los países con los que comercia³⁰. Como se muestra en el Gráfico 43, con las medidas alternativas de tasa de cambio real propuestas, la magnitud de la apreciación real del peso, al parecer, es menos pronunciada que lo exhibido por la medida de ITCR-IPC, lo cual es más notorio en aquellos indicadores que buscan medir algún grado de competitividad de las exportaciones colombianas³¹.

De otro lado, el análisis de largo plazo de las series de TCR muestra que a través del tiempo el indicador ITCR-IPP ha sufrido cambios estructurales y es inferior al promedio calculado desde la década de los noventa (Gráfico 44). En el Gráfico 45 se presentan las medidas alternativas de TCR, junto con su promedio desde cuando se dispone de información.

B. FACTORES QUE HAN INCIDIDO EN LA APRECIACIÓN DE LA MONEDA

Las razones para la apreciación de la moneda colombiana se asocian tanto con el desempeño de las economías con las cuales comercia como con factores relacionados con su propio desempeño. Por un lado, como ya se ha explicado ampliamente en diversos apartes de este Informe, la revaluación es un fenómeno generalizado a la mayoría de las economías del mundo, asociado con el debilitamiento del dólar.

Con respecto al desempeño de la economía colombiana, los elementos que han incidido en la apreciación nominal y real del peso en 2008, al igual que en años

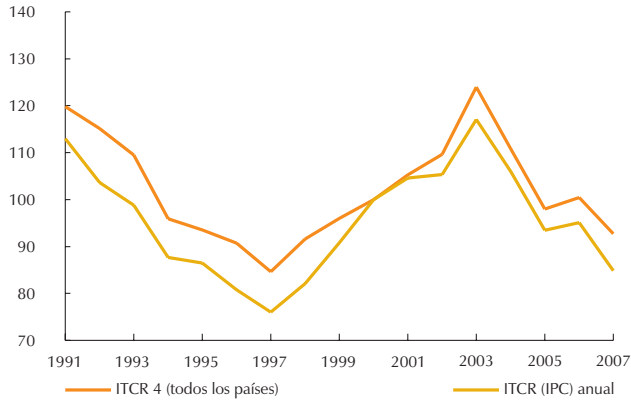
30 Alonso, G. *et al.* "Medidas alternativas de tasa de cambio real para Colombia", *Revista del Banco de la República*, vol. LXXXI, núm. 966, 2008.

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

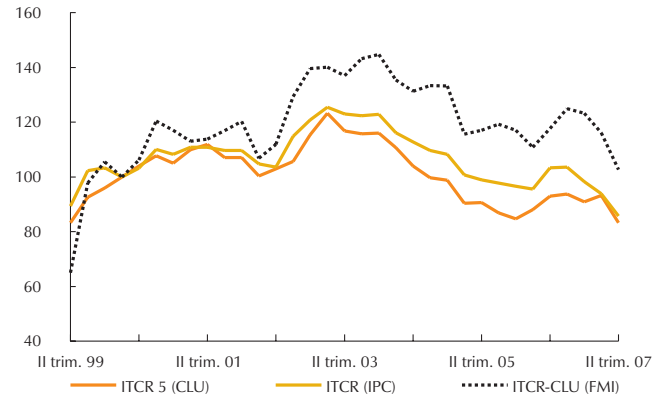
El grado de confianza en el país ha mejorado consistentemente desde 2003. Ello se refleja en una reducción en el indicador de riesgo de inversión para Colombia.

Gráfico 43
Medidas alternativas de tasa de cambio real

A. Índice de tasa de cambio real utilizando el deflactor del PIB (ITCR 4) vs. ITCR-IPC



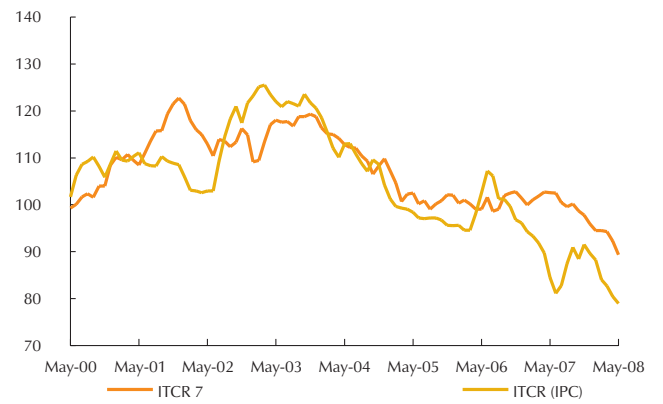
B. Índice de tasa de cambio real utilizando el costo laboral unitario (ITCR 5) vs. ITCR-IPC



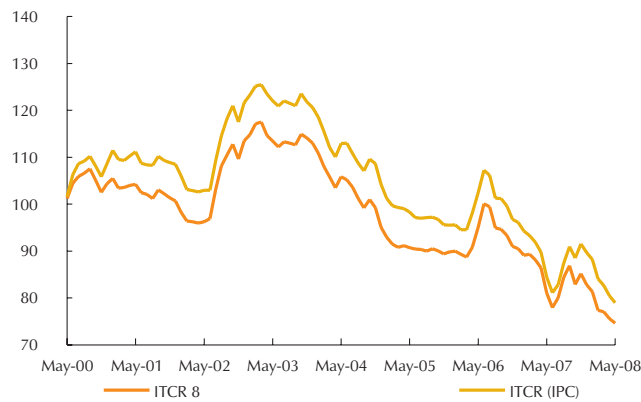
C. Índice de tasa de cambio real de competencia en mercados de exportación de Colombia (ITCR 6) vs. ITCR-IPC



D. Índice de tasa de cambio real de competencia en mercados internacionales (ITCR 7) vs. ITCR-IPC

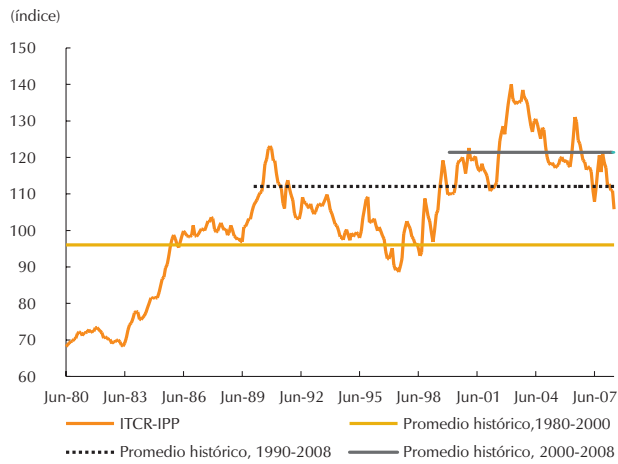


E. Índice de tasa de cambio real de competencia en el mercado interno (ITCR 8) vs. ITCR-IPC



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 44
Índice de tasa de cambio real



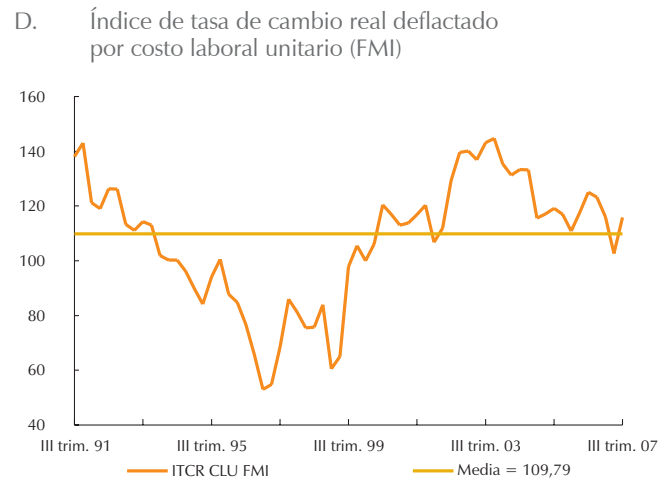
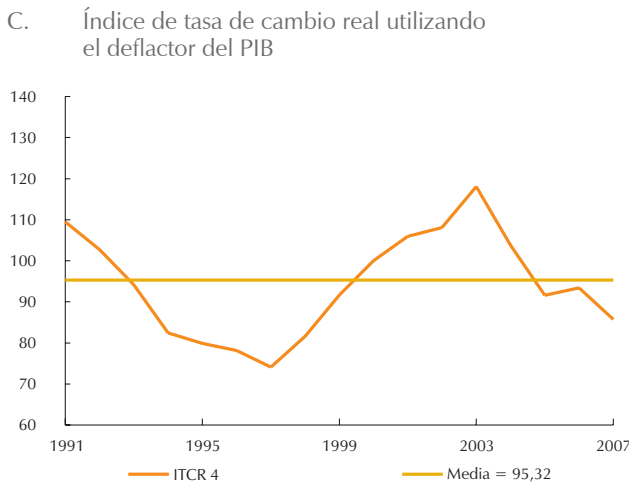
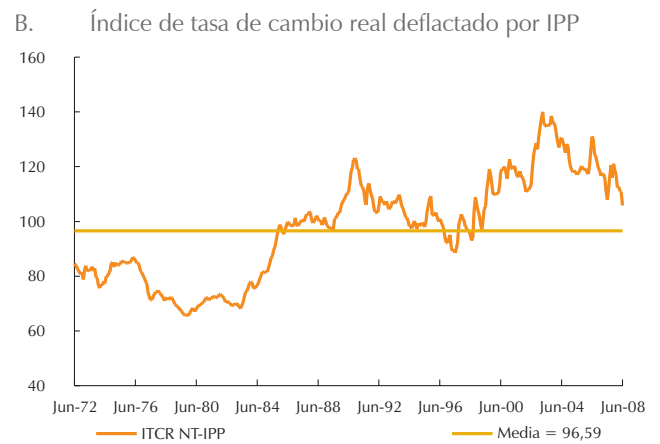
Nota: base promedio geométrico: 1994 = 100.
Fuente: Banco de la República.

anteriores, están relacionados con factores que han afectado los precios relativos de la economía, como se resume a continuación³²:

1. Colombia ha registrado mejoras en sus términos de intercambio, las cuales se han acentuado en el último año, favorecidas por las altas cotizaciones internacionales de los productos básicos

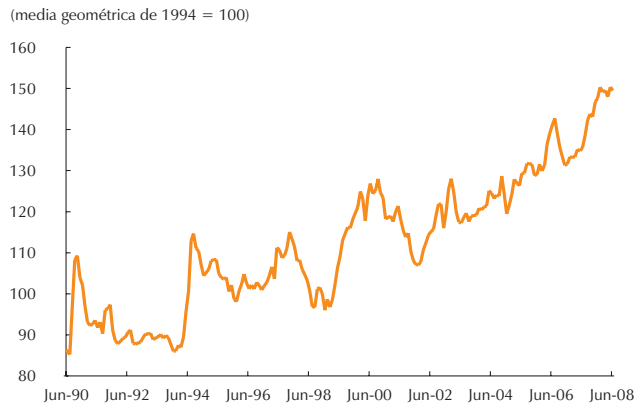
32 En términos de la teoría económica, el aumento en los precios relativos se puede originar tanto en factores de oferta, dadas las ganancias relativas en productividad, como por aumentos en la demanda por bienes transables y no transables en la economía. Dado que la demanda de bienes transables puede ser abastecida externamente (y los precios son fijados en los mercados externos), no lo es la de bienes no transables, la cual depende de la capacidad de producción nacional, el efecto final es un alza en el precio relativo de los no transables de la economía, con el consiguiente efecto sobre los salarios reales y los precios de toda la economía.

Gráfico 45
Medidas alternativas de tasa de cambio real y largo plazo



Fuente: Fondo Monetario Internacional y Banco de la República.

Gráfico 46
Términos de intercambio^{a/}



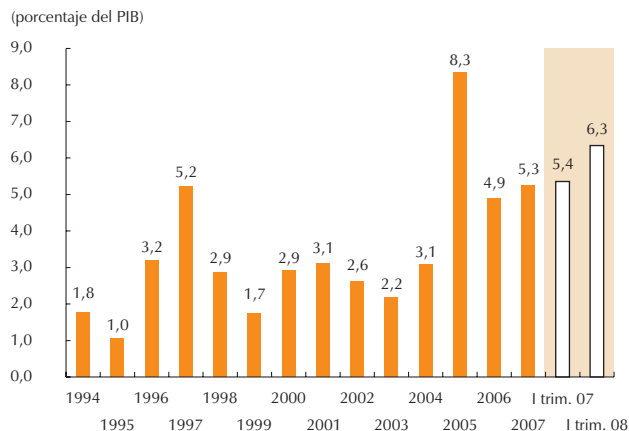
a/ calculado con base en el índice de precios del productor. Se define como el cociente entre el índice de precios de los bienes exportados y el índice de precios de los bienes importados.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 47
EMBI+ Colombia y Latinoamérica



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 48
Inversión extranjera directa en Colombia



Fuente: Banco de la República.

de exportación, como café, petróleo, carbón y ferroníquel, entre otros (Gráfico 46).

2. El grado de confianza en el país ha mejorado consistentemente desde 2003. Ello se refleja en una reducción en el indicador de riesgo de inversión para Colombia, la cual ha sido más fuerte que para otras economías de la región (Gráfico 47).
3. Los flujos de inversión extranjera hacia Colombia se mantienen muy dinámicos. Según la balanza de pagos, durante 2007 totalizaron US\$8.658 m, y en lo corrido del año a marzo, alcanzaban la suma de US\$2.796 m, de los cuales US\$1.746 m correspondían a inversiones en petróleo y minería. En términos del PIB, dichos montos son los más altos de la década, excluyendo el año 2005, cuando se llevó a cabo la venta de Bavaria (Gráfico 48).

De hecho, de acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria disponibles a junio de 2008, los recursos de capital de inversión extranjera directa (IED) se han mantenido muy dinámicos, y se han dirigido a diferentes sectores de actividad económica (Cuadro 14).

Por otra parte, se debe destacar que si bien se ha ampliado el diferencial de tasas de interés internas vs. externas (haciendo más atractivas las inversiones en pesos colombianos), desde mediados de 2007 no se han evidenciado entradas de capital de corto plazo (inversión de portafolio), debido a las medidas de controles de capital adoptadas en mayo de 2007 (Gráfico 49). Por esta razón, no se puede argumentar que el diferencial de tasas de interés haya sido la causa más importante de la apreciación del peso.

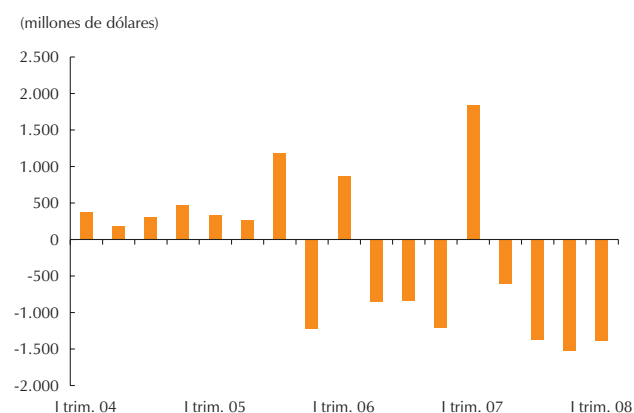
4. En los últimos años los ingresos en dólares por remesas de trabajadores del exterior se han mantenido dinámicas, lo cual sugiere que se trata de una fuente de recursos externos relativamente estable. En el primer trimestre de 2008 registraron un crecimiento de 20% en dólares, frente a igual período de 2007, pese a la desaceleración de España y los Estados Unidos, las principales economías en donde se originan

Cuadro 14
Reintegros netos por inversión extranjera directa y suplementaria,
enero-junio de 2007 y 2008
(millones de dólares)

Actividad	Enero-junio	
	2007	2008
Petróleo y Minería	2.308,6	2.972,2
Otros sectores	1.311,3	1.576,8
Comercio al por mayor y al por menor, reparación de vehículos automotores, motocicletas, efectos personales y enseres domésticos	376,5	431,2
Intermediación financiera	10,2	315,6
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	34,5	298,5
Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	80,1	167,0
Industria manufacturera	636,6	154,7
Construcción	40,2	37,2
Explotación de minas y canteras	10,2	32,9
Otras actividades de servicios comunitarios, sociales y personales	14,7	25,8
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	9,7	23,9
Hoteles y restaurantes	8,9	19,5
Suministro de electricidad, gas y agua	1,5	(25,4)
Otros	88,2	95,9
Total	3.619,8	4.549,0

Fuente: Banco de la República-balanza cambiaria.

Gráfico 49
Flujos de capital de corto plazo,
sector privado

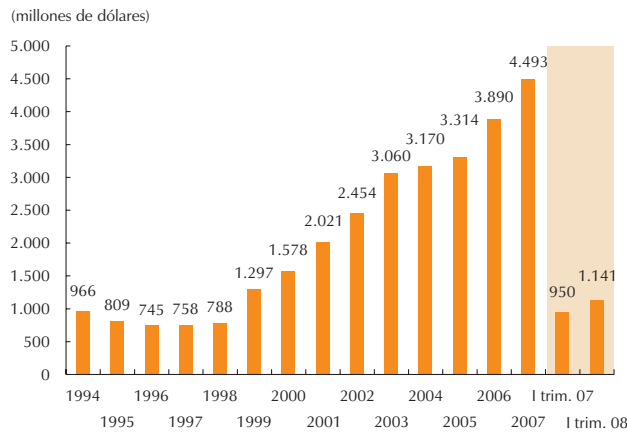


Fuente: Banco de la República.

las remesas (Gráfico 50). En parte, la explicación para su crecimiento en dólares se debe a que un porcentaje importante de las mismas se origina en euros, una moneda que se ha fortalecido frente al dólar.

- De acuerdo con la evidencia empírica, países en vía de desarrollo que experimentan aumentos rápidos en su ingreso per cápita, tienden a registrar apreciación de sus monedas. Esto sucede porque en el largo plazo la convergencia del ingreso per cápita de países emergentes hacia niveles más cercanos a los de países más desarrollados suele estar asociada con crecimientos relativos en la productividad en su sector transable (v. gr. industria), más rápidos que en el de bienes y servicios no

Gráfico 50
Ingresos por remesas de trabajadores



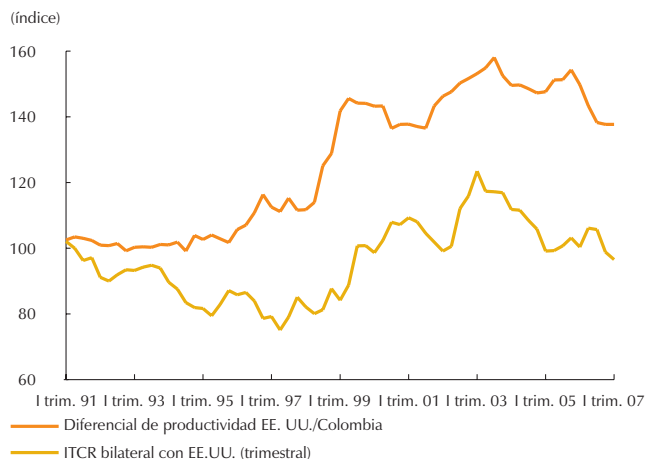
Fuente: Banco de la República.

