



16 de abril de 2012

María Mercedes Cuéllar
Presidente

Daniel Castellanos García
Vicepresidente Económico
+57 1 3266600
dcastellanos@asobancaria.com

¿Llegó la tasa de cambio al umbral del dolor?

Resumen. La reanudación de la apreciación de la tasa de cambio en el primer trimestre del año ha suscitado la atención de las autoridades y los analistas, porque prolonga la tendencia que ha tenido el COP a fortalecerse desde 2004, tanto en términos nominales como reales. Este año la tasa de cambio real ha caído a mínimos históricos. Su nivel actual representa un peligro latente para el desarrollo del sector agropecuario y para el de un gran número de subsectores industriales.

Durante la última década la economía tuvo una serie de transformaciones estructurales que justifican el fortalecimiento real de su moneda. La brecha de productividad entre la economía colombiana y su principal socio comercial y financiero, los Estados Unidos, se estrechó. El volumen de las exportaciones de materias primas se incrementó. La magnitud de la inversión extranjera y de las remesas de los trabajadores colombianos en el extranjero se elevó. El riesgo de invertir en Colombia se redujo, gracias a la recuperación del orden público y al acatamiento de una mayor disciplina fiscal. Por último, la apreciación real y la convergencia de la inflación doméstica a la internacional, respaldan una moneda nominalmente más fuerte.

Sin embargo, en la actualidad hay una serie de factores coyunturales que amenaza con desalinearse la tasa de cambio real de su tendencia de largo plazo, determinada por los fundamentos macroeconómicos del país. Este conjunto de factores es originado por las etapas contrapuestas del ciclo que atraviesan las economías avanzadas y las emergentes y en desarrollo. La política monetaria en las economías avanzadas es muy laxa. Esta postura debilita internacionalmente sus monedas, especialmente el USD, con la consecuencia de fortalecer las divisas más flexibles, incluido el COP. La abundancia de recursos baratos en los mercados internacionales alienta la inversión en los emergentes y en desarrollo. El diferencial de tasas de interés de corto y de largo plazo favorece los flujos de capital a los mercados de activos de las economías emergentes. Además, los precios de las materias primas están muy elevados. Esto favorece el incremento de los ingresos en los países que las exportan y la rentabilidad de la inversión extranjera en la producción de estos bienes. Por último, la economía colombiana tiene un exceso de gasto doméstico que financia con la abundancia de recursos externos. Hay un auge del consumo privado, que reduce el ahorro doméstico. La inversión privada es muy dinámica y demanda ahorro externo. La política fiscal es procíclica y origina desahorro público.

La desalineación persistente de la tasa de cambio real, causada por los factores coyunturales, amenaza con llevarla a niveles en los cuales la economía se vuelve propensa a sufrir en el futuro una crisis cambiaria y a incubar la enfermedad holandesa, con grave perjuicio para la industria y la agricultura. Por eso es menester que las autoridades actúen sobre la desalineación cambiaria. La combinación de una intervención más agresiva en el mercado cambiario, junto con un mayor ahorro público, ayudarían sin duda a moderarla.

Para suscribirse a Semana Económica por favor envíe un correo electrónico a ameija@asobancaria.com o visítenos en <http://www.asobancaria.com>

¿Llegó la tasa de cambio al umbral del dolor?

Miguel Medellín El desempeño más favorable de la economía mundial en el primer trimestre, comparado con lo previsto inicialmente, postergó el peligro de una nueva crisis financiera internacional y la amenaza de otra recesión mundial. La menor inminencia de estos eventos redujo la volatilidad y la aversión al riesgo en los mercados internacionales. La disipación de estos temores favoreció entre los inversionistas la búsqueda de rentabilidad y, por tanto, la preferencia por activos menos seguros. Esto reactivó las bolsas alrededor del mundo, estabilizó el precio del oro, terminó los *rallies* en deuda pública de las economías desarrolladas y reanudó los flujos de inversión de portafolio hacia las economías emergentes y en desarrollo. Al mismo tiempo, estas economías continúan recibiendo abundantes flujos de inversión directa, muchas de ellas conservan un acceso amplio a los mercados financieros internacionales y otras obtienen copiosos ingresos por sus exportaciones de materias primas, gracias a sus elevados precios internacionales. De esta manera, la abundancia de recursos externos reanudó la apreciación de sus monedas y la valorización de sus activos domésticos.

Carlos Díaz

Felipe Ordoñez

Teniendo en cuenta que la política monetaria en las economías avanzadas más grandes se mantendrá laxa durante este año y el próximo, al tiempo que los precios de las materias primas permanecerán altos, es probable que persistan los flujos de inversión directa y de portafolio, así como los de crédito externo a estas economías. En estas condiciones, la presión apreciadora sobre sus monedas y sus activos se prolongará.

Colombia no ha sido ajena a estos fenómenos. En virtud de su estabilidad macroeconómica e institucional, sus excelentes perspectivas de crecimiento, la amplia credibilidad de sus políticas económicas y la firme confianza de los agentes domésticos y los inversionistas internacionales, este país es un destino privilegiado para la inversión extranjera en América Latina. Por esta razón, el fortalecimiento del COP continuará en el mediano plazo. Aunque la fortaleza de la moneda nacional y el apetito por los activos denominados en ella son un premio y un voto de confianza de los mercados internacionales en la economía colombiana, no benefician de manera equitativa a todos sus sectores. Por esta razón, una apreciación muy pronunciada del COP puede tener efectos traumáticos indeseables para algunos de ellos.

La reanudación de la apreciación de la tasa de cambio en el primer trimestre del año ha llamado la atención tanto de los analistas como de las autoridades. No les falta razón. El COP se ha fortalecido de manera persistente desde 2004 y en la actualidad alcanza en términos reales máximos históricos. Es verdad que desde entonces la economía tuvo una serie de cambios estructurales que respaldan la fortaleza de la moneda. Sin embargo, hay otro conjunto de factores coyunturales, que amenaza con desalinearse la tasa de cambio de su tendencia de largo plazo, para llevarla a una sobrevaloración excesiva. Esos factores surgen de las etapas opuestas del ciclo en que se encuentran las economías avanzadas y las emergentes y en desarrollo. En su nivel actual la tasa de cambio real afecta de modo adverso sobre todo a los sectores agropecuario e industrial.

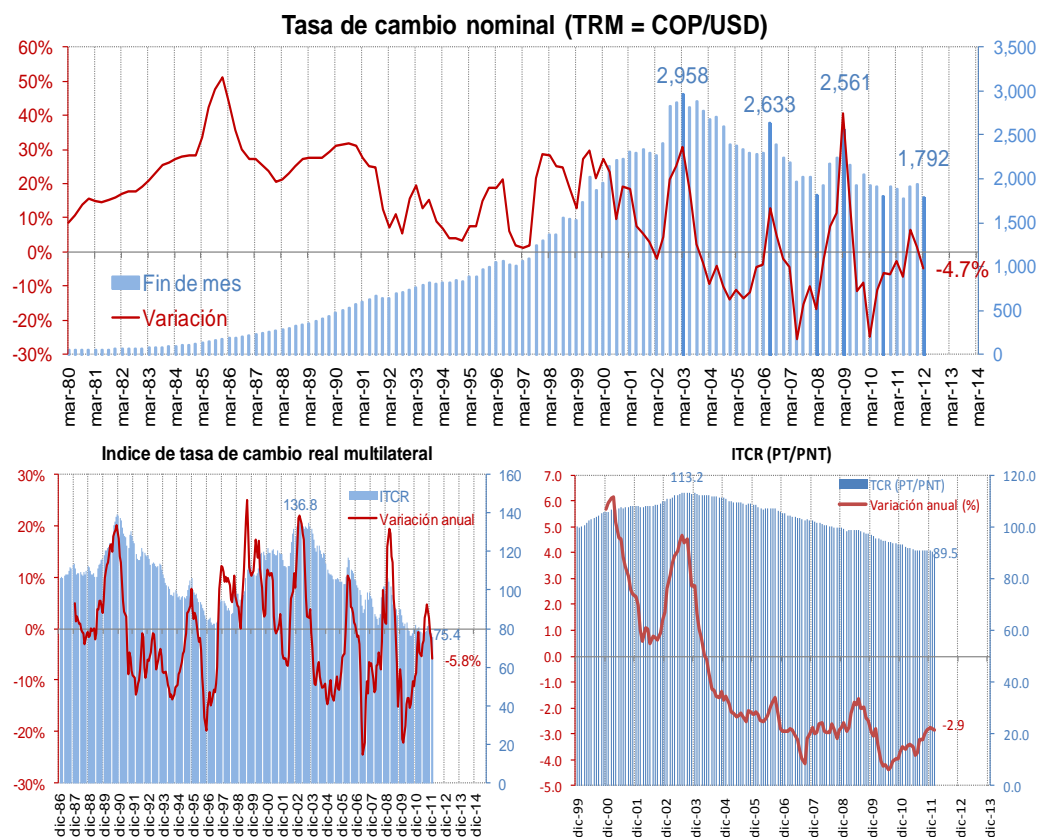
Muchos de sus subsectores podrían ver su desarrollo seriamente comprometido por un nivel más bajo que el actual de la tasa. Lo más preocupante es que los factores coyunturales externos escapan por completo al control de las autoridades. No obstante, ellas disponen de instrumentos para moderar la apreciación en el corto plazo. Una intervención más agresiva en el mercado cambiario, combinada con un mayor esfuerzo de ahorro fiscal podría ayudar evitar una desalineación prolongada de la tasa de cambio, como la que amenaza continuar este año.