Cuadro 15
Variación en la tasa de crecimiento del PIB
(puntos porcentuales)

	2000-2003	2004-2007
Estados Unidos	(1,1)	(1,5)
Venezuela	(11,4)	(9,9)
Perú	1,1	3,9
Ecuador	0,8	(5,9)
México	(5,2)	(0,8)
Brasil	(3,2)	(0,3)
Chile	(0,7)	(0,7)
Colombia	1,7	3,5
Promedio	(2,3)	(1,5)

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 51
Diferencial de productividad EE. UU./
Colombia e ITCR bilateral



Fuente: DANE (MMM), BLS.

transables (v. gr. arrendamientos). El incremento en la productividad del sector transable eleva los salarios reales y, por ende, los costos del sector no transable. Esto se refleja en mayores precios relativos de los bienes no transables. El efecto final será una apreciación real de la moneda.

Una forma aproximada de ver esta dinámica es comparando el ritmo de crecimiento de la economía colombiana con el de sus socios comerciales. El Cuadro 15 muestra que el diferencial en el crecimiento promedio entre 2004 y 2007 frente al período 2000-2003, fue mayor en Colombia que en otros países.

- Si un país es más competitivo porque su sector transable es más eficiente, esos aumentos en productividad pueden reflejarse en caídas en la TCR. De esta forma, al tiempo que la competitividad de un país puede aumentar, su TCR puede disminuir. En este caso, la mayor competitividad relativa del país fortalece su moneda.

Cálculos preliminares muestran ganancias en productividad en favor de Colombia frente a los Estados Unidos en el período 2004-2007³³ (Gráfico 51). La evolución de la productividad relativa no está muy lejos de la TCR.

C. INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA EN EL MERCADO CAMBIARIO

Con el propósito de aumentar el nivel de las reservas internacionales y reducir la vulnerabilidad externa de la economía, el Banco de la República ha utilizado mecanismos de subastas para acumulación de reservas internacionales. Entre enero y junio de 2008, el Banco de la República realizó compras de divisas por US\$963 m, de los cuales, US\$513 m correspondieron a opciones para el control de la volatilidad, y US\$450 m a opciones para acumulación de reservas. Estas últimas se

33 La medida de productividad se refiere al PIB por hora trabajada en cada país.

efectuaron en cumplimiento del anuncio del Banco (el 28 de marzo) de su disposición a realizar opciones de acumulación de reservas por US\$150 m mensuales hasta alcanzar un tope de US\$1.800 m (Cuadro 16).

En junio 20 el Emisor anunció un nuevo mecanismo de intervención en el mercado cambiario, al determinar una acumulación diaria de US\$20 m a través de subastas diarias de compra directa, que se llevarán a cabo en lo que resta del año. Por este mecanismo se comprarán US\$2.400 m entre julio y diciembre, con lo cual la compra total de divisas será cercana a US\$3.500 m en el año completo. Para compensar parcialmente los efectos monetarios de esta intervención, la JDBR modificó el régimen de encaje bancario, eliminando el encaje marginal y elevando el encaje ordinario, tal como se describe en el capítulo IV de este Informe.

Cuadro 16
Operaciones de compra-venta de divisas del Banco de la República
(millones de dólares)

Concepto	2007 acumulado ene-dic	2008						
		Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Acumulado a junio
Compras	5.081,9	0,0	232,7	38,0	212,5	150,0	401,6	1.034,8
Opciones put	554,5	0,0	232,7	38,0	212,5	150,0	330,0	963,1
Para acumulación de reservas internacionales	0,0	0,0	0,0	0,0	150,0	150,0	150,0	450,0
Para el control de la volatilidad	554,5	0,0	232,7	38,0	62,5	0,0	180,0	513,1
Subastas de compra directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	71,6	71,6
Intervención discrecional	4.527,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ventas	368,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Compras netas	4.713,0	0,0	232,7	38,0	212,5	150,0	401,6	1.034,8

Fuente: Banco de la República.

D. DESEMPEÑO DEL COMERCIO EXTERIOR COLOMBIANO, ENERO-ABRIL DE 2008

De acuerdo con las cifras del DANE, en lo corrido del año a abril Colombia registró un superávit en su balanza comercial de bienes por un valor de US\$506 m, el cual estuvo favorecido por el significativo aumento de las exportaciones totales (39,5% anual). Este aumento en las exportaciones compensó con creces el crecimiento de las importaciones del país, que en el mismo período fue de 24% anual.

En lo corrido del año hasta abril Colombia registró un superávit en su balanza comercial de bienes por un valor de US\$506 m, el cual estuvo favorecido por el significativo aumento de las

Otro de los aspectos por destacar en el desempeño del comercio exterior colombiano en los cuatro primeros meses del año, es la desaceleración en el ritmo de crecimiento de las ventas de productos colombianos a Venezuela a partir del mes de marzo (aunque aún crecen a tasas altas). Este fenómeno se debe, entre otros factores, a las diferentes restricciones a las importaciones adoptadas en ese país.

1. Exportaciones enero-abril 2008

En lo corrido del año a abril las exportaciones totales de Colombia alcanzaron una tasa de crecimiento anual de 39,5%, impulsadas principalmente por el dinamismo

Entre enero y abril de 2008 las mayores exportaciones no tradicionales se dirigieron a los mercados de Venezuela (confecciones, productos químicos, carne bovina y maquinaria y equipo, entre otros) y hacia los países miembros de la Asociación Europea de Libre Comercio.

de las ventas de productos tradicionales (54%), que contribuyeron con más del 66% de dicho aumento (Cuadro 17). Aunque las exportaciones no tradicionales mostraron una leve desaceleración en su ritmo de crecimiento anual, afectadas, en parte, por las restricciones a las importaciones adoptadas en Venezuela, alcanzaron una tasa de crecimiento de 26,2% anual en el mismo período, como resultado, principalmente, de la dinámica en las ventas externas de productos industriales a los Estados Unidos y la Unión Europea.

Con respecto a las ventas externas de productos tradicionales, se destacan las de petróleo y sus derivados, seguidas por las de café y carbón, rubros que presentaron niveles de precios internacionales históricamente altos. En términos de cantidades, los volúmenes vendidos de crudo, café, ferroníquel y oro aumentaron, mientras que los de carbón se redujeron en cerca de 10,6% frente al período enero-abril de 2007. Las exportaciones de carbón se vieron afectadas por el paro de camioneros en Mamonal a comienzos de abril.

Entre enero y abril de 2008 las mayores exportaciones no tradicionales se dirigieron a los mercados de Venezuela (confecciones, productos químicos, carne bovina y maquinaria y equipo, entre otros) y hacia los países miembros de la Asociación Europea de Libre Comercio (AELC) (Cuadro 18).

En lo corrido del año al mes de abril se evidenció una importante recuperación en las ventas de productos colombianos a los Estados Unidos (incluyendo Puerto Rico), tanto tradicionales (69,4%) como no tradicionales (12,3%), lo cual no deja de sorprender, dada la desaceleración económica en ese país y, la fuerte apreciación

Cuadro 17
Exportaciones clasificadas por principales productos y sectores económicos

	Millones de dólares Enero-abril		Variación		Contribución al crecimiento	
	2007	2008 (pr)	Absoluta ^{a/}	Porcentaje	Puntos porcentuales	Porcentaje
Exportaciones tradicionales	4.156	6.384	2.229	53,6	25,9	65,7
Café	544	756	212	38,9	2,5	6,2
Carbón	1.333	1.594	261	19,6	3,0	7,7
Ferroníquel	433	356	(77)	(17,8)	(0,9)	(2,3)
Petróleo y sus derivados	1.845	3.678	1.833	99,3	21,3	54,0
Exportaciones no tradicionales ^{b/}	4.447	5.612	1.165	26,2	13,5	34,3
Sector agropecuario	822	1.017	195	23,8	2,3	5,8
Sector industrial	3.262	4.069	807	24,7	9,4	23,8
Sector minero ^{b/}	363	526	163	44,9	1,9	4,8
Oro no monetario	64	211	148	231,0	1,7	4,3
Esmeraldas	34	59	24	71,6	0,3	0,7
Platino	8	1	(6)	(84,0)	(0,1)	(0,2)
Otros	257	254	(3)	(1,1)	0,0	(0,1)
Total exportaciones	8.602	11.996	3.394	39,5	39,5	100,0

(pr) preliminar.

a/ En millones de dólares.

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

Fuentes: DIAN y DANE.

Cuadro 18
Exportaciones de bienes no tradicionales de Colombia por país de destino (pr)
Enero-abril 2008

	Estados Unidos ^{a/}	Venezuela	Ecuador	Japón	Alemania	México	China	Resto	Total
Crecimiento porcentual anual del valor en dólares									
Total	53,6	55,8	10,1	6,4	57,1	25,9	(30,8)	31,4	39,5
Tradicionales	69,8	357,2	61,9	4,4	19,4	245,8	415,8	45,7	53,6
No tradicionales	19,0	54,9	9,8	17,4	130,7	13,9	(33,1)	16,0	26,2
Sector agropecuario	4,4	51,1	230,9	14,5	56,6	(2,1)	316,7	25,5	23,8
Sector industrial	15,6	51,2	14,3	19,2	281,7	8,7	(34,4)	13,9	24,7
Alimentos, bebidas y tabaco	15,9	23,0	25,6	(0,4)	n.a	113,0	(62,5)	0,9	20,5
Hilados y tejidos	(6,0)	206,1	23,5	n.a	144,4	(7,2)	n.a	4,3	81,0
Confecciones	(17,9)	173,3	20,6	(8,3)	19,5	(22,5)	(100,0)	(1,6)	50,1
Productos plásticos y de caucho	10,8	58,6	16,6	n.a	(92,0)	0,0	20,9	24,4	30,7
Cuero y sus manufacturas	6,6	n.a	(14,2)	(72,3)	(50,5)	(15,6)	65,2	(11,0)	96,3
Madera y sus manufacturas	1,8	104,0	(30,7)	n.a	133,3	76,0	14,0	(0,8)	48,8
Artes gráficas y editoriales	6,2	48,3	30,5	(15,8)	(71,4)	(4,4)	16,7	6,7	21,3
Industria química	(8,2)	44,2	20,6	55,6	n.a	31,4	142,1	35,7	31,7
Minerales no metálicos	1,3	49,5	8,9	(37,5)	3,0	48,0	(100,0)	20,8	19,1
Industria de metales comunes	38,5	58,7	11,1	n.a	n.a	(39,4)	(52,4)	14,3	8,7
Maquinaria y equipo	76,7	38,4	15,6	n.a	23,5	10,9	63,5	(7,4)	20,8
Material de transporte	n.a	(62,0)	(16,6)	n.a	n.a	36,0	n.a	22,8	(37,9)
Aparatos de óptica, cine y otros	2,7	n.a	53,6	(18,8)	n.a	42,9	n.a	(9,7)	53,0
Otras industrias	(11,0)	212,1	6,2	(50,0)	(17,6)	127,9	(100,0)	9,2	60,2
Sector minero ^{b/}	82,6	n.a	(49,6)	24,6	(21,3)	n.a	n.a	17,8	44,9
Valor de las exportaciones enero-abril de 2008 (millones de dólares)									
Total	4.493,2	1.786,0	451,0	137,9	226,2	198,6	164,7	4.538,7	11.996,2
Tradicionales	3.386,9	16,6	3,8	114,5	113,7	28,3	102,9	2.617,6	6.384,2
No tradicionales	1.106,3	1.769,4	447,2	23,4	112,5	170,3	61,7	1.921,1	5.612,0
Sector agropecuario	380,4	294,1	5,5	11,2	49,7	0,5	0,5	275,7	1.017,5
Sector industrial	529,8	1.426,8	424,4	9,6	62,2	161,8	60,4	1.393,7	4.068,7
Sector minero ^{b/}	196,1	48,6	17,3	2,5	0,6	8,1	0,9	251,7	525,8
Contribución en puntos porcentuales al crecimiento									
Total	18,2	7,4	0,5	0,1	1,0	0,5	(0,9)	12,6	39,5
Tradicionales	16,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	(0,5)	9,5	25,9
No tradicionales	2,1	7,3	0,5	0,0	0,7	0,2	(0,4)	3,1	13,5
Sector agropecuario	0,2	1,2	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,7	2,3
Sector industrial	0,8	5,6	0,6	0,0	0,5	0,2	(0,4)	2,0	9,4
Sector minero ^{b/}	1,0	0,5	(0,2)	0,0	0,0	0,1	0,0	0,4	1,9

(n.a.) no aplica.

(pr) preliminar.

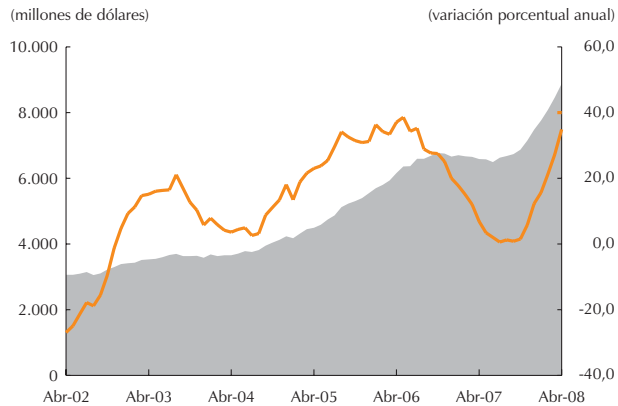
a/ Incluye Puerto Rico.

b/ Incluye oro y esmeraldas.

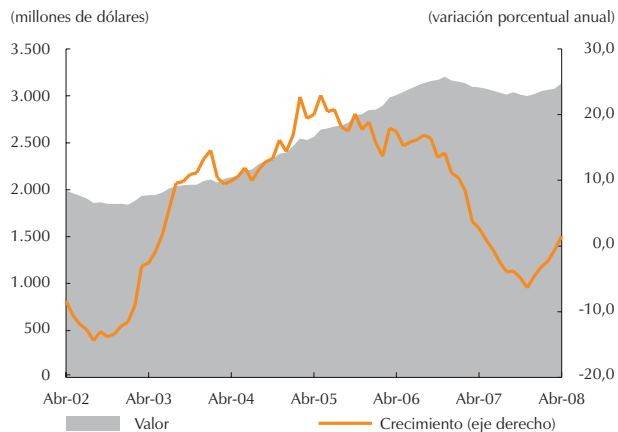
Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico 52

A. Exportaciones tradicionales a los EE. UU.
(acumulado doce meses)



B. Exportaciones no tradicionales a los EE. UU.
(acumulado doce meses)



Fuente: DANE.

Si bien Venezuela continúa siendo el principal mercado para los productos no tradicionales de exportación, su participación se ha reducido en favor de los Estados Unidos y otros destinos.

nominal y real del peso frente al dólar. Como se muestra en el Gráfico 52, en 2007 las exportaciones de productos no tradicionales a los Estados Unidos mostraron tasas negativas de crecimiento, situación que comenzó a corregirse desde finales del año. Los aumentos en las ventas de productos tradicionales a ese país, se explican principalmente por petróleo, y en menor medida por carbón. De otro lado, los ingresos recibidos por las ventas de productos no tradicionales a los Estados Unidos (Cuadro 19) ascendieron a US\$1.065 m (12,3%), destacándose la evolución favorable de los productos industriales. Dentro de la industria, los subsectores que más aportaron al crecimiento fueron el de material de transporte (2,4%), el de metales comunes (1,8%), la maquinaria y equipo (1,4%) y los de alimentos bebidas y tabaco (0,6%).

Como se muestra en el Cuadro 20, este fenómeno de aceleración de las ventas de productos colombianos a los Estados Unidos fue común a varios países de América Latina, entre ellos Ecuador, Venezuela, Argentina, Perú, Nicaragua y Guatemala, de acuerdo con información suministrada por la oficina de comercio de los Estados Unidos. Por el contrario, República Dominicana y Chile registraron desaceleraciones de sus exportaciones hacia dicho país.

Las exportaciones hacia Venezuela aumentaron al mes abril a una tasa anual de 55,8%, con lo cual se evidencia una desaceleración en su ritmo de crecimiento

anual (Gráfico 53). Las ventas a dicho país se han visto afectadas en parte, por las restricciones a las importaciones de automóviles adoptadas por el vecino país, como también por las dificultades políticas que se vivieron en los primeros meses del año. De hecho, si bien Venezuela continúa siendo el principal mercado para los productos no tradicionales de exportación, su participación se ha reducido en favor de los Estados Unidos y otros destinos (Gráfico 54).

Dentro de la industria, los subsectores más dinámicos fueron el de confecciones (29,4%), cueros y sus manufacturas (14,7%), hilados y tejidos (13,5%), industria química (10,2%) y maquinaria y equipo (6,2%), entre otros. La contribución más negativa fue la de material de transporte (-23,7%) debido a la aplicación de cuotas de importación de automóviles por parte de Venezuela. Por el lado del sector agropecuario, vale la pena señalar que la demanda de carne de res continúa siendo la que más contribuye al crecimiento de las exportaciones no tradicionales (15,7%), al mostrar un aumento en este período de 225,1% (Cuadro 21).

Cuadro 19
Exportaciones a los Estados Unidos^{a/}

	Millones de dólares enero-abril			Tasa de crecimiento anual enero-abril		Contribución a la variación ene.-abr. 2008
	2006	2007	2008	2007	2008	
Exportaciones totales	3.114,7	2.963,1	4.477,3	(4,9)	51,1	100,0
Exportaciones tradicionales	2.090,3	2.014,1	3.411,9	(3,6)	69,4	92,3
1. Petróleo y sus derivados	1.524,1	1.390,5	2.623,3	(8,8)	88,7	81,4
<i>Fuel oil</i> y sus derivados	333,0	193,5	450,0	(41,9)	132,5	16,9
Crudo	1.191,1	1.197,0	2.173,3	0,5	81,6	64,5
2. Resto	566,1	623,6	788,6	10,2	26,5	10,9
Exportaciones no tradicionales	1.024,4	949,0	1.065,4	(7,4)	12,3	7,7
1. Sector agropecuario	354,5	367,2	382,9	3,6	4,3	1,0
2. Sector industrial	559,3	496,4	572,1	(11,2)	15,2	5,0
Alimentos, bebidas y tabaco	70,1	51,4	60,8	(26,7)	18,4	0,6
Hilados y tejidos	4,9	4,4	4,3	(9,4)	(2,7)	0,0
Confecciones	125,0	113,0	94,5	(9,6)	(16,4)	(1,2)
Cuero y sus manufacturas	15,8	15,9	16,7	0,4	5,2	0,1
Industria química	73,3	67,2	61,8	(8,4)	(8,1)	(0,4)
Minerales no metálicos	67,7	72,0	74,5	6,5	3,5	0,2
Industria y metales comunes	96,3	86,4	114,4	(10,3)	32,4	1,8
Maquinaria y equipo	36,6	32,8	53,7	(10,3)	63,7	1,4
Material de transporte	17,4	3,8	40,8	(78,5)	987,5	2,4
Resto	52,3	49,7	50,7	(5,0)	2,0	0,1
3. Sector minero	110,7	85,4	110,4	(22,9)	29,4	1,7

a/ Incluye Puerto Rico.
Fuentes: DANE y Banco de la República.