En esta Semana Económica revisamos las causas estructurales y coyunturales de la apreciación del COP, proponemos una distribución más equitativa de sus costos y una repartición más equilibrada del esfuerzo para minimizar sus consecuencias indeseables.

¿Cuáles son los principales motivos de la apreciación del COP?

Tanto la tasa de cambio nominal como la real han seguido una pronunciada tendencia apreciativa desde 2004 (gráfico 1). En estos nueve años, la apreciación nominal ha sido cerca de 40% y la real próxima a 45%. En la actualidad, la revaluación nominal supera el 4,5% anual, mientras que la real bordea el 6% anual. El índice de la tasa de cambio real multilateral es uno de los más bajos alcanzados desde 1986.

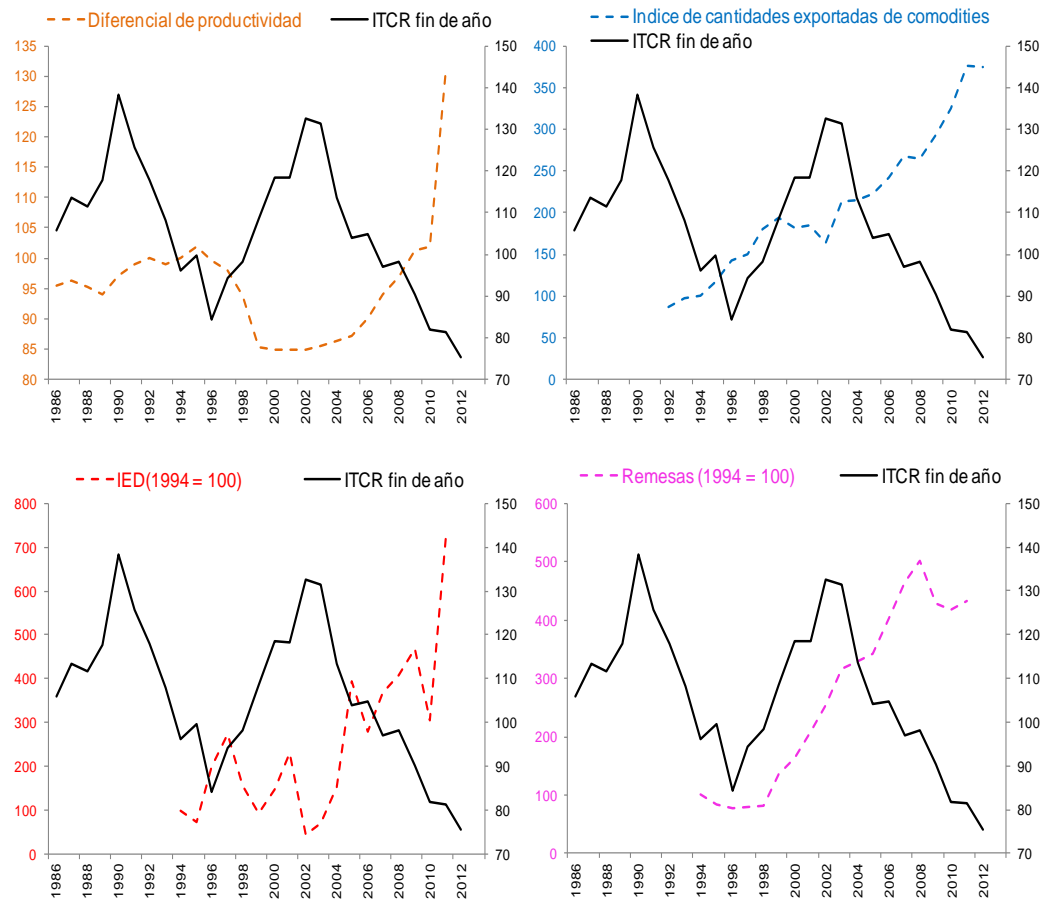
Gráfico 1. Tasas de cambio nominal y real con variación anual



Fuente: DANE – Banco de la República – Cálculos de Asobancaria.

Sin duda la economía ha tenido cambios estructurales que originaron esta tendencia del COP a fortalecerse en el mediano plazo. Durante este período, por una parte, la brecha de productividad entre la economía colombiana y su principal socio comercial y financiero, los Estados Unidos, se estrechó (gráfico 2). Por otra parte, el volumen de las exportaciones de materias primas se incrementó. Al mismo tiempo, la magnitud de la inversión extranjera y de las remesas de los trabajadores colombianos en el extranjero también se elevó. Además, el riesgo de invertir en Colombia se redujo, gracias a la recuperación del orden público y al acatamiento de una mayor disciplina fiscal (gráfico 3). Por último, la apreciación real y la convergencia de la inflación doméstica a la internacional respaldan una moneda nominalmente más fuerte.

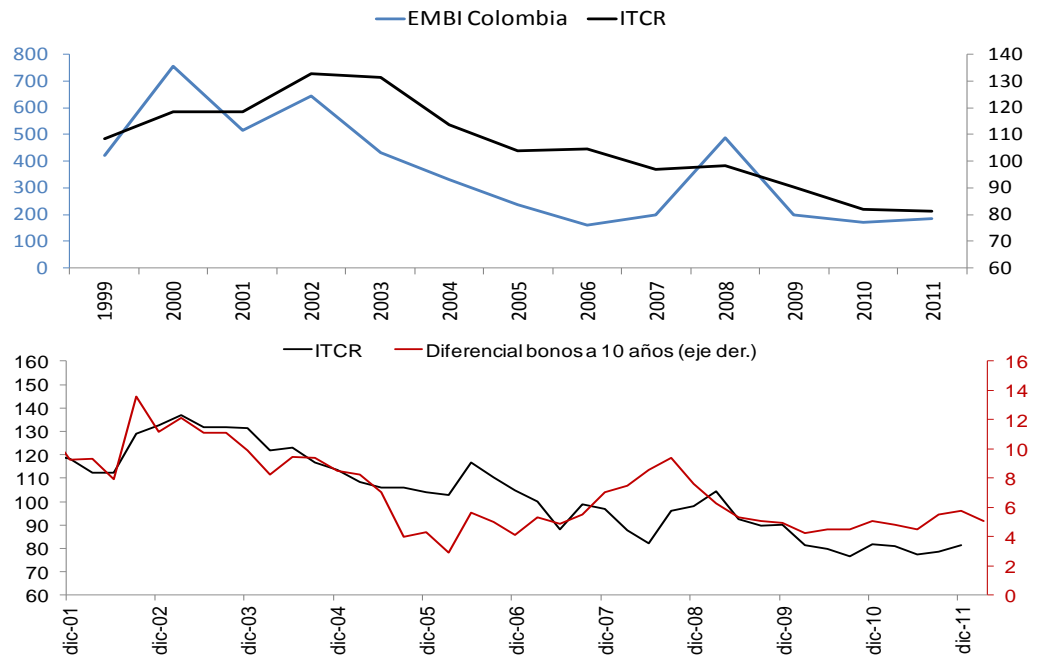
Gráfico 2. Índices de productividad, exportaciones de materias primas, inversión extranjera, remesas y tasa de cambio real



Fuente: FMI – Banco de la República – Cálculos de Asobancaria.