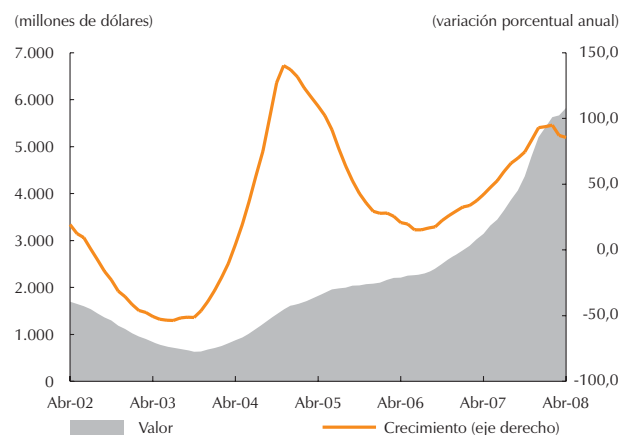
Cuadro 20
Crecimiento de las exportaciones totales a los Estados Unidos
(porcentaje)

	2004	2005	2006	2007	May/07-May/08
China	29,0	23,4	17,7	11,2	4,2
Canadá	14,1	12,4	5,4	3,2	12,4
México	13,0	9,3	16,3	6,2	9,3
Venezuela	45,6	34,1	8,8	6,8	40,1
Colombia	14,4	21,3	4,3	2,1	61,7
Filipinas	(8,7)	1,2	4,6	(3,2)	(0,0)
Chile	25,4	37,3	38,2	(4,9)	(5,1)
Ecuador	54,8	32,5	21,8	(13,6)	54,6
Perú	52,1	37,9	14,1	(10,8)	26,2
Argentina	18,4	21,6	(13,5)	12,7	27,0
República Dominicana	1,8	1,8	(1,5)	(6,9)	(5,3)
Costa Rica	(2,2)	2,8	13,4	3,1	2,0
Honduras	10,2	3,0	(0,7)	5,4	1,9
Guatemala	6,6	(0,5)	(0,5)	(1,7)	12,9
Nicaragua	28,6	19,1	28,8	5,2	13,3
Total	16,9	13,6	10,8	5,1	12,1

Fuente: United State International Trade Commission.

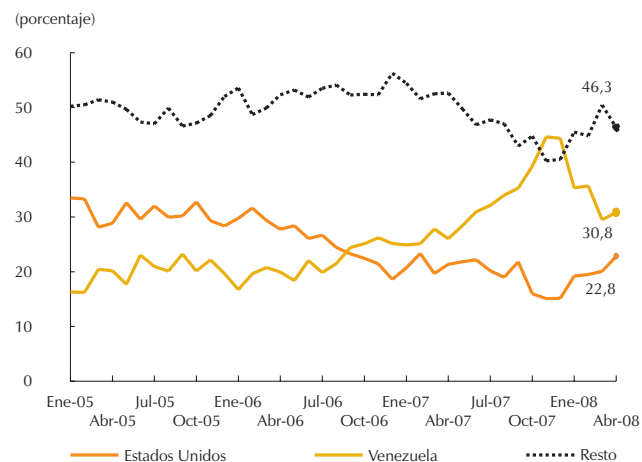
Por el lado del sector agropecuario, la demanda de carne de res por parte de Venezuela continúa siendo la que más contribuye al crecimiento de las exportaciones no tradicionales (15,7%), al mostrar un aumento en este período de 225,1%.

Gráfico 53
Exportaciones no tradicionales
a Venezuela



Fuente: DANE.

Gráfico 54
Composición de las exportaciones no tradicionales
por países, 2005-2008



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Cuadro 21
Exportaciones a Venezuela

	Millones de dólares Enero-abril			Tasa de crecimiento anual Enero-abril		Contribución a la variación ene.-abr. de 2008
	2006	2007	2008	2007	2008	
Exportaciones totales	698	1.146	1.786	64,1	55,8	100,0
Exportaciones tradicionales	3	4	17	10,3	356,2	2,0
Exportaciones no tradicionales	695	1.142	1.769	64,4	54,9	98,0
1. Sector agropecuario	85	195	294	128,8	51,2	15,6
Frutas, legumbres y raíces	10	17	27	68,9	58,8	1,6
Carne de res	14	45	145	227,5	225,1	15,7
Resto	61	133	122	116,8	(8,4)	(1,7)
2. Sector industrial	608	943	1.427	55,2	51,2	75,5
Alimentos, bebidas y tabaco	63	77	95	23,7	23,0	2,8
Hilados y tejidos	31	42	128	35,2	206,1	13,5
Confecciones	48	109	297	125,0	173,2	29,4
Cuero y sus manufacturas	8	23	117	181,7	413,6	14,7
Artes gráficas y editorial	38	59	87	54,0	48,3	4,4
Industria química	114	147	213	29,2	44,2	10,2
Maquinaria y equipo	62	103	143	67,7	38,4	6,2
Material de transporte	160	245	93	53,3	(62,0)	(23,7)
Resto	84	138	254	64,4	83,1	18,0
3. Sector minero	2	4	49	89,6	1.014,4	6,9

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

De acuerdo con cifras preliminares, al mes de abril de 2008 las importaciones totales del país registraron un aumento anual del 24,3%.

2. Importaciones enero-abril de 2008

De acuerdo con cifras preliminares, al mes de abril de 2008 las importaciones totales del país registraron un aumento anual del 24,3%. En esta ocasión, el 43,1% de su crecimiento se explica por las compras de bienes intermedios, que aumentaron 24,4% (US\$969 m), con respecto a igual período de 2007, lo cual está asociado con las mayores adquisiciones de productos químicos, farmacéuticos y mineros (Cuadro 22). Así mismo, el 42,0% del aumento correspondió a bienes de capital, que crecieron 27,2% (US\$944 m), en las que sobresalen las compras de maquinaria industrial y equipo de transporte.

Por su parte, las compras de bienes de consumo contribuyeron con el 14,8% al aumento de las importaciones totales, con un crecimiento de 18,5% (US\$333 m). Como se aprecia en el Gráfico 55, se ha evidenciado una desaceleración importante en el ritmo de crecimiento de este tipo de productos, en especial los bienes de consumo duradero, entre los que figuran los automóviles y los electrodomésticos. Ello resulta consistente con la desaceleración de los consumos privado y público como porcentaje del PIB (Cuadro 22).

Cuadro 22
Importaciones FOB según clasificación Cuode (pr)^{a/}

	Enero-abril		Variación		Contribución al crecimiento	
	2006 ^{b/}	2007 ^{b/}	Absoluta ^{b/}	Porcentual	Puntos porcentuales	Porcentaje
Bienes de consumo	1.802,9	2.136,3	333,3	18,5	3,6	14,8
Duraderos	749,9	929,6	179,7	24,0	1,9	8,0
No duraderos	1.053,1	1.206,7	153,6	14,6	1,7	6,8
Bienes intermedios	3.967,4	4.936,7	969,4	24,4	10,5	43,1
Combustibles y lubricantes ^{c/}	220,3	353,6	133,3	60,5	1,4	5,9
Para la agricultura	290,5	482,0	191,5	65,9	2,1	8,5
Para la industria	3.456,6	4.101,1	644,5	18,6	7,0	28,7
Bienes de capital	3.465,8	4.409,9	944,1	27,2	10,2	42,0
Materiales de construcción	199,3	285,8	86,5	43,4	0,9	3,8
Para la agricultura	25,3	37,9	12,6	49,7	0,1	0,6
Para la industria	2.014,7	2.590,8	576,1	28,6	6,2	25,6
Equipo de transporte	1.226,6	1.495,5	268,9	21,9	2,9	12,0
Bienes no clasificados	5,2	7,3	2,1	39,8	0,0	0,1
Importaciones totales	9.241,3	11.490,2	2.248,8	24,3	24,3	100,0

(pr) preliminar.

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

b/ En millones de dólares.

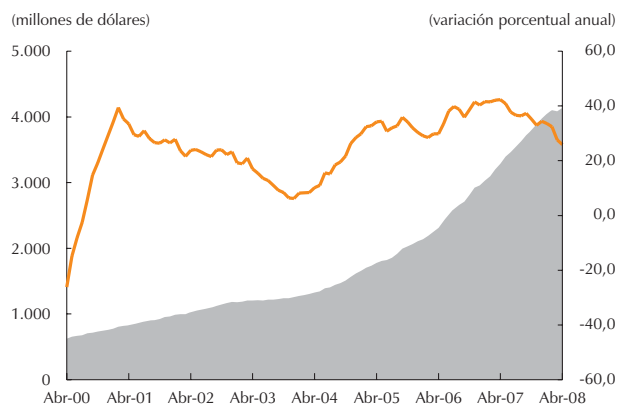
c/ Incluye derivados del petróleo y del carbón.

Fuentes: DANE y DIAN.

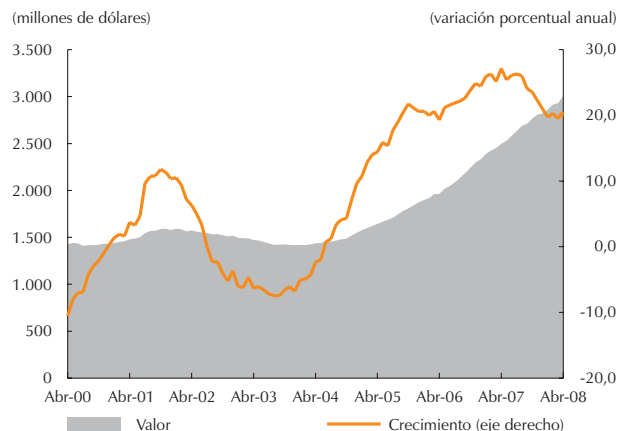
Vale la pena mencionar que en lo que se refiere a compras externas de bienes, por sectores sobresalieron las importaciones para la industria química y el sector de productos alimenticios, bebidas y tabaco (Cuadro 23).

Gráfico 55
Crecimiento de importaciones de bienes de consumo duradero y no duradero

A. Bienes de consumo duradero
(últimos doce meses)



B. Bienes de consumo no duradero
(últimos doce meses)



Fuente: DANE.

Cuadro 23
Importaciones según sectores (pr)^{a/}

	Enero-abril		Variación		Contribución al crecimiento	
	2007 ^{b/}	2008 ^{b/}	Absoluta ^{b/}	Porcentual	Puntos porcentuales	Porcentaje
I. Importaciones totales	9.241	11.490	2.249	24,3	19,6	100,0
II. Petróleo y sus derivados	221	349	128	57,7	1,1	5,7
III. Diferentes a petróleo y sus derivados	9.020	11.141	2.121	23,5	18,5	94,3
1. Sector agropecuario	474	602	129	27,2	1,1	5,7
2. Sector manufacturero	8.265	10.239	1.973	23,9	17,2	87,8
A. Productos alimenticios, bebidas y tabaco	353	524	171	48,5	1,5	7,6
B. Textiles e industrias de cuero	422	494	73	17,3	0,6	3,2
C. Industrias del papel y editorial	262	282	20	7,8	0,2	0,9
D. Industria química	2.020	2.538	518	25,7	4,5	23,1
E. Industrias de minerales no metálicos	115	133	18	15,7	0,2	0,8
F. Industrias metálicas básicas	580	687	107	18,4	0,9	4,8
G. Productos metálicos, maquinaria y equipo	3.997	4.934	937	23,4	8,2	41,7
H. Otras industrias	517	645	128	24,9	1,1	5,7
3. Sector minero	281	300	19	6,7	0,2	0,8

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

b/ En millones de dólares.

Fuentes: DANE y DIAN.

En el primer trimestre de 2008 el déficit en cuenta corriente se redujo en US\$859 m con respecto al mismo período de 2007; el cual se originó, principalmente, en los mayores ingresos netos de la balanza comercial de bienes (US\$1.191 m), y con menor importancia en mayores ingresos por transferencias corrientes (US\$96 m).

Las transferencias corrientes netas aumentaron US\$96 m frente a lo registrado en 2007 (7,4% de crecimiento anual), alcanzando un valor de US\$1.290 m. De éstos, US\$1.141 m corresponden a remesas de trabajadores con un incremento anual de 20,1% en dicho período.

3. Balanza comercial por zonas y países

Con ingresos por exportaciones de bienes de US\$11.996 m y pagos por importaciones por US\$11.490 m, el saldo de la balanza comercial de bienes entre enero y abril de 2008 fue superavitaria en US\$506 m, lo cual contrasta con un déficit de US\$639 m en igual período de 2007 (Cuadro 24). Por zonas y bloques económicos sobresalen los balances superavitarios con la Comunidad Andina de Naciones (CAN) (US\$1.762 m), Unión Europea (US\$383 m), los Estados Unidos (US\$201 m), Comunidad del Caribe (US\$233 m) y el Mercado Común Centroamericano (MCCA) (US\$160 m). Por su parte, los principales bloques con los que se registraron resultados deficitarios fueron: resto de la Aladi (US\$922 m), Asia (excluyendo Medio Oriente) (US\$486 m), Japón (US\$275 m) y China (US\$252 m). Es importante destacar que la balanza comercial de bienes con China se deterioró con respecto al mismo período de 2007.

E. COMPORTAMIENTO DE LA BALANZA DE PAGOS DURANTE EL PRIMER TRIMESTRE DE 2008

1. Cuenta corriente

En el primer trimestre de 2008 el déficit en cuenta corriente se redujo en US\$859 m con respecto al mismo período de 2007; la cual se originó, principalmente, en los mayores ingresos netos de la balanza comercial de bienes³⁴ (US\$1.191 m), y con menor importancia en mayores ingresos por transferencias corrientes (US\$96 m) (Cuadro 25).

Como se explicó, los mayores ingresos del balance comercial de bienes obedeció al significativo aumento en las exportaciones de bienes (29,0%, esto es, US\$2.554 m), que superó el crecimiento de las importaciones (16,3%, i. e. US\$1.363 m). Para el período enero-abril de 2008 la balanza comercial fue superavitaria en US\$432 m, resultado que contrasta con el déficit obtenido un año atrás (US\$759 m).

Por otro lado, las transferencias corrientes netas aumentaron US\$96 m frente a lo registrado en 2007 (7,4% de crecimiento anual), alcanzando un valor de US\$1.290 m. De éstos, US\$1.141 m corresponden a remesas de trabajadores con un incremento anual de 20,1% en dicho período. Este comportamiento continúa estando asociado con los flujos migratorios y con el desempeño de las economías de los países que se convierten en fuente de ingresos para los trabajadores colombianos en el exterior (principalmente España y los Estados Unidos). Como ya se mencionó, su crecimiento en dólares puede deberse en parte a que un porcentaje importante de las mismas se origina en euros, moneda que se ha fortalecido frente al dólar.

34 Considera las exportaciones e importaciones por operaciones especiales de comercio.

Cuadro 24
Comercio exterior y balanza comercial por zonas económicas ^{a/}
(importaciones según país de compra)

	(Millones de dólares)					
	Exportaciones (FOB) Enero-abril		Importaciones (FOB) Enero-abril		Balanza comercial Enero-abril	
	2007	2008(p)	2007	2008(p)	2007	2008(p)
Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi)	2.201	3.287	2.148	2.447	53	840
Comunidad Andina	1.827	2.554	783	792	1.044	1.762
Bolivia	19	32	8	16	10	16
Ecuador	410	451	212	234	197	217
Perú	253	285	182	248	70	37
Venezuela	1.146	1.786	380	294	766	1.492
Resto Aladi	373	733	1.364	1.655	(991)	(922)
Argentina	13	37	102	114	(90)	(77)
Brasil	91	262	467	514	(376)	(251)
Chile	108	228	180	241	(72)	(13)
México	158	199	499	623	(341)	(425)
Paraguay	1	2	1	5	(0)	(3)
Uruguay	4	6	115	158	(111)	(152)
Mercado Común Centroamericano (MCCA)	164	190	34	30	129	160
Comunidad del Caribe	157	257	11	24	146	232
Resto de América Latina	312	384	307	404	6	(20)
Canadá	98	132	161	215	(63)	(83)
Estados Unidos ^{b/}	2.986	4.563	3.406	4.363	(421)	201
Resto de América	27	36	158	181	(131)	(144)
Unión Europea	1.364	1.623	1.000	1.240	364	383
Alemania	144	226	336	426	(192)	(200)
Bélgica y Luxemburgo	143	166	41	73	102	93
Dinamarca	75	55	12	18	63	37
España	161	208	128	141	33	67
Francia	139	124	152	172	(13)	(49)
Grecia	2	6	1	3	1	3
Irlanda del Sur	17	24	31	93	(14)	(69)
Italia	172	149	113	129	59	21
Holanda	306	291	88	99	218	192
Portugal	74	65	5	12	69	53
Reino Unido	132	308	93	73	39	234
Asociación Europea de Libre Comercio (AELC)	281	376	435	540	(154)	(164)
Europa Oriental	40	43	6	23	34	20
Resto de Europa Occidental	2	3	0	1	2	2
China	238	165	295	417	(57)	(252)
Asia (Excluye Medio Oriente)	77	256	632	743	(555)	(486)
Japón	130	138	345	413	(215)	(275)
Medio Oriente	205	262	35	74	169	188
África	56	27	40	58	16	(31)
Oceanía	6	9	7	12	(0)	(2)
Otros países	258	247	220	308	38	(61)
Total	8.602	11.996	9.241	11.490	(639)	506

(p) provisional.

a/ Según la metodología de la balanza de pagos.

b/ Incluye Puerto Rico.

Fuentes: DANE y DIAN.

Cuadro 25
Balanza de pagos de Colombia (resumen)

	Millones de dólares			Porcentaje del PIB			Diferencia I trim. 07-I trim. 08 (millones de dólares)
	I trim. 07	I trim. 08 (pr)	2008 (proy)	I trim. 07	I trim. 08 (pr)	2008 (proy)	
I. Cuenta corriente	(1.981)	(1.122)	(5.041)	(5,1)	(2,3)	(2,3)	859
Ingresos	8.836	11.731	53.542	23,0	23,7	24,9	2.894
Egresos	10.817	12.853	58.583	28,1	25,9	27,3	2.035
A. Bienes y servicios no factoriales	(1.246)	(170)	41	(3,2)	(0,3)	0,0	1.076
1. Bienes	(759)	432	2.873	(2,0)	0,9	1,3	1.191
Exportaciones	6.259	8.813	41.391	16,3	17,8	19,3	2.554
Importaciones	7.018	8.381	38.518	18,2	16,9	17,9	1.363
2. Servicios no factoriales	(487)	(602)	(2.831)	(1,3)	(1,2)	(1,3)	(115)
Exportaciones	864	1.004	4.228	2,2	2,0	2,0	141
Importaciones	1.351	1.607	7.060	3,5	3,2	3,3	256
B. Renta de los factores	(1.929)	(2.241)	(11.044)	(5,0)	(4,5)	(5,1)	(312)
Ingresos	428	526	1.546	1,1	1,1	0,7	99
Egresos	2.357	2.767	12.590	6,1	5,6	5,9	411
C. Transferencias corrientes	1.194	1.290	5.961	3,1	2,6	2,8	96
Ingresos	1.287	1.388	6.377	3,3	2,8	3,0	101
Remesas de trabajadores	950	1.141	4.942	2,5	2,3	2,3	191
Otros	336	247	1.435	0,9	0,5	0,7	(90)
Egresos	92	98	415	0,2	0,2	0,2	6
II. Cuenta de capital y financiera	5.052	1.455	8.827	13,1	2,9	4,1	(3.596)
1. Flujos financieros de largo plazo	2.043	3.019	10.392	5,3	6,1	4,8	976
Inversión extranjera directa neta en Colombia	2.220	2.796	8.993	5,8	5,6	4,2	576
Préstamos netos ^{a/}	(240)	259	1.294	(0,6)	0,5	0,6	499
Arrendamiento financiero neto	63	(36)	125	0,2	(0,1)	0,1	(99)
Otros movimientos de largo plazo	0	0	(20)	0,0	0,0	0,0	0
2. Flujos financieros de corto plazo	3.009	(1.564)	(1.565)	7,8	(3,2)	(0,7)	(4.572)
III. Errores y omisiones netos	360	140	140	0,9	0,3	0,1	(220)
IV. Variación de las reservas internacionales brutas ^{b/}	3.431	474	3.926	8,9	1,0	1,8	(2.957)
V. Saldo de las reservas internacionales brutas	18.997	22.138	25.648	49,4	44,6	11,9	
VI. Saldo de las reservas internacionales netas	18.993	22.130	25.640	49,4	44,6	11,9	
Meses de importación de bienes	8	8	8				
Meses de importación de bienes y servicios	7	7	7				
PIB nominal en millones de dólares	38.481	49.591	214.870				
VII. Variación de las reservas internacionales netas	3.431	473	3.925				(2.958)

(proy) proyectado.