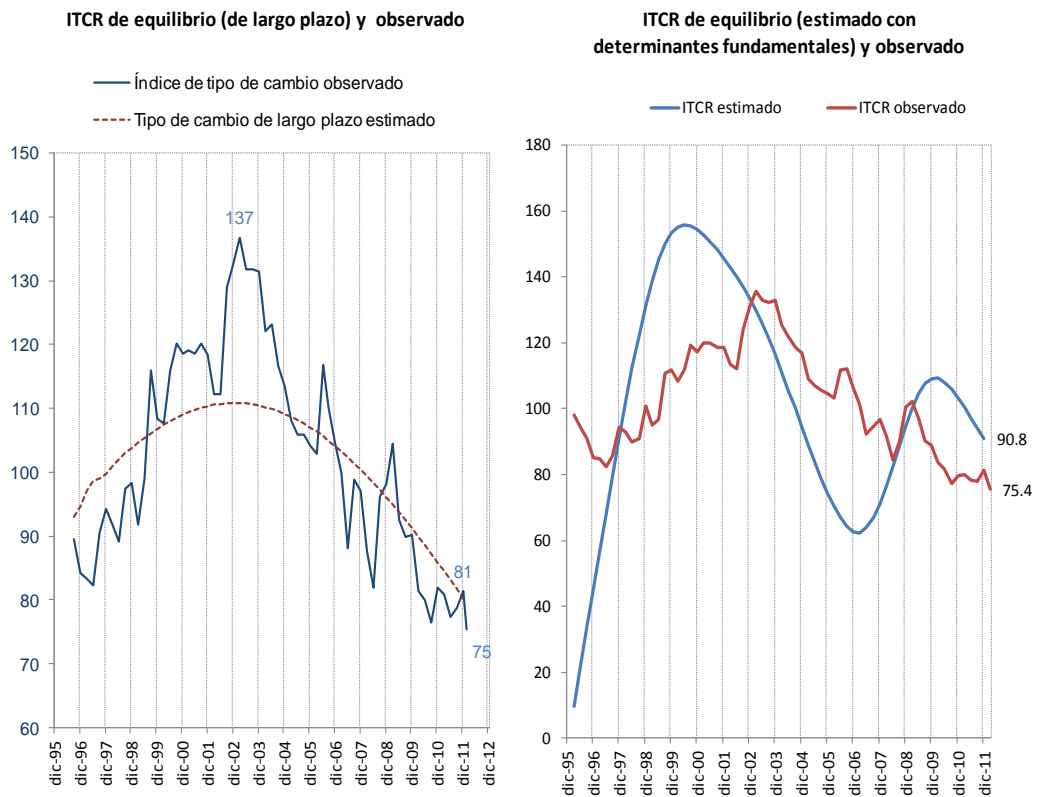
Sin embargo, un par de estimaciones de la trayectoria de la tasa de cambio real de acuerdo con sus determinantes fundamentales, sugieren que en la coyuntura actual, después de caer a mínimos históricos, está comenzando a desalinearse de manera preocupante respecto de su tendencia de mediano plazo (gráfico 4). Hay una serie de factores coyunturales que contribuyen a la desalineación.

Gráfico 3. Riesgo soberano e ITCR



Fuente: JP Morgan – Banco de la República – Minhacienda - US Treasury.

Gráfico 4. ITCR observado y estimaciones de sus posibles valores de equilibrio de largo plazo