(pr) preliminar.

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

b/ Según la metodología de la balanza de pagos.

Fuente: Banco de la República.

Se registró un déficit en el rubro de renta de los factores por US\$2.241 m, superior en US\$312 m al presentado en el mismo período de 2007, cuando se ubicó en US\$1.929 m.

Por su parte, se registró un déficit en el rubro de renta de los factores por US\$2.241 m, superior en US\$312 m al presentado en el mismo período de 2007, cuando se ubicó en US\$1.929 m. El deterioro de esta cuenta se debió al mayor giro a las casas matrices de las utilidades y dividendos de las empresas extranjeras, y desde luego está relacionado con los capitales de inversión extranjera directa que continúan ingresando a la economía colombiana. En conjunto los pagos por estos conceptos registraron un aumento de 14,8% frente a 2007. Se debe destacar que en el caso de las utilidades, este rubro incluye no sólo lo remitido a las casas matrices sino también lo reinvertido en las empresas, lo cual puede representar cerca del 23% del monto total de utilidades.

Por último, la balanza de servicios no factoriales durante el primer trimestre contabilizó un déficit de US\$602 m (1,2% del PIB trimestral), monto superior al de un año atrás (US\$487 m, el cual fue 1,3% del PIB trimestral). El resultado deficitario de 2008 se origina principalmente en el comportamiento del rubro de servicios de transporte (fletes y pasajes), el cual generó un déficit de US\$364 m, y que se relaciona con la dinámica de crecimiento de las importaciones.

2. Cuentas de capital y financiera

Entre enero y marzo de 2008 las cuentas de capital y financiera presentaron entradas netas de recursos por US\$1.455 m, originadas en operaciones financieras de largo plazo por US\$3.019 m, tanto de IED como por deuda externa. Por su parte, los flujos de capitales de corto plazo registraron salidas netas de US\$1.564 m, cifra que, además de operaciones del sector privado, incluye las cuentas externas del Gobierno y de algunas empresas del sector público.

Con respecto a los flujos de largo plazo, los ingresos por IED neta alcanzaron un valor de US\$2.796 m (5,6% del PIB trimestral). Por actividad económica, las principales receptoras de los recursos del exterior fueron las industrias petrolera US\$948 m, minera (carbón y oro) (US\$798 m), y el sector comercio (US\$500 m). Los recursos extranjeros también fueron canalizados, aunque en menor medida, hacia el sector de telecomunicaciones (compañías de teléfonos celulares y de televisión) y de transporte (US\$308 m), y hacia las industrias de manufacturas y financieras, que recibieron aportes externos de capital por US\$294 m y US\$218 m, respectivamente (Cuadro 26).

Entre enero y marzo de 2008 las cuentas de capital y financiera presentaron entradas netas de recursos por US\$1.455 m, originadas en operaciones financieras de largo plazo por US\$3.019 m, tanto de IED como por deuda externa.

El análisis de la información de IED en Colombia por país de origen de los recursos, muestra que Anguila es uno de los que contabiliza un gran flujo de recursos hacia nuestra economía (Cuadro 27). Este lugar ha sido escogido por las casas matrices de varias multinacionales para establecer sedes que les permitan distribuir los recursos de inversión directa a los diferentes países de América Latina, con el propósito de reducir la carga tributaria de sus países sede. Se trata de un fenómeno común a las estadísticas de IED en muchos países. Por consiguiente, no se debe dar una interpretación de capital especulativo a los recursos que con propósitos de inversión de largo plazo llegan a este país, provenientes de esos lugares.

Cuadro 26
Inversión extranjera directa en Colombia según actividad económica
(millones de dólares)

	2004	2005	2006	2007	I trim. 08
Inversión directa en Colombia según actividad económica	3.016	10.252	6.656	9.040	3.146
A. Sector petrolero	495	1.125	1.995	3.324	948
B. Resto de sectores	2.521	9.127	4.661	5.716	2.198
Agricultura, caza, silvicultura y pesca	3	6	8	40	19
Minas y canteras (incluye carbón)	1.246	2.157	1.783	1.100	798
Manufactureras	188	5.513	803	1.867	294
Electricidad, gas y agua	88	(251)	(141)	(79)	(20)
Construcción	74	146	156	210	65
Comercio, restaurantes y hoteles	202	305	523	803	500
Transportes, almacenamiento y comunicaciones	481	1.021	1.061	414	308
Establecimientos financieros	244	246	464	1.319	218
Servicios comunales	(6)	(16)	4	40	15

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 27
Flujo neto de inversión del exterior en Colombia, según la balanza de pagos y el país de origen^{a/}
2004-I trim. 08
(millones de dólares)

País	2004 (pr)	2005 (pr)	2006 (pr)	2007 (pr)	I trim. 08 (pr)
Estados Unidos	874,2	1.410,4	1.524,1	1.389,1	369,6
Anguila	0,0	0,0	0,0	1.019,9	342,9
Brasil	7,5	8,2	19,5	529,0	16,1
Panamá	10,4	208,5	239,7	477,2	106,6
México	16,4	1.062,8	31,4	340,4	50,1
España	135,6	598,8	492,0	289,0	277,1
Francia	4,1	18,2	3,8	139,3	30,5
I. Caimán	5,2	31,3	158,7	131,2	1,3
I. Vírgenes	194,0	276,9	349,2	69,6	31,0
Chile	0,7	6,3	2,2	45,7	27,6
Suiza	13,2	33,2	16,6	43,1	9,1
Corea del Sur	0,0	0,2	4,5	36,3	0,1
Inglaterra	16,5	3.747,1	17,5	34,9	16,2
Venezuela	62,3	16,3	59,4	33,8	6,7
Resto	626,4	721,6	255,6	(683,7)	486,8
Subtotal sectores no petroleros (nueva y reembolsos) ^{b/}	1.966,6	8.139,8	3.174,4	3.894,8	1.771,9
Reinversión de utilidades	554,2	987,5	1.486,7	1.820,7	425,7
Sector petrolero	494,9	1.124,6	1.995,0	3.324,2	948,2
Total	3.015,6	10.252,0	6.656,0	9.039,8	3.145,8

(pr) preliminar

a/ No se dispone de la desagregación por país de origen de la inversión para el sector petrolero ni para la reinversión de utilidades.

b/ No incluye inversión en petróleo ni reinversión de utilidades.

Fuente: Banco de la República.

Los ingresos por IED neta alcanzaron un valor de US\$2.796 m (5,6% del PIB trimestral). Por actividad económica, las principales receptoras de los recursos del exterior fueron las industrias petrolera US\$948 m, minera (carbón y oro) (US\$798 m), y el sector comercio (US\$500 m).

Por su parte, los colombianos adquirieron participación accionaria en empresas del exterior por US\$349 m, especialmente en actividades relacionadas con la distribución de combustibles y con la exploración petrolera en algunos países de la región latinoamericana y en los Estados Unidos (Cuadro 28).

Si se excluye la IED, a marzo de 2008 se observaron pagos netos de la economía colombiana frente al resto del mundo por US\$1.340 m, frente a salidas netas por US\$2.831 m en 2007. Como se muestra en el Cuadro 28, el sector privado registró salidas netas por US\$1.136 m y el público por US\$204 m.

Cabe mencionar que los egresos netos de los recursos del sector privado sin IED se explican en operaciones de corto plazo (US\$1.437 m), tanto por la constitución de activos externos por parte de los fondos de pensiones y empresas del sector como por otorgar créditos comerciales a los compradores de las exportaciones colombianas. Vale la pena resaltar que la deuda externa del sector privado registró un menor crecimiento como resultado de la aplicación de las medidas del depósito al endeudamiento externo y a la inversión de cartera en Colombia. En efecto, en tanto que durante el primer trimestre de 2007 los flujos de capital por inversión de cartera totalizaron US\$435 m, en el mismo período de 2008 se registraron liquidaciones netas por US\$3 m. Por su parte, los desembolsos netos de préstamos en iguales períodos pasaron de US\$822 m a US\$99 m, respectivamente.

Cuadro 28
Balanza de capital y financiera
(millones de dólares)

	I trimestre			2008 (proy)
	2006	2007	2008 (pr)	
Cuenta de capital y financiera (a + b + c + d)	805	5.052	1.456	8.827
a. Inversión extranjera neta en Colombia	1.023	2.220	2.796	8.993
Extranjera en Colombia	1.199	2.060	3.146	10.258
Colombiana en el exterior	(176)	160	(349)	(1.265)
b. Total sector público	(822)	601	(204)	1.211
No financiero	(739)	592	(2)	1.219
Financiero	(83)	9	(202)	(8)
c. Total sector privado sin IED	604	2.230	(1.136)	(1.357)
Largo plazo	(316)	1.304	(1.029)	(1.822)
Corto plazo	920	926	(108)	465
d. Otros flujos de capitales	0	0	0	(20)

(pr) preliminar
(proy) proyectado.
Fuente: Banco de la República.

Si se excluye la IED, a marzo de 2008 se observaron pagos netos de la economía colombiana frente al resto del mundo por US\$1.340 m, frente a salidas netas por US\$2.831 m en 2007.

A finales de marzo de 2008 el saldo de las reservas internacionales brutas en poder del Banco de la República ascendió a US\$22.138 m, esto es 4,2 veces el saldo de la deuda externa de corto plazo, según el vencimiento original, y 2,3 veces las amortizaciones de la deuda externa que tiene vencimiento residual en un año.

De acuerdo con los pronósticos del FMI, el crecimiento económico mundial en 2008 podría ser de 4,0%, frente a 5,0% en 2007. El aumento de la actividad económica para los socios comerciales de Colombia sería de 3,3%, inferior a la observada en 2007 (4,7%).

Durante este período las entidades públicas registraron salidas netas por US\$204 m ante la disminución de su deuda externa y la constitución de activos. En efecto, las entidades públicas recibieron desembolsos por US\$1.455 m y realizaron amortizaciones por US\$1.509 m, principalmente por pagos de obligaciones relacionadas con bonos y préstamos con la banca comercial y entidades multilaterales; así como por la constitución de activos externos por US\$266 m, realizados en su mayoría por las entidades no financieras y financieras del sector.

3. Variación de las reservas internacionales

A finales de marzo de 2008 el saldo de las reservas internacionales brutas en poder del Banco de la República ascendió a US\$22.138 m, esto es 4,2 veces el saldo de la deuda externa de corto plazo, según el vencimiento original, y 2,3 veces las amortizaciones de la deuda externa que tiene vencimiento residual en un año³⁵. Durante este período se acumularon reservas brutas por US\$1.183 m, de los cuales US\$474 m se originaron en transacciones de balanza de pagos y US\$709 m en valorizaciones por precios, tipo de cambio, y en transacciones con residentes no incluidas en la balanza de pagos.

F. PERSPECTIVAS DE LA BALANZA DE PAGOS PARA 2008

Para la elaboración de los pronósticos de la balanza de pagos, el Banco de la República parte de supuestos básicos, en su mayoría relacionados con el contexto externo. Para ello se recurre a la información suministrada por analistas con experiencia en los mercados internacionales y se construye un escenario basado en la proyección de mayor consenso. Como se explicó en el primer capítulo de éste Informe, los pronósticos para 2008 están enmarcados por una mayor incertidumbre, en comparación con años anteriores, debido a la duda sobre la magnitud de la crisis hipotecaria de los Estados Unidos, su impacto sobre el crecimiento económico estadounidense, en la solidez del sistema financiero internacional y las repercusiones sobre las economías emergentes y los precios de los productos básicos.

El Cuadro 29 resume los principales supuestos empleados en la proyección de la balanza de pagos para 2008. De acuerdo con los pronósticos del FMI, el crecimiento económico mundial en 2008 podría ser de 4,0%, frente a 5,0% en 2007. El aumento de la actividad económica para los socios comerciales de Colombia sería de 3,3%, inferior a la observada en 2007 (4,7%). En las estimaciones consideradas está implícita la menor dinámica de los Estados Unidos (0,8% en 2008 frente a 2,2% de 2007) y de Venezuela (5,8% *versus* 8,4% el año pasado).

³⁵ Se incluye el saldo total de las obligaciones contratadas a un año o menos y las amortizaciones de las deudas adquiridas a un plazo mayor a un año.

De acuerdo con los analistas externos, los precios internacionales de los principales productos de exportación continuarían siendo favorables para Colombia, e incluso más altos que el año anterior, lo cual podría compensar, al menos parcialmente, el descenso en el PIB mundial.

Cuadro 29
Supuestos básicos de la proyección de la balanza de pagos de Colombia

	2006 (pr)	2007 (pr)	2008 (proy)
Inflación externa en dólares (socios comerciales) (promedio)	5,8	8,6	10,5
Crecimiento del PIB real (%) ^{a/}	6,8	7,5	4,3
Crecimiento del PIB real para socios comerciales (%)	5,5	4,7	3,3
Crecimiento del real PIB de los EE.UU.	2,9	2,2	0,8
Crecimiento del real PIB de Venezuela	10,3	8,4	5,8
Precios			
Café (ex dock) (dólar/libra)	1,2	1,3	1,4
Petróleo colombiano (dólar/barril)	58,3	66,2	118,3
WTI (dólar/barril)	66,0	72,3	125,0
Carbón (dólar/tonelada)	48,0	50,8	73,2
Ferróniquel (dólar/libra)	3,6	5,5	3,7
Oro (dólar/onza troy)	604,6	696,9	911,7
Crecimiento de exportaciones (%) ^{b/}			
Totales	14,9	22,8	36,3
Tradicionales	13,9	20,3	49,9
No tradicionales (no incluye oro ni esmeraldas)	19,1	25,3	22,1
Crecimiento de importaciones (%) ^{b/}	23,4	25,5	23,7

(pr) preliminar
(proy) proyectado.
a/ Cálculo con la anterior metodología del DANE.
b/ No considera operaciones especiales de comercio.
Fuente: Banco de la República.

Los ingresos en dólares por exportaciones de bienes del país podrían aumentar cerca de 36,3% en términos anuales, y las importaciones en dólares del país podrán crecer cerca de 24%, lo cual estaría asociado en parte con los proyectos de inversión (algunos de los cuales iniciaron el año anterior).

De acuerdo con los analistas externos, los precios internacionales de los principales productos de exportación continuarían siendo favorables para Colombia, e incluso más altos que el año anterior, lo cual podría compensar, al menos parcialmente, el descenso en el PIB mundial. Con esto, los ingresos en dólares por exportaciones de bienes del país podrían aumentar cerca de 36,3% en términos anuales.

Se proyecta que las importaciones en dólares del país podrán crecer cerca de 24%, lo cual estaría asociado tanto con los proyectos de inversión (parte de los cuales iniciaron el año anterior), como con las compras de armas y equipo militar que alcanzarían un valor equivalente a 0,6% del PIB³⁶. Esta dinámica de las importaciones es consistente con un escenario de crecimiento de la economía colombiana en un rango de 3,3% y 5,3% (como se expuso en el capítulo III de este Informe). Con

36 Excluyendo las compras de equipo militar, el crecimiento de las importaciones sería de 21,6%.

Cabe mencionar que de acuerdo con la proyección, el déficit en cuenta corriente será en gran parte financiado con recursos de IED, los cuales alcanzarían un valor equivalente a 4,2% del PIB.

Lo anterior, y teniendo en cuenta la elevada incertidumbre en torno de la magnitud de la desaceleración en los Estados Unidos y sus posibles efectos sobre el desempeño económico mundial y la evolución de los precios internacionales de los productos básicos, el Cuadro 30 presenta la proyección actual de la balanza de pagos para 2008; muestra una reducción sustancial del déficit en cuenta corriente con respecto al observado en 2007.

De acuerdo con los resultados del ejercicio, el déficit en cuenta corriente proyectado para 2008 alcanzaría un valor de US\$5.041 m, equivalente a 2,3% del PIB. Esto estaría explicado, básicamente, por el balance comercial, que pasaría de un déficit de US\$596 m (0,3% del PIB) en 2007 a un superávit de US\$2.873 m (1,3% del PIB) en 2008 (Cuadro 29). En el rubro de renta de los factores para 2008, asociado con el pago de intereses y el giro de utilidades, se proyecta un déficit de US\$11.044 m, monto superior en US\$3.158 m al registrado en 2007.

Por otra parte, cabe mencionar que de acuerdo con la proyección, el déficit en cuenta corriente será en gran parte financiado con recursos de IED, los cuales alcanzarían un valor equivalente a 4,2% del PIB. Esta cifra toma en cuenta ingresos esperados por IED en Colombia que alcanzarían un valor de 4,8% del PIB, y una fuerte dinámica en los sectores de petróleo, carbón, gas, manufacturas, energía y comercio. Al mismo tiempo, la inversión de colombianos en el exterior registraría un valor cercano al 0,6% del PIB.

Para 2008 se proyecta un financiamiento externo por parte del sector público consolidado por un valor de US\$1.211 m, inferior al observado en 2007 (US\$2.217 m), como resultado, principalmente, del menor financiamiento neto externo del Gobierno, que pasó de US\$1.229 m en 2007 a US\$625 m en 2008.

Cuadro 30
Proyección de la balanza de pagos de 2008

	Millones de dólares			Porcentaje del PIB		
	2006 (pr)	2007 (pr)	2008 (proy)	2006 (pr)	2007 (pr)	2008 (proy)
I. Cuenta corriente	(2.982)	(5.862)	(5.041)	(2,2)	(3,4)	(2,3)
A. Bienes y servicios no factoriales	(1.797)	(3.207)	41	(1,3)	(1,9)	0,0
1. Bienes	322	(596)	2.873	0,2	(0,3)	1,3
2. Servicios no factoriales	(2.119)	(2.611)	(2.831)	(1,6)	(1,5)	(1,3)
B. Renta de los factores	(5.929)	(7.886)	(11.044)	(4,4)	(4,6)	(5,1)
C. Transferencias corrientes	4.743	5.231	5.961	3,5	3,0	2,8
II. Cuenta de capital y financiera, y variación de reservas internacionales brutas	3.028	15.289	12.894	2,2	8,9	6,0
A. Inversión directa neta	5.558	8.127	8.993	4,1	4,7	4,2
B. Otros movimientos de capital ^{a/}	(2.530)	7.162	3.900	(1,9)	4,2	1,8

(pr) preliminar.

(proy) proyectado.

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

Fuente: Banco de la República.