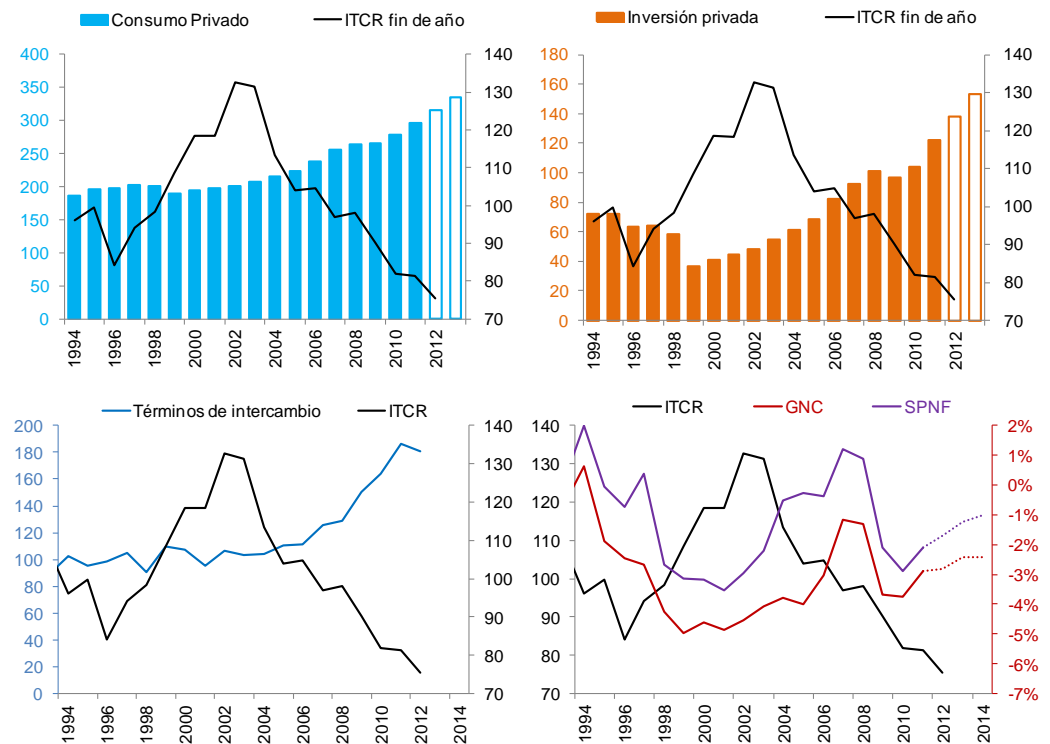
Fuente: Banco de la República – Cálculos de Asobancaria.

En primer lugar, la política monetaria en las economías avanzadas más grandes es muy laxa. Para prevenir una espiral deflacionaria y evitar una depresión, sus bancos centrales redujeron al límite sus tasas de interés y han llevado a cabo relajamientos cuantitativos, mediante los cuales expanden sus balances con base en compras de activos en los mercados financieros ilíquidos de deuda pública y privada. La posición acomodaticia de la política monetaria en esas economías debilitó internacionalmente sus monedas, especialmente el USD, con la consecuencia de fortalecer las divisas más flexibles, sobre todo a las latinoamericanas, incluido el COP.

En segundo lugar, la abundancia de recursos baratos en los mercados internacionales alienta la inversión en los emergentes y en desarrollo. También como efecto de la postura estimulante de la política monetaria en esas economías, el diferencial de tasas de interés de corto y de largo plazo favorece los flujos de capital a los mercados de activos de las economías emergentes.

En tercer lugar, por los cuellos de botella en la oferta y la persistente expansión de la demanda, los precios de las materias primas están muy elevados (gráfico 5). Esto favorece el incremento de los ingresos en los países que las exportan y la rentabilidad de la inversión extranjera en la producción de estos bienes.

Gráfico 5. Consumo e inversión privados, balance fiscal, términos de intercambio e ITCR



Fuente: DANE – Banco de la República – Minhacienda – Cálculos de Asobancaria.

Por último, en cuarto lugar, la economía colombiana tiene un exceso de gasto doméstico que financia con la abundancia de recursos externos. Hay un auge del consumo privado (gráfico 5), que reduce el ahorro doméstico. La inversión privada también es muy dinámica y demanda ahorro externo. La política fiscal es procíclica y origina desahorro público.

¿Cuáles sectores se benefician y desfavorecen con la apreciación?

En términos generales la apreciación de los bienes y los servicios domésticos es buena para la economía, porque aumenta su poder de compra sobre los que se producen en el resto del mundo. La valorización de sus activos, además, es un termómetro del apetito de los extranjeros por invertir en Colombia y de su confianza en las instituciones, las políticas y las perspectivas de crecimiento del país. Sin embargo, no todos los sectores y estamentos nacionales ganan en la misma proporción con la apreciación de la tasa de cambio real. Cuando ésta se desalinea por causas coyunturales de su tendencia de largo plazo, perjudica de manera grave el desarrollo de algunos de ellos.

Entre los estamentos más beneficiados se encuentran los consumidores, porque los bienes y la moneda nacionales compran una mayor cantidad de productos extranjeros. Su bienestar aumenta porque están en capacidad de consumir una mayor cantidad y variedad de bienes y de servicios de mejor calidad. El abaratamiento de los bienes y servicios importados introduce también una mayor competencia en el mercado doméstico, forzando a los productores nacionales a ser más eficientes y competitivos.

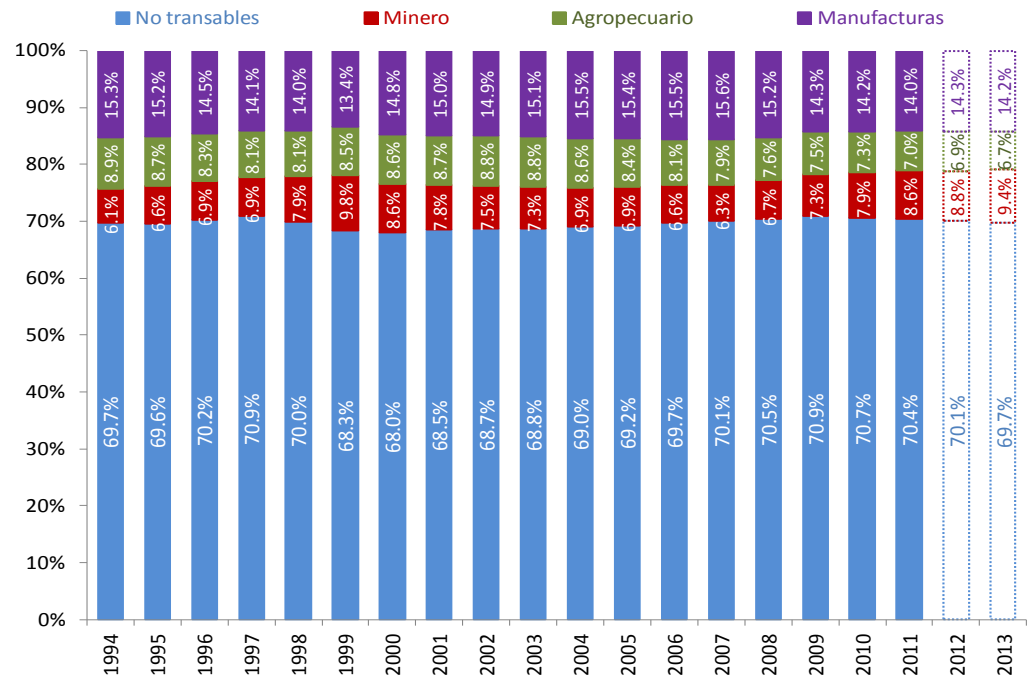
Una valorización pronunciada de los bienes, los servicios y los activos domésticos genera un efecto riqueza positivo, que estimula el gasto doméstico. Si este impulso es acompañado por una abundancia prolongada de recursos externos para financiar un mayor gasto, la economía puede incurrir en un exceso sostenido de demanda interna que, en circunstancias extremas, conduce a una reacomodación de la producción. En este caso, tienden a beneficiarse también los sectores productores de bienes no transables, porque el exceso de demanda eleva su precio relativo respecto de los bienes transables. De esta manera, se genera una transferencia de recursos productivos desde estos sectores hacia los productores de no transables.

Con la apreciación de la tasa de cambio real tienden a resultar desfavorecidos los sectores productores de bienes transables no competitivos, que enfrentan la competencia externa. Esto puede ser preocupante si estos sectores son intensivos en trabajo, si el mercado laboral no es muy flexible y si tiene muchas asimetrías de información. En este caso, en circunstancias extremas tenderá aumentar el desempleo.