Recuadro 4 DESEMPEÑO DE LAS PRINCIPALES EMPRESAS EXPORTADORAS COLOMBIANAS EN 2007

1. Objetivo

Una discusión frecuente entre diversos analistas y gremios económicos, por sus implicaciones macroeconómicas, gira en torno de los efectos de la coyuntura cambiaria sobre los resultados operacionales de las empresas colombianas. Por ese motivo, es importante monitorear permanentemente la situación financiera de las firmas nacionales.

Tomando como fuente de información una base de datos de la Superintendencia de Sociedades con 15.624 empresas, el Banco de la República seleccionó 2.807 firmas exportadoras (18% del total) que reportaron sus balances a dicha entidad. Según los registros del DANE y la DIAN, este grupo de empresas efectuó exportaciones por US\$19.338 millones (m), equivalentes al 65% del valor total exportado por el país en el último año. A continuación se describen los principales resultados del análisis de las actividades económicas que estas firmas desempeñan, sus exportaciones y los resultados financieros obtenidos en 2007.

2. Actividad económica y exportaciones

El Cuadro R4.1 muestra el valor exportado y el número de empresas según actividad económica. En orden de importancia de acuerdo con el valor exportado, el 42% (US\$8.129 m) fue generado por 1.582 firmas (56% de la muestra total) que operan en las actividades del comercio, producción de

químicos y alimentos, ensamble de vehículos y sus partes, agrícolas con predominio exportador, maquinaria y equipo, entre otras. En particular, 755 empresas comercializadoras vendieron el 14% del valor exportado.

También resulta notoria la participación del sector de extracción de petróleo y otros recursos naturales, que genera el 34,2% del total exportado (US\$6.618 m). En estas actividades operan 25 empresas (menos del 1% de la muestra total), multinacionales sucursales que producen para la exportación, y cuyo principal mercado son los Estados Unidos.

El restante 23,8% (US\$4.591 m) del valor exportado fue despachado por firmas que se concentran en las actividades de metalmecánica, prendas de vestir, impresión y papel, productos de caucho, curtiembre y producción de cemento.

3. Dependencia de las exportaciones y utilidades en 2007

El Cuadro R4.2 resume el valor exportado, las utilidades y el número de firmas según la dependencia de los ingresos operacionales de sus exportaciones para el año 2007. Los resultados se desagregan por rangos de dependencia: medido en porcentaje, el rango 0-20 es el que presenta menor grado de dependencia, y en el rango 80-100 se encuentran las empresas más dependientes.

Cuadro R4.1
Exportaciones y número de empresas según actividad económica, 2007

Descripción del sector	Exportaciones (millones de dólares)	Número de firmas	Exportaciones (participación porcentual)	Firmas (participación porcentual)
Carbón y derivados	3.321	13	17,2	0,5
Extracción de petróleo crudo y de gas natural	3.297	12	17,1	0,4
Comercializadoras	2.713	755	14,0	26,9
Productos químicos	1.401	193	7,2	6,9
Productos alimenticios	945	126	4,9	4,5
Fabricación de vehículos automotores y sus partes	901	72	4,7	2,6
Otras industrias manufactureras	830	134	4,3	4,8
Agrícola con predominio exportador	732	180	3,8	6,4
Fabricación de maquinaria y equipo	606	122	3,1	4,3
Industria metalmecánica derivada	606	137	3,1	4,9
Otras actividades	3.985	1.063	20,6	37,9
Total	19.338	2.807	100,0	100,0

Fuentes: Superintendencia de Sociedades, DIAN y DANE.

En términos generales, la mayor proporción de las empresas analizadas (67%) se ubica en el rango de mínima dependencia, siendo estas firmas las que tienen mayor participación en las utilidades generadas (61,2%). De este hecho se puede concluir que para este importante grupo de empresas de la muestra estudiada, la principal fuente de sus ingresos operacionales es el mercado interno y, por tanto, están expuestas en menor medida a los choques externos, especialmente a aquellos asociados con la dinámica de la tasa de cambio. Con respecto al valor vendido al extranjero, estos exportadores aportaron el 11,8% (US\$2.282 m) del monto total enviado, despachando principalmente productos químicos, vehículos, prendas de vestir y textiles.

Menos del 10% de la muestra (263 empresas) de las firmas ubicadas en el rango de mayor dependencia (80-100) vendieron mercancías por US\$10.181 m, que equivalen al 52,6% del valor exportado por la muestra analizada. Estas empresas producen y venden principalmente petróleo y gas, carbón, productos agrícolas (flores y banano, principalmente) y café. Las firmas que más dependen de sus exportaciones reportaron el 24,8% de las utilidades generadas por la muestra de empresas.

Las ganancias exhibidas en 2007 ascendieron a \$10,5 b, de las cuales el 86% (\$9,1 b) fue generado en conjunto por las empresas más dependientes de sus exportaciones (263 empresas) y las de menos dependencia (1.881 empresas). El monto restante de utilidades (\$1,4 b) fue aportado por empresas con un nivel medio de dependencia (663 firmas). En la siguiente sección se exploran los principales resultados del ejercicio, clasificando a las empresas en dos grupos: las que generaron utilidades y las que afrontaron pérdidas el año pasado. Se describen los principales hechos relacionados con el nivel de ganancias y pérdidas de las firmas, según su actividad económica y de exportación, así como la importancia de sus exportaciones para sus ingresos operacionales y para el valor total exportado por el grupo analizado.

4. Resultados financieros de las principales empresas exportadoras en 2007

Los cuadros R4.3 y R4.4 permiten clasificar las firmas según sus resultados, entre aquellas que reportan utilidades y las que declararon pérdidas en 2007. El Gráfico R4.1 detalla los resultados operacionales de las 2.807 firmas analizadas y toma como base = 100 los datos de 2005: se aprecia que las ganancias de las empresas que reportan utilidades han aumentado durante los últimos tres años, mientras que las pérdidas declaradas pasaron de representar el 14,3% de las utilidades netas en 2005 a 9,6% en 2007. Resulta interesante observar que dichas pérdidas se redujeron de manera importante entre 2005 y 2006, pero crecieron en 2007, efecto que podría asociarse con la dinámica de la tasa de cambio, como

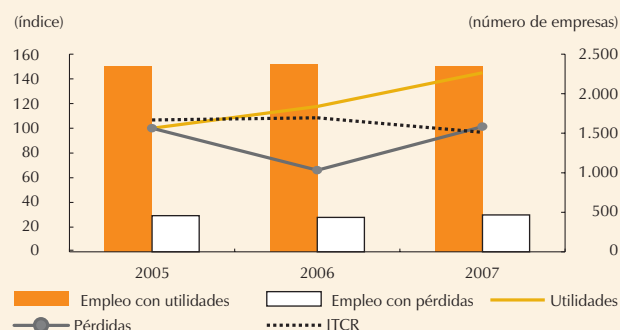
Cuadro R4.2
Análisis de dependencia

Exportaciones/IO (porcentaje)	Exportaciones (millones de dólares)	Utilidades (millones de pesos)	Número de empresas
0-20	2.282	6.460.532	1.881
20-40	3.181	547.873	373
40-60	2.215	662.672	179
60-80	1.478	265.367	111
80-100	10.181	2.617.804	263
Total	19.338	10.554.249	2.807

Exportaciones/IO (porcentaje)	Participación porcentual		
	Exportaciones	Utilidades	Empresas
0-20	11,8	61,2	67,0
20-40	16,5	5,2	13,3
40-60	11,5	6,3	6,4
60-80	7,6	2,5	4,0
80-100	52,6	24,8	9,4
Total	100,0	100,0	100,0

Nota: IO: ingresos operacionales.
Fuentes: Superintendencia de Sociedades, DIAN y DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico R4.1
Evolución de los resultados financieros



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

lo muestra el índice de tasa de cambio real (véase el capítulo V de este informe) (Cuadro R4.3).

a. Empresas con utilidades

- Durante 2007 el 83,4% de las empresas analizadas reportaron utilidades (2.341 firmas), y además participaron con el 83% del valor total exportado. Las mayores ganancias fueron registradas por firmas de los sectores de hidrocarburos, carbón, comercio al por mayor, químicos y fabricación de vehículos, cuyos principales compradores son los Estados Unidos y

Cuadro R4.3
Información de las firmas según resultados en 2007

Concepto	Número de firmas	Resultados (P y G) (millones de pesos)	Exportaciones (millones de dólares)
Empresas con utilidades	2.341	11.566.125	16.055
Empresas con pérdidas	466	(1.011.876)	3.282
Total	2.807	10.554.249	19.337
Ítem: participación de las empresas con pérdidas	16,6	(9,6)	17,0

Fuentes: Superintendencia de Sociedades, DIAN y DANE, cálculos del Banco de la República.

el mercado regional de la Aladi, en donde se destaca ampliamente Venezuela. Estos sectores productivos agrupan el 47% de este grupo de firmas, aportando el 50% del valor exportado y el 55% de las utilidades de las empresas que exhibieron ganancias en 2007.

- De acuerdo con el grado de dependencia sobre sus exportaciones, el 70% de las empresas (1.638 firmas) de este grupo se ubican en el menor rango (rango 0-20); mientras que el 22,6% presenta un nivel intermedio de dependencia y apenas el 7,4% de las firmas (174 empresas) con ganancias muestran el mayor nivel de dependencia de sus exportaciones (rango 80-100).
- Cerca del 60% de las utilidades reportadas en 2007 fue generado por las firmas menos dependientes de sus exportaciones (1.638 empresas). Estas empresas producen y comercializan químicos, alimentos, automóviles y sus partes. Sus ventas al exterior se despachan principalmente a los mercados de Venezuela, Ecuador, México y los Estados Unidos.
- Alrededor de la cuarta parte de las ganancias declaradas el año pasado lo aportaron las firmas ubicadas en el nivel de mayor dependencia (174 empresas en el rango 80-100). Sus exportaciones contribuyeron con el 49,5% del monto vendido por las empresas con utilidades en 2007, equivalentes a 41,1% del valor exportado por todas las empresas de la muestra y a 26,5% del total exportado por el país en el mismo año. El mayor número de estas firmas despachan al exterior recursos naturales, productos agrícolas, y algunas operan como comercializadoras internacionales.
- En este último grupo sobresalen aquellas empresas dedicadas a procesos de extracción de recursos naturales (25 firmas), las cuales multinacionales sucursales altamente dependientes de sus exportaciones (rango 80-100), con un destino principal hacia los Estados Unidos, y que se han beneficiado con la creciente

cotización internacional de estos productos (Cuadro R4.\$).

b. Empresas con pérdidas

- En 2007 el 16,6% de las firmas declararon pérdidas (466 empresas). Este grupo exportó US\$3.283 m, es decir, 17% del valor vendido por la muestra analizada. Las empresas que reportaron mayores déficits se dedican a las actividades de comercio, fabricación de telas, alimentos y producción agrícola con predominio exportador (flores y banano).
- El monto de las pérdidas representó el 9,6% del resultado global de las utilidades netas de las empresas analizadas. Es importante destacar que los déficits declarados por las empresas de este grupo se redujeron entre 2005 y 2006, pero aumentaron nuevamente en 2007.
- De acuerdo con el grado de dependencia sobre sus exportaciones, el 52,1% de tales empresas (243 firmas) presenta bajo nivel de dependencia (rango 0-20); mientras que el 28,8% exhibe un nivel intermedio de dependencia y el 19,1% restante (89 empresas) muestra una alta dependencia de sus exportaciones (rango 80-100).
- Hay que resaltar que un gran número de firmas de este grupo (303 empresas, es decir, el 65% de las que presentan pérdidas) se concentra en niveles de menor dependencia sobre sus exportaciones (rangos 0-20 y 20-40). Estas empresas exhibieron más del 62% de las pérdidas y aportaron el 15,7% de las exportaciones del grupo de empresas con déficit en 2007. Su actividad económica principal es la comercialización, la producción agrícola y de químicos, dirigidas principalmente al mercado local, lo cual sugiere que el efecto de la apreciación cambiaria no necesariamente es la principal causa de su desempeño financiero el año pasado.

Cuadro R4.4
Resultados operacionales

Dependencia (X/IO)	Número de empresas	Exportaciones (millones de dólares)	Utilidades (millones de pesos)
Empresas con utilidades			
0-20	1.638	2.130	6.821.768
20-40	313	2.817	823.383
40-60	137	2.004	729.758
60-80	79	1.153	351.399
80-100	174	7.951	2.839.817
Total	2.341	16.055	11.566.125
Empresas con pérdidas			
0-20	243	152	(361.236)
20-40	60	364	(275.510)
40-60	42	212	(67.086)
60-80	32	325	(86.031)
80-100	89	2.230	(222.012)
Total	466	3.283	(1.011.876)
Total muestra de empresas			
Total	2.807	19.338	10.554.249
Participación de empresas con utilidades	83,4	83,0	109,6
Participación de empresas con pérdidas	16,6	17,0	(9,6)

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

- El grupo más dependiente del valor exportado (89 firmas) muestra un incremento de más de tres veces en el nivel de sus déficits entre 2006 y 2007. Estas empresas aportaron el 21,9% de las pérdidas y se dedican principalmente a la producción agrícola (flores y banano) y al comercio. El último año exportaron US\$2.230 m, equivalentes a 67,9% del valor vendido por las firmas con pérdidas, 11,5% del valor despachado al exterior por todas las empresas de la muestra, y 7,4% del total exportado por el país en 2007. Hay que resaltar que por parte de las firmas floricultoras se ha venido realizando esfuerzos por diversificar el destino de sus productos, pero aún tienen como principal mercado los Estados Unidos, economía que adquiere más del 80% de sus ventas al exterior.
- El 83,4% de las 2.807 empresas analizadas obtuvo ganancias en 2007. Las que generaron mayor nivel de utilidades se dedican a la extracción y exportación de recursos naturales y al comercio al por mayor. Estas firmas aportaron el 83% (US\$16.055 m) del valor vendido al exterior en el último año por el total de empresas estudiadas.
- El 16,6% de las empresas analizadas declaró pérdidas en 2007, concentrándose sus mayores niveles en las firmas dedicadas al comercio, la fabricación de textiles y la producción agrícola. El número de empresas que presentan pérdidas se ha mantenido constante en los últimos tres años. Además, éstas exportaron el 17% (US\$3.283 m) del total despachado por las firmas de la muestra.
- La dinámica de la tasa de cambio afecta de manera diferencial los ingresos de las empresas, de acuerdo con su grado de dependencia de las exportaciones. En tal sentido, las firmas más golpeadas por el proceso de apreciación cambiaria son aquellas ubicadas en los rangos de mayor dependencia. Los resultados encontrados aquí indican que de las firmas que declararon pérdidas en 2007, la gran mayoría tiene como fuente principal de sus ingresos sus ventas al mercado interno (es decir, más del 80%), hecho que sugiere que las causas de su desempeño financiero no corresponderían exclusivamente al efecto de la apreciación de la tasa de cambio.

5. Conclusiones

- Las firmas exportadoras analizadas en esta nota (2.807 empresas) aportaron cerca del 65% del valor total vendido por el país en 2007. El 67% de tales firmas (1.881 empresas) tiene una dependencia menor al 20% sobre sus exportaciones, de donde se deduce que su producción se destina principalmente al mercado interno, con lo cual dichas firmas estarían menos expuestas a choques externos. Un grupo reducido de empresas (263 firmas) están en el rango de mayor dependencia; sin embargo, estas firmas vendieron el 52,6% de valor total despachado al extranjero por la muestra analizada.

VI. RESULTADOS FISCALES EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2008 Y PERSPECTIVAS

En el primer trimestre del año el sector público consolidado acumuló un superávit fiscal por \$2.010 mm que representa el 0,5% del PIB.

A. RESULTADOS DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2008

En el primer trimestre del año el sector público consolidado acumuló un superávit fiscal por \$2.010 mm que representa el 0,5% del PIB. Este resultado refleja una situación de equilibrio en las finanzas del Gobierno nacional central (GNC) y un superávit de 0,8% del PIB en el sector descentralizado. El Banco de la República arrojó un superávit de 0,2% del PIB en sus operaciones de caja, al tiempo que los costos de reestructuración del sistema financiero ascendieron a 0,1% del PIB (Cuadro 31).

Las finanzas del GNC registraron un crecimiento nominal de 34,5% en los ingresos y de 14,8% en los gastos. Dentro de los ingresos se destacan el recaudo por impuestos, que creció 17%, y las rentas de capital, que aumentaron 694,7%. El significativo desempeño de estas rentas se explica por el traslado de los recursos del Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera (FAEP), que ascendió a \$2.225 mm (US\$1.124 m). Los impuestos más dinámicos fueron gasolina, IVA interno y renta con crecimientos de 19,7%, 14,6% y 8,5% respectivamente. Cabe mencionar que en el caso del impuesto al patrimonio el recaudo de la primera cuota se registró en el primer trimestre de 2008, mientras que en 2007 ello ocurrió a partir del segundo trimestre del año (Cuadro 32).

Las finanzas del GNC registraron un crecimiento nominal de 34,5% en los ingresos y de 14,8% en los gastos. Dentro de los ingresos se destacan el recaudo por impuestos, que creció 17%, y las rentas de capital, que aumentaron 694,7%.

En materia de gasto, los giros de funcionamiento aumentaron 21,5% y los de inversión 79,3%. Los pagos por intereses de la deuda, sin considerar la indexación de los TES B, se redujeron 27,0% durante el período. Dentro de los gastos de funcionamiento, los servicios personales, los gastos generales y las transferencias crecieron 1,7%, 57,6% y 20,1%, respectivamente. Las transferencias por concepto del sistema general de participaciones (SGP) ascendieron a \$4.236 mm, con un crecimiento de 5,9%, y los pagos por pensiones se situaron en \$3.537 mm registrando un aumento de 16,3%. Los gastos por inversión estuvieron dirigidos principalmente a proyectos del Ministerio de Defensa por \$790,0 mm (US\$438 m).

Cuadro 31
Sector público consolidado:
balance fiscal, primer trimestre de 2007 y de 2008

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2007	2008 (pr)	2007	2008 (pr)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	124	3.092	0,0	0,8
1. Gobierno nacional^{a/}	(2.655)	(137)	(0,7)	0,0
2. Subtotal sector descentralizado^{b/}	2.779	3.229	0,8	0,8
Eléctrico	47	(80)	0,0	0,0
Emcali	97	24	0,0	0,0
EPM	(95)	(247)	0,0	(0,1)
FAEP	114	(2.409)	0,0	(0,6)
Resto de entidades	584	1.732	0,2	0,4
Seguridad social	1.396	1.615	0,4	0,4
Regional y local	636	2.594	0,2	0,7
B. Balance cuasifiscal del Banco de la República	562	594	0,2	0,2
C. Balance de Fogafín	135	73	0,0	0,0
D. Costo de la reestructuración financiera	(446)	(490)	(0,1)	(0,1)
E. Ajustes	(429)	(1.259)	(0,1)	(0,3)
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	(55)	2.010	(0,0)	0,5

Nota: déficit (-) o superávit (+).

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

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

(pr) preliminar.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

El déficit del GNC, incluyendo los costos de la reestructuración financiera, ascendió a \$627 mm. Su financiamiento provino, en mayor medida, de recursos de crédito interno y del traslado de utilidades del Banco de la República. El endeudamiento interno neto alcanzó a \$5.600 mm producto de desembolsos por \$6.149 mm y amortizaciones por \$549 mm. Las colocaciones de TES a largo plazo llegaron a \$6.269 mm, de los cuales \$3.113 mm corresponden a operaciones convenidas y forzosas, y \$3.156 mm a subastas. Así mismo, el financiamiento externo por \$289 mm es resultado de desembolsos por \$2.880 mm y de amortizaciones por \$2.591 mm. El traslado de utilidades del Banco de la República ascendió a \$1.416 mm.

Por otro lado, como se señaló al inicio de la sección, las finanzas del sector público descentralizado, al igual que en el primer trimestre de 2007, acumulan un superávit equivalente a 0,8% del PIB. Este resultado es producto del ahorro por 1,5% del PIB, que en conjunto obtuvieron el sector público regional y local, el sector de la seguridad social y el denominado “resto de entidades”, el cual se contrarresta parcialmente, con la desacumulación de recursos del FAEP por 0,6% del PIB. Es importante señalar que las finanzas regionales y locales registraron una baja ejecución del gasto, y como contrapartida una acumulación de excedentes en el sector financiero. Este hecho es atribuible al cambio de gobernadores y alcaldes que se realizó a principios del año.

Las finanzas del sector público descentralizado, al igual que en el primer trimestre de 2007, acumulan un superávit equivalente a 0,8% del PIB.

Cuadro 32
Gobierno nacional central: balance fiscal, primer trimestre de 2007 y de 2008
(miles de millones de pesos)

	2007	2008 (pr)	Crecimiento anual, 2007-2008
I. Ingresos totales (A + B + C + D + E)	14.787	19.885	34,5
A. Tributarios	14.219	16.630	17,0
Renta	5.115	5.548	8,5
IVA interno	4.951	5.675	14,6
IVA externo	1.997	2.052	2,8
Gravamen	895	945	5,6
Gasolina	276	331	19,7
Gravamen a los movimientos financieros	715	748	4,5
Patrimonio	10	1.083	10.863,0
Otros	261	249	(4,4)
B. No tributarios	49	81	65,7
C. Fondos especiales	143	259	80,5
D. Recursos de capital	366	2.911	694,7
Rendimientos financieros	176	318	80,4
Excedentes financieros	150	192	27,7
Otros	40	2.401	5.916,4
E. Ingresos causados	10	4	(56,0)
II. Gastos totales (A + B + C + D + E) ^{a/}	17.443	20.022	14,8
A. Intereses	4.052	2.957	(27,0)
Externos	1.351	1.150	(14,9)
Internos	2.700	1.807	(33,1)
B. Funcionamiento	11.720	14.234	21,5
Servicios personales	1.649	1.677	1,7
Gastos generales	1.228	1.935	57,6
Transferencias	8.842	10.622	20,1
C. Inversión	1.303	2.336	79,3
D. Préstamo neto	83	47	(43,2)
E. Pagos causados	286	448	57,0
III. Déficit (-) o superávit (+) (I - II) ^{b/}	(2.655)	(137)	(94,8)
Costo de reestructuración financiera	446	490	9,8
IV. Financiamiento (A + B + C + D)	3.102	627	(79,8)
A. Crédito externo neto	(1.263)	289	(122,9)
Desembolsos	201	2.880	1.331,6
Amortizaciones	1.464	2.591	77,0
B. Crédito interno neto	(147)	5.600	(3.904,9)
Desembolsos	8.177	6.149	(24,8)
Amortizaciones	8.324	549	(93,4)
C. Utilidades del Banco de la República	1.186	1.416	19,4
D. Privatizaciones	1.878	23	(98,8)
E. Otros	1.448	(6.702)	(562,9)
V. Déficit como porcentaje del PIB	(0,7)	0,0	

(pr) preliminar.

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

b/ No incluye el costo de la reestructuración financiera.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

La actualización más reciente del Plan Financiero, efectuada por el Confis en junio de 2008, mantuvo la meta de déficit fiscal del sector público consolidado en un nivel equivalente a 1,4% del PIB en 2008. Sin embargo, el recorte al Presupuesto general de la nación por \$1.500 mm, anunciado por el Gobierno el 21 de julio, permite reducir la meta a 1% del PIB.

B. PERSPECTIVAS FISCALES PARA 2008

La actualización más reciente del Plan Financiero, efectuada por el Consejo Superior de la Política Fiscal (Confis) en junio de 2008, mantuvo la meta de déficit fiscal del sector público consolidado en un nivel equivalente a 1,4% del PIB en 2008. Sin embargo, el recorte al Presupuesto general de la nación por \$1.500 mm anunciado por el Gobierno el 21 de julio, permite reducir la meta a 1% del PIB. Considerando este ajuste, se estima un desbalance de 3,1% del PIB en las finanzas del GNC, y un superávit de 2,0% del PIB en las cuentas fiscales del sector público descentralizado. Así mismo, se espera que el Banco de la República y el Fogafín arrojen un superávit de 0,2% y 0,2% del PIB, respectivamente. Los costos de reestructuración del sistema financiero ascenderán a 0,3% del PIB (Cuadro 33).

Las finanzas del GNC contabilizarán un incremento de 15,4% en los ingresos y de 13,8% en los gastos —al excluir los pagos financiados con el impuesto al patrimonio, el crecimiento del gasto se reduciría a 10,3%—. Las rentas de origen tributario aumentarán 15,1%, y dentro de éstas el IVA interno y el impuesto al patrimonio serán los recaudos más dinámicos, con crecimientos de 31,1% y 160%, respectivamente. La significativa expansión de este último impuesto es producto del aplazamiento para 2008 del pago de una de las dos cuotas previstas para 2007.

Cuadro 33
Sector público consolidado:
balance fiscal, 2007 y 2008

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2007	2008 (proy)	2007	2008 (proy)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	(4.323)	(4.314)	(1,2)	(1,1)
1. Gobierno nacional	(11.613)	(12.164)	(3,2)	(3,1)
2. Subtotal sector descentralizado	7.290	7.850	2,0	2,0
Eléctrico	427	291	0,1	0,1
Emcali	180	301	0,1	0,1
EPM	96	(125)	0,0	(0,0)
FAEP	691	(1.869)	0,2	(0,5)
Ecopetrol	2.319	0	0,6	0,0
Resto de entidades	(1.900)	2.424	(0,5)	0,6
Seguridad social	6.368	5.198	1,8	1,3
Regional y local	(891)	1.629	(0,2)	0,4
B. Balance cuasifiscal del Banco de la República	1.641	963	0,5	0,2
C. Balance de Fogafín	318	652	0,1	0,2
D. Costo de la reestructuración financiera	(1.161)	(1.268)	(0,3)	(0,3)
E. Ajustes	809	0	0,2	0,0
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	(2.715)	(3.967)	(0,8)	(1,0)

(proy) proyección.

Nota: déficit (-) o superávit (+).

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

El recaudo de renta apenas registrará un aumento de 1,7%, en gran parte por la eliminación de la sobretasa del impuesto, la reducción de la tarifa y la utilización de diversos beneficios por parte de los contribuyentes.

El recaudo de renta apenas registrará un aumento de 1,7%, en gran parte por la eliminación de la sobretasa del impuesto, la reducción de la tarifa y la utilización de diversos beneficios por parte de los contribuyentes. Es importante anotar que el GNC recibirá utilidades provenientes de Ecopetrol por un valor cercano a \$4.000 mm y una transferencia de recursos del FAEP por \$2.225 mm.

Con respecto a los gastos del GNC, las proyecciones oficiales arrojan un crecimiento de 18,4% en funcionamiento y de 21,1% en inversión. Los giros por intereses de la deuda, sin considerar la indexación de los títulos TES clase B, registran una caída de 8,0%. Dentro de los pagos de funcionamiento, los servicios personales aumentan 14,7% y las transferencias 20,4%. Los giros por concepto del SGP ascienden a \$18.626 mm, con un incremento de 9,1%, en tanto que los pagos por pensiones alcanzan \$17.183 mm, con un aumento cercano al 20%—dentro de esta partida se incluye \$5.900 mm para el Instituto de los Seguros Sociales (ISS)—. El crecimiento de los pagos de inversión se origina en los gastos asociados con la reposición de equipo militar que se financia con los recursos del impuesto al patrimonio.

El financiamiento del déficit del GNC provendrá de recursos del crédito, privatizaciones, utilidades del Banco de la República y otras disponibilidades de la Tesorería General de la Nación. El financiamiento externo neto alcanzará \$1.399 mm, con desembolsos por \$4.687 mm y amortizaciones por \$3.288 mm. Por su parte, el financiamiento interno neto ascenderá a \$4.727 mm, producto de desembolsos por \$20.744 mm frente a amortizaciones por \$16.017 mm. Las utilidades del Banco de la República trasladadas al Gobierno fueron \$1.415 mm y las privatizaciones se estiman en \$1.700 mm.

El crecimiento de los pagos de inversión se origina en los gastos asociados con la reposición de equipo militar que se financia con los recursos del impuesto al patrimonio.

En cuanto al sector descentralizado, los estimaciones oficiales muestran un superávit de 2,0% del PIB, igual porcentaje al observado en 2007. Como se destacó en el Informe de la Junta Directiva al Congreso de marzo, es importante tener en cuenta que en este sector se registran la desacumulación de recursos del FAEP por \$2.225 mm, mencionada anteriormente, y la exclusión de Ecopetrol e Isagen del seguimiento efectuado al sector público no financiero.

VII. NIVEL DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

La estrategia de acumulación de reservas internacionales adoptada por el Banco reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional para enfrentar choques externos.

A junio de 2008 las reservas internacionales netas totalizaron US\$22.857,5 m, cuantía superior en US\$1.898,3 m al saldo registrado en diciembre de 2007³⁷. Entre enero y junio de 2008 se compraron US\$513 m en reservas por medio de las opciones de control de volatilidad, y US\$450 m mediante las opciones de acumulación de reservas internacionales y US\$71,6 m por el mecanismo de subastas de compra directa. En lo corrido de 2008 el rendimiento neto de las inversiones de las reservas ha sido de US\$579,9 m.

En este capítulo se presenta un análisis de los indicadores más utilizados para medir la vulnerabilidad externa de un país, los cuales se construyen a partir del saldo de las reservas internacionales.

A. INDICADORES DE VULNERABILIDAD EXTERNA

La estrategia de acumulación de reservas internacionales adoptada por el Banco reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional para enfrentar choques externos. Estos pueden ser originados por los términos de intercambio, por pánico financiero, por contagios o, en general, por eventos que lleven a sobrerreacciones de los inversionistas y a una reversión rápida de los flujos de capital. En este contexto, mantener un nivel adecuado de reservas internacionales no solo puede servir para enfrentar dichos choques internacionales de liquidez, sino que ayuda a disminuir la probabilidad de su ocurrencia.

Los indicadores más importantes de vulnerabilidad externa son la razón entre reservas internacionales y agregados monetarios y la razón entre reservas y los

Mantener un nivel adecuado de reservas internacionales no sólo puede servir para enfrentar choques internacionales de liquidez, si no que ayuda a disminuir la probabilidad de su ocurrencia.

37 Las reservas netas son iguales al total de las reservas internacionales, o reservas brutas, menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera con agentes no residentes. A menos que se indique lo contrario, todas las cifras de este documento corresponden al fin de mes de junio de 2008 y son provisionales; además puede que no coincidan debido a redondeos.

Los indicadores de vulnerabilidad externa para Colombia, medidos a través de las reservas internacionales muestran en general un nivel adecuado para enfrentar crisis externas.

pagos de deuda durante los siguientes doce meses. Al comparar las reservas con agregados monetarios, tales como M2 o M3, se busca establecer la capacidad de la economía de responder a salidas masivas de capital provocadas por un ataque especulativo. Por su parte, el indicador de reservas sobre deuda de corto plazo, el cual tiene en cuenta el déficit de la cuenta corriente, indica la capacidad del país de responder a sus obligaciones crediticias con el resto del mundo en un escenario extremo donde se cierre completamente el acceso a la financiación internacional. En general, los mercados internacionales consideran que valores bajos de estos indicadores pueden dar señales de alerta sobre la vulnerabilidad externa de las economías, dependiendo de las características de cada país.

El Cuadro 34 presenta la evolución de diferentes indicadores de las reservas internacionales netas durante el período de 2003 a 2008 para el caso colombiano.

Los indicadores de los grupos A y B se ubican por encima de uno, nivel recomendado por el FMI, lo cual muestra un nivel apropiado para enfrentar crisis externas. Puede observarse que todos los indicadores de estos grupos han presentado una mejora sustancial en el período. Las razones del grupo C se han mantenido

Cuadro 34
Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

	2003	2004	2005	2006	2007 (e)	2008 (proy)
Saldo						
Reservas internacionales netas (millones de dólares) ^{a/}	10.916	13.536	14.947	15.436	20.949	25.640
Indicadores						
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa						
Amortizaciones de deuda externa (millones de dólares) ^{b/}	10.068	8.688	13.068	13.189	10.288	11.718
Reservas netas/amortizaciones de la deuda externa del año en curso	1,08	1,56	1,14	1,17	2,04	2,19
Reservas netas/amortizaciones de la deuda externa del siguiente año	1,26	1,04	1,13	1,50	1,79	1,98
B. Posición adecuada de liquidez externa						
RIN/servicio de la deuda, año corriente	0,87	1,21	0,93	0,96	1,55	1,69
RIN/servicio de la deuda, año siguiente	0,98	0,85	0,93	1,15	1,38	1,57
RIN/(amortizaciones de deuda año corriente + def. cta. cte. año corriente) ^{c/}	0,99	1,41	1,00	0,95	1,30	1,53
RIN/(amortizaciones de deuda año siguiente + def. cta. cte. año siguiente)	1,14	0,91	0,92	0,96	1,25	1,28
C. Otros indicadores de reservas internacionales						
RIN como meses de importaciones de bienes ^{d/}	9,9	10,2	8,9	7,5	8,1	8,0
RIN/M3 (porcentaje) ^{e/}	36,5	33,3	30,3	26,3	27,3	26,6
RIN/PIB (porcentaje) ^{f/}	13,7	13,8	12,2	11,4	12,2	11,9

(e) estimado.

(proy) proyectado.

a/ El saldo de las reservas internacionales es un valor estimado para el año 2008.

b/ El valor de las amortizaciones de deuda externa corresponde a una estimación para el año 2008.

c/ Considera una estimación del déficit en cuenta corriente para el año 2008.

d/ El valor de las importaciones de bienes corresponde a una estimación para el año 2008.

e/ El saldo de M3 ampliado es una estimación para el año 2008.

f/ El valor del PIB en dólares corresponde a una estimación para el año 2008.

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

Gráfico 56
Reservas internacionales/PIB

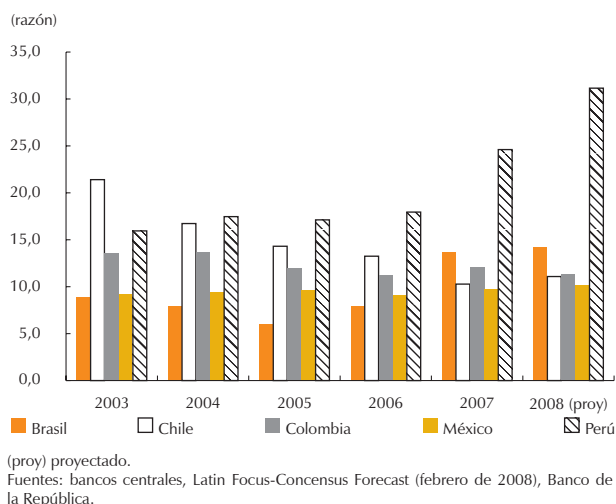
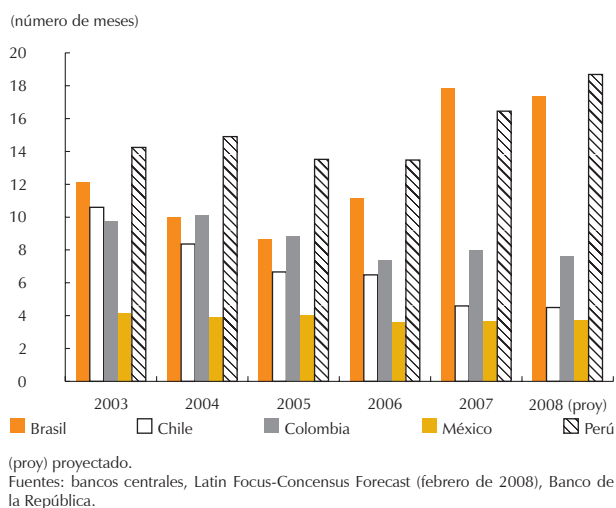


Gráfico 57
Reservas internacionales como meses de importaciones de bienes



estables, y están en niveles adecuados. Particularmente, la relación reservas netas sobre importaciones de bienes, una de las medidas más usadas para evaluar la conveniencia en el nivel de reservas, se mantiene cómodamente por encima de siete meses, nivel de referencia de este indicador.

Al comparar diversos indicadores de liquidez internacional de Colombia frente a otros países de la región, se observa que el cociente de reservas sobre PIB se sitúa en un nivel intermedio, cerca de Brasil, México y Chile (Gráfico 56). Se destaca el crecimiento y nivel de esta fracción para Perú, debido a que el encaje de depósitos en dólares en este país se contabiliza como reservas.

Otros indicadores de liquidez internacional, como las reservas medidas en meses de importaciones de bienes, muestran que a partir de 2004 Colombia ha tenido una posición relativa superior a la de Chile y México. No obstante, dicha medida se contrajo entre 2005 y 2006 por el fuerte crecimiento de las importaciones. Se espera que para 2008 el indicador se mantenga en niveles similares a los de 2007 (Gráfico 57).

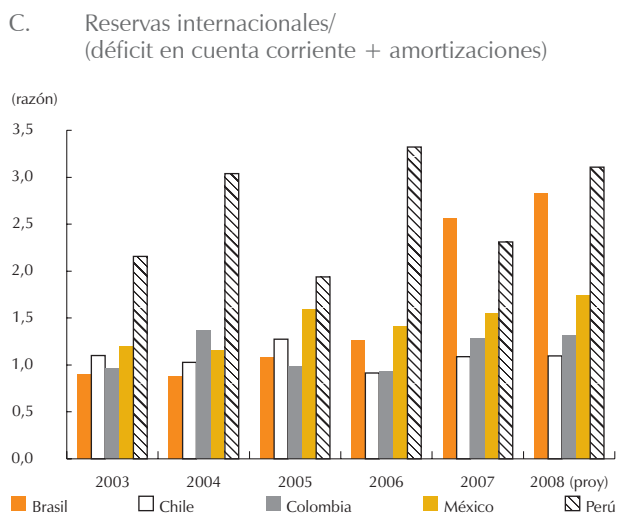
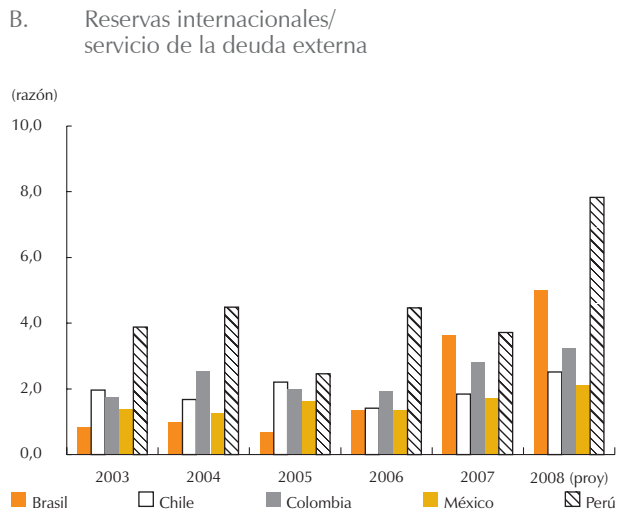
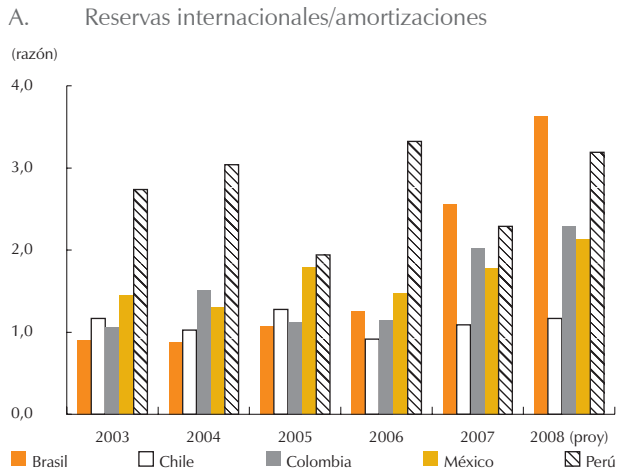
En las relaciones de reservas internacionales a amortizaciones externas y de reservas sobre servicio de la deuda externa, Brasil y Perú registran niveles superiores a los de Colombia. La medida más importante de vulnerabilidad externa, como lo son las reservas sobre amortizaciones de la deuda externa y el déficit de la cuenta corriente, se encuentra por encima de la unidad en todos los países de la región, como se observa en

el Gráfico 58. En Colombia el indicador ha cumplido con dicho parámetro con excepción de 2003 y 2006.

B. CRITERIOS DE ADMINISTRACIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Los criterios de administración de las reservas internacionales establecidos por el Banco de la República son, en orden de importancia, seguridad, liquidez y rentabilidad. Conforme a estos principios y con el objeto de velar por el cumplimiento en el pago de las obligaciones externas del país, las reservas están invertidas en activos financieros con niveles altos de seguridad y liquidez, los cuales se caracterizan por un amplio mercado secundario.

Gráfico 58



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

El Comité de Reservas del Banco de la República es el órgano encargado de fijar políticas que regulen la administración de las reservas internacionales, así como de revisar periódicamente el rendimiento y la composición de las mismas.

Las inversiones de las reservas se separan en dos componentes: el *tramo de inversión*, o porción de las reservas, que se puede invertir en instrumentos financieros en el mercado internacional, y los *otros componentes*, conformados por aquellos activos sobre los cuales no se puede definir una política de inversión. Dentro de *otros componentes* se encuentran las inversiones en oro monetario, las tenencias en entidades supranacionales, tales como el FMI y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), y aportes a otros convenios internacionales.

Con el fin de hacer un manejo eficiente del *tramo de inversión* de las reservas, el Comité de Reservas del Banco de la República lo ha separado por portafolios de disponibilidad, a saber:

1. Se ha definido un tramo altamente líquido, denominado *capital de trabajo*, que tiene como propósito cubrir las necesidades de liquidez inmediata de las reservas, y es gestionado directamente por el Banco de la República. Dentro de sus objetivos priman la seguridad y la liquidez sobre la rentabilidad, y sus inversiones se concentran en activos de muy corto plazo denominados en dólares.
2. Hay un segundo clasificado como *tramo indexado*, también administrado directamente por el Banco de la República, cuya finalidad es dar soporte a las necesidades de liquidez para una disminución considerable de las reservas. Se llama *indexado* ya que las diferencias entre el portafolio y su índice de referencia son mínimas. Sus inversiones tienen perfiles de rentabilidad superiores a los del capital de trabajo, primando siempre la seguridad, por lo que sus inversiones se concentran en activos de muy corto plazo en los Estados Unidos y en bonos emitidos por los gobiernos de los Estados Unidos, Alemania y Japón.

La composición cambiaria del índice de referencia es 85% en dólares de los Estados Unidos, 12% en euros y 3% en yenes japoneses.

3. Finalmente, existe un tercer grupo, denominado *tramo no indexado*. Una porción de éste es gestionada directamente por el Banco de la República y, para el manejo de lo restante se contratan firmas especializadas en la administración de activos de renta fija para que, dentro de un marco de riesgo controlado, apliquen su experiencia y recursos en determinar estrategias que aumenten la rentabilidad de las reservas en el largo plazo.

El Comité de Reservas ha establecido un *índice de referencia*, o portafolio teórico, para el tramo de inversión, el cual refleja los objetivos de retorno y riesgo en el largo plazo. Cada uno de los portafolios que componen el tramo de inversión tiene un índice de referencia distinto de acuerdo con sus objetivos particulares, pero la suma de todos los portafolios debe ser consistente con el índice agregado definido por el Comité de Reservas. El índice se compone por aquellos activos que durante un año maximizan la rentabilidad de las reservas, sujeto a estrictas restricciones de riesgo. La composición cambiaria de este índice de referencia es equivalente a la composición de los egresos de la balanza de pagos del país, brindando así una cobertura cambiaria entre el activo de la nación (representado en las reservas internacionales) y los pasivos con los residentes en el exterior. En la actualidad el índice se distribuye en 85% en dólares de los Estados Unidos, 12% euros y 3% yenes japoneses.

El índice de referencia permite medir el desempeño de las reservas y sirve como vara de medición de la gestión de los diferentes administradores. Este índice se revisa de forma periódica, ya que las condiciones del mercado de los activos financieros y la aversión al riesgo de los miembros del Comité cambia a lo largo del tiempo.

Desde 1994 el Comité de Reservas decidió implementar el Programa de administración externa con una porción del tramo no indexado. Al 30 de junio de 2008 el programa de administración externa representa el 40,09% del total de las reservas. Además de obtener rendimientos superiores a los registrados por el índice de referencia en el largo plazo, el programa ha permitido la transferencia de conocimientos y tecnología al Banco de la República para mantenerlo a la vanguardia de los desarrollos financieros. Con una experiencia de ocho años en el manejo del programa de administración externa, en 2002 se decidió cambiar el programa, aplicando dos decisiones estratégicas: i) separar el programa en dos mandatos, y ii) ampliar el programa a un número mayor de firmas, las cuales deberían competir entre sí. De esta manera, el programa de administración externa se divide en categorías: a) el *mandato de rotación*, donde los gestores tienen la posibilidad de invertir en activos con la más alta calidad crediticia en dólares, tales como bonos de agencia, títulos respaldados por hipotecas, bonos corporativos y títulos respaldados por activos, y b) el *mandato global*, donde las firmas usan estrategias *direccionales* (exposición al riesgo de tasas de interés y toma de posiciones cambiarias) e invierten en bonos de alta calidad crediticia que no se encuentran en el índice (gobiernos de otros países industrializados e instituciones supranacionales). Dentro de las estrategias de inversión aprobadas por el Comité de Reservas las firmas especializadas procuran diversificar la composición cambiaria del portafolio de

Gracias al programa de administración externa, el portafolio ha obtenido rendimientos superiores a los de su índice de referencia en el largo plazo.

El tramo de inversión se concentra principalmente en títulos emitidos por gobiernos de economías desarrolladas, los cuales cumplen con las condiciones de seguridad y liquidez requeridas.

acuerdo con sus expectativas y dentro de estrictos límites de riesgo. Las monedas con las que se pueden implementar este tipo de estrategias son dólares de los Estados Unidos, euros, yenes japoneses, libras esterlinas, francos suizos, coronas suecas, coronas noruegas, dólares australianos, dólares neocelandeses y dólares canadienses.

Adicionalmente, se definen parámetros para la revisión de la gestión de las firmas administradoras, los cuales son revisados periódicamente y, dependiendo del éxito de la gestión, se pueden tomar decisiones tales como modificar el monto administrado o cancelar el contrato.

1. Composición de las reservas

El principal componente de las reservas internacionales del país, lo constituye el *tramo de inversión*, con el 93,72% del total (US\$22.844,7 m). El saldo restante está distribuido en: i) la posición en el FMI y derechos especiales de giro (DEG) (US\$706,1 m); ii) aportes al FLAR (US\$369,5 m); iii) el oro, los pesos andinos y los saldos positivos de convenios internacionales (US\$281,2 m), y iv) la posición en caja (US\$7,7 m). Así mismo, se contabilizaron pasivos externos a corto plazo por US\$7,2 m (Cuadro 35).

El tramo de inversión se concentra principalmente en títulos emitidos por gobiernos de economías desarrolladas, los cuales cumplen con las condiciones de seguridad y liquidez requeridas. Esta exposición está conformada por activos de corto y largo plazos, los cuales representan un 65,2% del portafolio. La proporción restante se distribuye entre los demás sectores, así: 26,5% en el bancario, 2,4% en el corporativo no bancario, 2,2% en el supranacional, 2,5% en títulos respaldados por activos y 1,1% en acuerdos de recompra en la Reserva Federal de Nueva York. A junio de 2008 la distribución por calidad crediticia, de acuerdo con las calificaciones otorgadas por las agencias especializadas, fue la siguiente: 52,3% en “P-1”, 42,2% en “AAA”, 3,5% en “AA”, 0,8% en “A” y 1,1% en acuerdos de recompra en la Reserva Federal de Nueva York e inversiones en el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus sigla en inglés). La distribución del riesgo crediticio refleja el estricto criterio de seguridad con que se administran las reservas internacionales.

La composición cambiaria del tramo de inversión es 85,2% en dólares de los Estados Unidos, 11,6% en euros, 2,8% en yenes japoneses y 0,22% en las siguientes monedas: dólar australiano, libra esterlina, dólar canadiense, dólar neocelandés, corona noruega, corona sueca y franco suizo.

La calidad crediticia de las inversiones refleja el estricto criterio de seguridad con que se administran las reservas internacionales.

Dentro del tramo de inversión, el Banco de la República gestionó directamente US\$12.328,7 m (53,4% del total del tramo), incluido el capital de trabajo por US\$1.001,6 m. Las firmas Barclays Global Investors, Goldman Sachs Asset Management, BlackRock Financial, Wellington Management, Deutsche Asset Management y Western Asset Management administraron el saldo restante de US\$9.161,5 m, el cual representa el 42,6% del tramo de inversión.

Cuadro 35
Composición de las reservas internacionales, 2007-2008

Descripción	Dic-07		Jun-08		Variación año corrido
	Millones de dólares	Porcentaje	Millones de dólares	Porcentaje	
Caja	10,2	0,05	7,7	0,03	(2,5)
Efectivo en caja	2,2	0,01	2,0	0,01	(0,2)
Depósitos a la orden	8,0	0,04	5,7	0,03	(2,3)
Tramo de inversión	19.639,4	93,72	21.490,2	94,03	1.850,8
Portafolio directo	10.715,0	51,13	12.328,7	53,94	1.613,7
Portafolio en administración	8.924,4	42,59	9.161,5	40,09	237,1
Oro	184,8	0,88	206,1	0,90	21,2
En custodia	184,8	0,88	206,1	0,90	21,2
Fondo Monetario Internacional	674,0	3,22	706,1	3,09	32,1
DEG	222,9	1,06	239,2	1,05	16,3
Posición de reserva	451,1	2,15	466,9	2,04	15,8
Fondo Latinoamericano de Reservas	368,2	1,76	389,5	1,70	21,3
Aportes	348,2	1,66	369,5	1,62	21,3
Pesos andinos	20,0	0,10	20,0	0,09	0,0
Convenios internacionales	78,3	0,37	55,2	0,24	(23,2)
Total reservas brutas	20.955,0	100,00	22.854,7	100,00	1.899,7
Pasivos de corto plazo	6,4	100,00	7,2	100,00	0,8
Intereses causados por los pasivos	6,4	100,00	3,1	100,00	(3,3)
Dptos. por invs. ext. de portafolio Dcto. 4814 de 2007		0,00	4,2	0,00	
Total de reservas netas	20.948,7	100,00	22.847,5	100,00	1.898,9

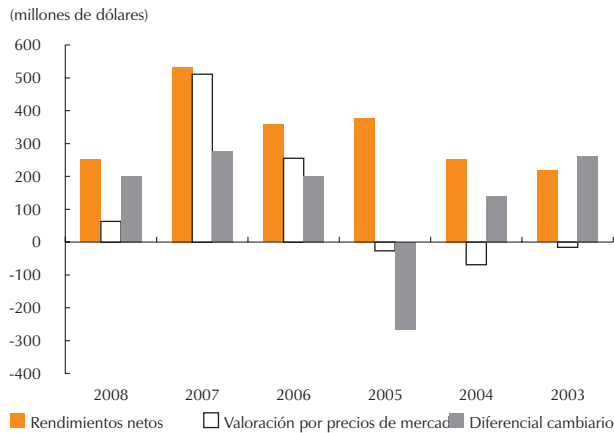
Fuente: Banco de la República.

2. Rendimiento del portafolio de reservas

El rendimiento neto del total de las reservas internacionales, a junio de 2008 ha sido US\$579,9 m. Las ganancias obtenidas por la valorización de las inversiones, así como por la causación de intereses ascendieron a US\$349,1 m, mientras que los rendimientos por diferencial cambiario registraron un valor de US\$230,8 m (Gráfico 59).

En lo corrido de 2008 el tramo de inversión de las reservas ha registrado un rendimiento de 2,65% (nominal sin anualizar). Dada la clase de activos en los que se invierten las reservas, este rendimiento es históricamente alto. El principal factor que explicó este resultado fue la disminución de las tasas de interés de corto plazo

Gráfico 59
Rendimientos de las reservas internacionales, 2003-2008



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 60
Comportamiento de los bonos de los Estados Unidos a dos años frente a los fondos federales



Fuente: Banco de la República.

en los Estados Unidos como consecuencia de la decisión de la Reserva Federal de recortar la tasa de los fondos federales. La disminución de las tasas de interés se tradujo en precios más altos para los títulos que hacen parte del portafolio. La nota del Tesoro de los Estados Unidos con vencimiento de dos años, la cual sirve como referencia de los títulos de corto plazo, se cotizaba a una tasa de 3,05% en diciembre de 2007, y disminuyó hasta un nivel de 1,46% en marzo. Durante el segundo trimestre del año la estabilización de la crisis financiera y los temores por el aumento de la inflación hicieron que la nota de dos años aumentara hasta 2,6% a finales de junio (Gráfico 60).

Como el rendimiento de las reservas se calcula en dólares y un porcentaje importante se encuentra invertido en euros y yenes, la apreciación de ambas monedas frente al dólar genera retornos positivos para el portafolio. A junio de 2008, el euro acumula una apreciación de 7,9% y el yen de 5,5%, lo cual ha contribuido positivamente al rendimiento de las reservas a junio.

En el Cuadro 36 se presentan los rendimientos de los distintos mandatos que conforman el tramo de inversión de las reservas internacionales.

Durante 2008 el programa de administración externa ha generado retornos superiores a los de su índice de referencia, aunque los resultados de las firmas que participan en el mandato global han sido mejores que los de las firmas que participan en el

Cuadro 36
Tasas de rendimiento de los portafolios del tramo de inversión

Mandato	Valor (dólares)	Rendimientos anualizados de los portafolios oct. 31-2002 a jun. 30-2008			Rendimientos de los portafolios dic. 31-2007 a jun. 30-2008		
		Portafolio	Índice de referencia	Diferencia	Portafolio	Índice de referencia	Diferencia
Tramo indexado	10.624.070.037	4,12	4,13	(0,01)	2,70	2,64	0,06
Tramo no indexado administrado por el Banco de la República	704.002.955	4,30	4,17	0,13	3,29	3,11	0,17
Mandato global	4.596.682.940	5,25	4,96	0,29	3,40	3,11	0,29
Mandato rotación	4.564.850.836	3,18	3,19	(0,01)	1,89	2,01	(0,12)
Capital de trabajo	1.001.652.313	3,08			1,51		

Nota: cifras provisionales sujetas a revisión.
Fuente: Banco de la República.

Los rendimientos de las reservas internacionales dependen, en buena medida, del comportamiento de las tasas de interés en los Estados Unidos.

mandato de rotación. Por su parte, el portafolio no indexado administrado por el Banco de la República obtuvo un retorno de 3,3%, superior al retorno registrado por su índice de referencia, que fue 3,1%.

Desde el comienzo del programa de administración externa en 1994, se han obtenido beneficios brutos adicionales a los recibidos por el índice de referencia, por aproximadamente US\$73 m, lo cual representa una tasa anual de 0,15%.

3. Perspectivas

Los rendimientos de las reservas internacionales por tasa de interés dependen principalmente de dos factores: la causación de intereses y el movimiento de los precios de los activos. Disminuciones en las tasas de interés de los papeles provocan valorizaciones de los precios, mientras que aumentos de las tasas provocan el efecto contrario. Si bien los rendimientos de las reservas internacionales fueron muy altos durante los últimos doce meses por la valorización de los papeles en el portafolio, es probable que en el próximo año los retornos sean menos atractivos, debido al bajo nivel de las tasas en los Estados Unidos. De un lado, el portafolio recibirá menores ingresos por causación de intereses y, por del otro, hay poco espacio para que las tasas bajen aún más, lo cual disminuye la probabilidad de que los títulos se valoricen.

VIII. SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

En el primer semestre de 2008 el Banco de la República obtuvo utilidades por \$720,6 mm, producto de ingresos por \$1.526,4 mm y egresos por \$805,8 mm.

A. RESULTADOS A JUNIO DE 2008

En el primer semestre de 2008 el Banco de la República obtuvo utilidades por \$720,6 mm, producto de ingresos por \$1.526,4 mm y egresos por \$805,8 mm (Cuadro 37).

Comparado con el mismo período del año anterior, los ingresos aumentaron el 26,5%, debido, principalmente, al mayor rendimiento de las reservas internacionales netas (\$253,2 mm) y a la compra transitoria de títulos (\$51,4 mm) (Cuadro 38).

Cuadro 37
Estado resumido de pérdidas y ganancias del Banco de la República
(miles de millones de pesos)

	Dic-07	Jun-07 A	Jun-08 B	Variación anual	
				Porcentual: (B/A)	Absoluta: (B - A)
Ingresos	3.496,7	1.207,0	1.526,4	26,5	319,4
Monetarios	3.317,3	1.143,1	1.442,1	26,2	299,0
Corporativos	179,3	63,9	84,3	31,9	20,4
Egresos	1.511,7	835,1	805,8	(3,5)	(29,3)
Monetarios	1.051,0	589,5	543,7	(7,8)	(45,8)
Corporativos	309,8	149,5	154,1	3,1	4,6
Pensionados	150,9	96,1	108,0	12,4	11,9
Resultados del ejercicio	1.985,0	371,9	720,6	93,8	348,7

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 38
Pérdidas y ganancias del Banco de la República, junio de 2007 a junio de 2008
(miles de millones de pesos)

	Dic-07	Jun-07 A	Jun-08 B	Variaciones anuales:	
				Porcentual (B/A)	Absoluta (B - A)
1. Ingresos de P y G	3.496,7	1.207,0	1.526,4	26,5	319,4
1.1 Ingresos monetarios	3.317,3	1.143,1	1.442,1	26,2	299,0
1.1.1 Intereses y rendimientos	3.153,6	1.036,3	1.347,1	30,0	310,8
Reservas internacionales	2.746,3	878,9	1.132,1	28,8	253,2
Operaciones de liquidez - repos y apoyos transitorios	305,4	136,0	187,4	37,8	51,4
Valoración de TES por operaciones de expansión monetaria	67,2	13,7	6,8	(50,4)	(6,9)
Cartera de crédito, valoración de otros títulos y otros ^{d/}	34,6	7,7	20,8	170,1	13,1
1.1.2 Diferencias en cambio	60,4	62,4	70,8	13,5	8,4
1.1.3 Moneda metálica	84,6	26,7	12,5	(53,2)	(14,2)
1.1.4 Otros ^{b/}	18,8	17,7	11,7	(33,9)	(6,0)
1.2 Ingresos corporativos	179,3	63,9	84,3	31,9	20,4
2. Egresos de P y G	1.511,7	835,1	805,8	(3,5)	(29,3)
2.1 Egresos monetarios	1.051,0	589,5	543,7	(7,8)	(45,8)
2.1.1 Intereses y rendimientos	758,9	354,0	439,9	24,3	85,9
Encaje en cuentas de depósito	120,4	60,6	60,0	(1,0)	(0,6)
Cuentas de depósito, Dirección del Tesoro Nacional	534,7	233,3	366,9	57,3	133,6
Gastos en operaciones de contracción monetaria	85,9	51,0	6,7	(86,9)	(44,3)
Gastos en administración de reservas internacionales	17,9	9,1	6,3	(30,8)	(2,8)
2.1.2 Diferencias en cambio	144,2	171,5	65,9	(61,6)	(105,6)
2.1.3 Costo de emisión y distribución de especies monetarias	136,9	58,4	35,7	(38,9)	(22,7)
2.1.4 Otros ^{c/}	11,0	5,6	2,2	(60,7)	(3,4)
2.2. Egresos corporativos	309,8	149,5	154,1	3,1	4,6
2.2.1 Gastos de personal	196,7	98,2	103,1	5,0	4,9
2.2.2 Gastos generales	44,7	19,1	20,7	8,4	1,6
2.2.3 Impuestos	7,2	4,0	3,7	(7,5)	(0,3)
2.2.4 Seguros	6,4	3,4	3,0	(11,8)	(0,4)
2.2.5 Contribuciones y afiliaciones	6,2	3,2	2,2	(31,3)	(1,0)
2.2.6 Gastos culturales	8,4	3,6	3,6	0,0	0,0
2.2.7 Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros ^{d/}	40,2	18,0	17,8	(1,1)	(0,2)
2.3 Gastos de pensionados^{e/}	150,9	96,1	108,0	12,4	11,9
3. Resultado operacional (1 - 2)	1.985,0	371,9	720,6	93,8	348,7

a/ Líneas de crédito externas, Gobierno nacional, valoración del oro no monetario, rendimiento de otras operaciones, y valoración de otros títulos.

b/ Otros ingresos monetarios, operacionales y no operacionales.

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

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

e/ Rendimientos de los recursos menos los gastos.

Fuente: Banco de la República.

El incremento en los ingresos derivados de las reservas internacionales durante el primer semestre fue producto de: i) la compra de divisas en el mercado cambiario³⁸; ii) el rendimiento en las inversiones del portafolio; iii) el fortalecimiento del euro y del yen frente al dólar³⁹, y iv) la valoración del portafolio de inversión como consecuencia de la reducción de las tasas de la Fed.

En cuanto a los ingresos, se destacan los mayores intereses recibidos por las operaciones de expansión monetaria realizada mediante la compra transitoria de títulos (\$187,4 mm), como resultado del incremento en las tasas de intervención del Banco. Por su parte, el crecimiento de los ingresos corporativos (31,9%) obedeció en mayor medida al aumento de las comisiones generadas por la cancelación anticipada de depósitos de endeudamiento externo, que ascendieron a \$18,1 mm al finalizar el primer semestre del año.

Estos resultados compensaron los menores ingresos generados por la valoración del portafolio de TES para regulación monetaria (\$6,9 mm), que se explican por la venta neta de títulos por \$960 mm y el aumento de las tasas de negociación en el mercado.

Por el lado de los egresos, los intereses y rendimientos monetarios registraron un incremento del 24,3% (\$85,9 mm) frente a junio del año anterior, que se explican por el mayor costo a las cuentas de depósito del Gobierno (\$133,6 mm), producto del mayor volumen de depósitos en el Banco de la República y del incremento de las tasas de mercado sobre las cuales se retribuyen. La remuneración al encaje de depósito se mantuvo frente a junio de 2007 (\$60,0 mm), mientras que los gastos en la administración de las reservas internacionales se redujeron un 30,8%, debido a la apreciación del peso frente al dólar y al menor desempeño de los administradores externos.

Por su parte, las diferencias en cambio sobre las cuentas en moneda extranjera diferentes a reservas internacionales, presentaron una reducción del 61,6% (\$105,6 mm), especialmente por la desvalorización de los aportes en organismos internacionales, como resultado de la revaluación del peso⁴⁰.

Los egresos corporativos (\$154,1 mm) presentaron una reducción del 3,8% en términos reales. Los gastos de personal (\$103,1 mm) registraron un decrecimiento real del 2,0%, mientras que los gastos generales (\$20,7 mm) mostraron un incremento real del 1,3%. A su vez, se reportó un menor gasto por impuestos, seguros, contribuciones y depreciaciones (\$1,9 mm).

38 Durante el primer semestre de 2008 las compras de divisas por el mecanismo de opciones fueron de US\$963,2 m y por subasta directa alcanzaron los US\$71,6 m.

39 Entre diciembre de 2007 y junio de 2008, el euro pasó de 1,4621 a 1,55405 dólares/euro, y el yen de 111,715 a 105,565 yenes/dólar, lo que significó apreciaciones del 6,3% y 5,5%, respectivamente.

40 Al cierre de junio de 2008 la revaluación del peso frente al dólar fue de 4,6%.

Por último, el gasto neto de pensionados ascendió a \$108,0 mm, un 12,4% superior al nivel registrado en junio de 2007, debido al menor ingreso por la desvalorización del portafolio constituido con recursos del pasivo pensional, que se compone en su mayoría de títulos TES⁴¹.

B. ESTRUCTURA FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

A continuación se explican las variaciones de los principales rubros del activo, pasivo y patrimonio del Banco de la República entre el 31 de diciembre de 2007 y el 30 de junio de 2008 (Cuadro 39).

1. Activo

El 30 de junio de 2008 el saldo de los activos del Banco de la República ascendió a \$54,672 mm. Esta cifra es menor en \$77 mm (0,1%) a lo observado en diciembre de 2007. Las principales variaciones de las cuentas del activo se explican por:

- *Reservas internacionales:* al cierre de junio de 2008 las reservas internacionales brutas, valoradas a precios de mercado, fueron \$43.950 mm (US\$22.855 m). En lo corrido de 2008 se presentó una variación de estas reservas expresadas en pesos de \$1.731 mm (4%), explicada fundamentalmente por: i) el mayor nivel de reservas asociado con la compra neta de divisas (\$1.851 mm); ii) el ajuste de cambio, resultado de la apreciación del peso con respecto al dólar, lo que redujo el saldo en pesos de las reservas internacionales brutas en \$1.828 mm; iii) el rendimiento de las reservas por intereses y valoración (\$689 mm), y iv) el diferencial cambiario por la variación de la tasa de cambio de las monedas de reserva con respecto al dólar (\$443 mm).
- *Portafolio de inversiones en moneda nacional:* su saldo valorado a precios de mercado ascendió a \$191 mm en junio de 2008, inferior en \$1.173 mm con respecto al cierre de 2007. Esta caída la determinó básicamente las inversiones en TES, cuyo comportamiento fue explicado por: i) ventas netas de TES por valor de \$960 mm; ii) vencimientos de principal y cupones de TES por \$150 mm y \$45 mm, respectivamente, y iii) desvalorización del portafolio de TES debido al aumento de sus tasas de negociación durante 2008 por \$60 mm.
- *Operaciones repo utilizadas para otorgar liquidez transitoria:* presentaron un saldo de \$4.793 mm al finalizar junio de 2008, inferior en \$610 mm (11%) con respecto al cierre de 2007.

41 Aproximadamente el 76% del portafolio se concentra en títulos de deuda pública TES.

Cuadro 39
Balance del Banco de la República, diciembre de 2007 a junio de 2008
(miles de millones de pesos)

	Diciembre de 2007		Junio de 2008		Variación	
	Saldos	Porcentaje	Saldos	Porcentaje	Absoluta	Porcentual
Activos	54.749	100,0	54.672	100,0	(77)	(0,1)
Reservas internacionales brutas	42.219	77,1	43.950	80,4	1.731	4,1
Aportes en organismos internacionales	2.571	4,7	2.377	4,3	(194)	(7,5)
Inversiones	1.364	2,5	191	0,3	(1.173)	(86,0)
Sector público, deuda consolidada	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Sector público, regulación monetaria	1.306	2,4	146	0,3	(1.160)	(88,8)
Bonos de capitalización de la banca pública y otros	58	0,1	45	0,1	(13)	(22,4)
Cartera de créditos	0	0,0	0	0,0	0	(41,7)
Sector público, Gobierno nacional	1	0,0	1	0,0	0	(7,1)
Corporaciones financieras	0	0,0	1	0,0	1	n.a
Otros créditos	0	0,0	4	0,0	4	n.a
Provisión	(1)	0,0	(6)	0,0	(5)	425,8
Pactos de reventa-apoyos transitorios de liquidez	5.403	9,9	4.793	8,8	(610)	(11,3)
Cuentas por cobrar	41	0,1	34	0,1	(7)	(16,3)
Otros activos netos	3.150	5,8	3.327	6,1	176	5,6
Pasivo y patrimonio	54.749	100,0	54.672	100,0	(77)	(0,1)
Pasivo	41.532	75,9	43.977	80,4	2.445	5,9
Pasivos m/e que afectan reservas internacionales	13	0,0	14	0,0	1	8,0
Base monetaria	32.415	59,2	29.114	53,3	(3.301)	(10,2)
Billetes en circulación	26.842	49,0	23.791	43,5	(3.051)	(11,4)
Moneda de tesorería	620	1,1	632	1,2	12	2,0
Depósitos para encaje de bancos	4.609	8,4	4.252	7,8	(357)	(7,8)
Depósitos en cuenta corriente resto del sector financiero	344	0,6	439	0,8	95	27,6
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	259	0,5	486	0,9	227	87,7
Depósitos por endeudamiento externo e inversión de portafolio de capital del exterior	1.060	1,9	790	1,4	(270)	(25,4)
Otros depósitos	81	0,1	758	1,4	677	835,9
Gobierno nacional-Dirección del Tesoro Nacional	4.661	8,5	9.965	18,2	5.304	113,8
Obligaciones con organismos internacionales	2.052	3,7	1.873	3,4	(179)	(8,7)
Cuentas por pagar	59	0,1	79	0,1	21	35,3
Otros pasivos	933	1,7	897	1,6	(36)	(3,9)
Patrimonio total	13.217	24,1	10.695	19,6	(2.522)	(19,1)
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Reservas	1.832	3,3	2.393	4,4	562	30,7
Superávit patrimonial	8.346	15,2	6.526	11,9	(1.820)	(21,8)
Liquidación CEC	453	0,8	453	0,8	0	0,0
Ajuste cambiario desde 1993 en adelante y superávit	7.798	14,2	5.970	10,9	(1.828)	(23,4)
Otros	95	0,2	103	0,2	8	8,4
Valorizaciones de bienes (arte, cultura e inmuebles)	1.042	1,9	1.042	1,9	0	0,0
Resultados	1.985	3,6	721	1,3	(1.264)	(63,7)
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	1.985	3,6	721	1,3	(1.264)	(63,7)

n.a. no aplica.

Fuente: Banco de la República.

2. Pasivo

A cierre de junio de 2008 el saldo de los pasivos fue de \$43.977 mm, superior en \$2.445 mm (6%) al registrado al finalizar 2007. A continuación se presentan las principales fuentes de variación:

- *Depósitos del Gobierno nacional:* su saldo de \$9.965 mm al cierre de junio de 2008 fue superior en \$5.304 mm (114%) comparado con diciembre de 2007.
- *Base monetaria:* al finalizar junio de 2008 la base monetaria ascendió a \$29.114 mm, inferior en \$3.301 mm (10%) frente al cierre de 2007.

3. Patrimonio

El patrimonio ascendió a \$10.695 mm, cifra inferior en \$2.522 mm (19%) con respecto a diciembre de 2007, como resultado, básicamente, de la variación de la cuenta de ajuste de cambio. Esta última se redujo en \$1.828 mm (23%), debido a la apreciación del peso frente al dólar, lo cual, como se mencionó anteriormente, produjo una disminución del saldo de reservas internacionales expresado en pesos.

C. PROYECCIÓN DE UTILIDADES PARA 2008

Para el presente año se proyectan utilidades por \$444,3 mm, menores en \$1.540,7 mm a las observadas en 2007 e inferiores a las contempladas en el *Informe al Congreso* de marzo de 2008 (\$883,5 mm) (Cuadro 40).

En el cálculo de utilidades para 2008 se incorpora el impacto sobre los ingresos y egresos monetarios de las medidas adoptadas por la JDBR el pasado 20 de junio para acumular reservas mediante subastas competitivas, por un monto de US\$20 m diarios, eliminar el encaje marginal y modificar los niveles de encaje ordinario.

En el ejercicio de estimación se destaca lo siguiente:

1. *Se reducen los ingresos por rendimiento de las reservas internacionales.* A diferencia de lo ocurrido en el primer semestre, en donde el rendimiento de las reservas fue alto debido a que las inversiones se valorizaron considerablemente conforme a la disminución de las tasas de interés en los Estados Unidos, en lo que resta del año, y teniendo en cuenta que una parte importante del portafolio se encuentra invertida en papeles de corto plazo, las bajas tasas de interés actuales hacen que los rendimientos por causación de intereses disminuyan y se mantengan bajos mientras la Reserva Federal mantenga su política actual. Adicionalmente, no se contemplan mayores ingresos por diferencial cambiario con respecto a lo observado a junio.

Por otra parte, dado que los rendimientos de las reservas internacionales se estimaron con una tasa promedio de \$1.995,6 por dólar, frente a una promedio proyectada de \$1.840,8, se genera un menor ingreso en pesos por este concepto.

Lo anterior lleva a que los ingresos por reservas internacionales pasen de un valor proyectado de \$1.930,8 mm a \$1.577,2 mm.

Cuadro 40
Estado de pérdidas y ganancias del Banco de la República, 2007-2008
(miles de millones de pesos)

	Diciembre 2007 (A)	Proyectado 2008 (B)	Variación	
			Porcentual (B/A)	Absoluta (B - A)
I. Ingresos totales	3.496,7	2.208,3	(36,8)	(1.288,4)
1. Ingresos operacionales	3.437,3	2.147,1	(37,5)	(1.290,2)
Intereses y rendimientos	3.153,6	1.845,4	(41,5)	(1.308,2)
Reservas internacionales	2.746,3	1.577,2	(42,6)	(1.169,1)
Valoración de TES por operaciones de expansión monetaria	67,2	11,2	(83,3)	(56,0)
Operaciones de liquidez-repos y apoyos transitorios	305,4	244,9	(19,8)	(60,5)
Otros ^{a/}	34,6	12,1	(65,2)	(22,6)
Comisiones	120,0	108,6	(9,5)	(11,4)
Diferencias en cambio	60,4	78,5	30,0	18,1
Otros ^{b/}	103,4	114,6	10,8	11,2
2. Ingresos no operacionales	59,4	61,2	3,1	1,8
II. Egresos totales	1.511,7	1.764,1	16,7	252,4
1. Egresos operacionales	1.504,9	1.755,1	16,6	250,1
Intereses y rendimientos	758,9	897,9	18,3	139,0
Encaje y cuentas de depósito DTN	655,1	830,0	26,7	174,9
Depósitos de contracción monetaria	85,9	43,0	(49,9)	(42,9)
Gastos en administración de reservas	17,9	24,9	39,1	7,0
Diferencias en cambio	144,2	152,0	5,4	7,8
Costo de emisión y distribución de especies monetarias	136,9	161,4	17,9	24,5
Gastos de personal	196,7	209,5	6,5	12,8
Gastos de pensionados	150,9	196,6	30,3	45,7
Gastos generales	44,7	48,3	7,9	3,6
Otros ^{c/}	72,6	89,4	23,1	16,8
2. Egresos no operacionales	6,8	9,0	32,8	2,2
III. Utilidades o pérdidas del ejercicio	1.985,0	444,2	(77,6)	(1.540,7)

a/ Líneas de crédito externas, Gobierno nacional, valoración del oro no monetario, rendimiento de otras operaciones, y valoración de otros títulos.

b/ Otros ingresos monetarios, operacionales y no operacionales.

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

Fuente: Banco de la República.

2. *Se calculan menores ingresos derivados de las operaciones repo e inversiones, como resultado de los menores requerimientos de liquidez ocasionados por la intervención cambiaria. Además, se esperan, menores ingresos por valoración y por causación de intereses por la disminución del portafolio de TES debido a las ventas definitivas del mismo. Los anteriores factores conducen a menores ingresos del orden de \$61 mm.*
3. *Se prevé un incremento en los egresos monetarios, debido a: i) un crecimiento en la remuneración de los depósitos del Gobierno nacional por \$192,4 mm; ii) un aumento de \$43 mm en los gastos en operaciones de contracción monetaria necesarias para esterilizar la expansión generada por la intervención cambiaria, y iii) una mayor remuneración (\$16,5 mm), al encanaje en cuentas de depósito debido al crecimiento estimado en los PSE.*
4. *Sobre los activos en moneda extranjera diferentes a reservas internacionales se espera un mayor egreso por diferencias en cambio. Por la diferencia de cambio peso/dólar se estima un gasto de 152 mm (revaluación anual del 12,1%).*
5. *Se proyecta un mayor gasto neto de pensiones (\$45,7 mm), principalmente por menores rendimientos generados por el portafolio constituido con recursos del pasivo pensional.*

La proyección para el segundo semestre de 2008 no incorpora los posibles efectos por variaciones en las tasas de cambio de las monedas que componen el portafolio de reservas, y en el nivel de reservas internacionales⁴². Cambios en estas variables pueden modificar los resultados de fin de año.

Dado que el principal determinante para la obtención de las utilidades proyectadas es el rendimiento de las reservas internacionales, la variación de las tasas de cambio de las monedas de reserva frente al dólar constituye un elemento importante que debe considerarse en la distribución de utilidades del Banco. En efecto, los Estatutos del Banco estipulan que dependiendo de su comportamiento es necesario constituir, entre otras, una reserva de fluctuación de monedas⁴³.

D. TRASLADO DE RECURSOS A LA NACIÓN

La Ley 31 de 1992 señala que el remanente de las utilidades del Banco, una vez apropiadas las reservas legales y estatutarias, debe trasladarse a la nación. Con

42 La proyección sólo incluye la compra de US\$20 m diarios hasta finalizar 2008.

43 Recursos destinados a cubrir eventuales pérdidas por la fluctuación de las tasas de cambio del dólar frente a las otras divisas que componen las reservas internacionales.

corte a junio, y aplicadas las reservas, se presentaría un resultado neto en favor del Gobierno nacional de \$279,8 mm.

Dada la nueva proyección de utilidades, y teniendo en cuenta el programa de constitución de reservas y distribución de utilidades a junio de 2008, es probable que no se trasladen utilidades al Gobierno nacional.