En Colombia el largo período de apreciación y abundancia de ingresos externos comienza a tener los primeros efectos indeseables sobre la composición de la producción nacional. Los sectores manufacturero y agropecuario han perdido participación en la generación del valor agregado desde 2004 (1,3 y 1,9 puntos porcentuales, respectivamente), en favor del minero y del de bienes no transables

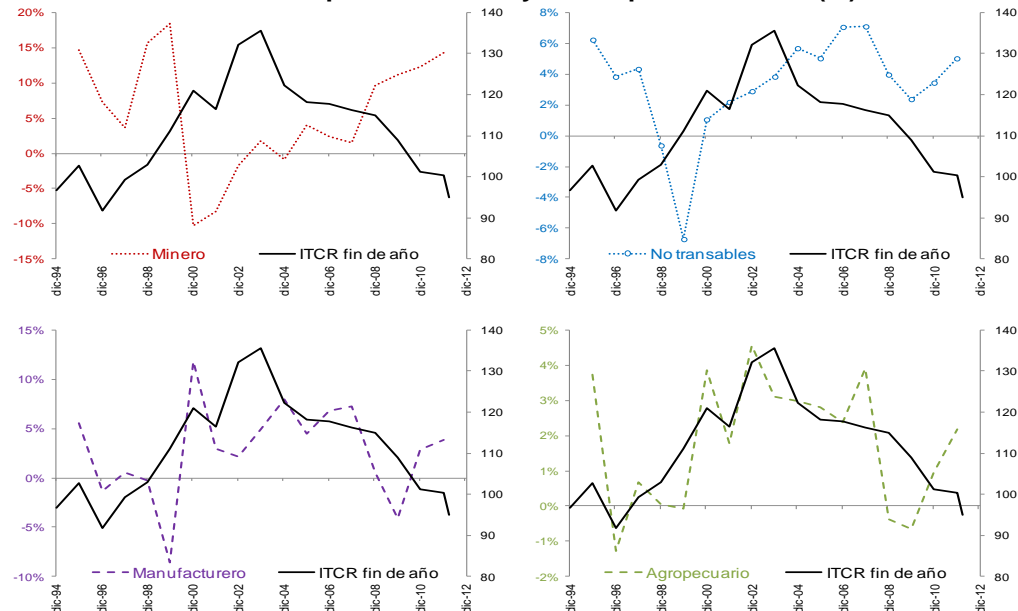
(gráfico 6). La dinámica de la expansión de la actividad económica en el mediano plazo puede pronunciar estas tendencias. A medida que se ha apreciado la tasa de cambio real en este período, ha mejorado el comportamiento de los sectores minero y de bienes no transables. Al mismo tiempo, ha desmejorado el de la industria y el agropecuario (gráfico 7).

Gráfico 6. Composición sectorial del valor agregado (%)



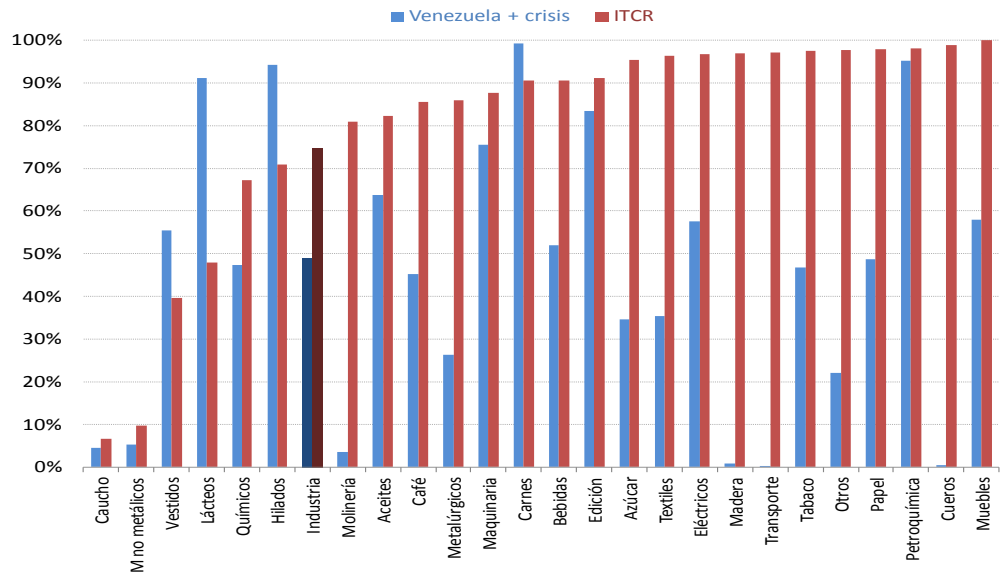
Fuente: DANE – Cálculos de Asobancaria.

Gráfico 7. Apreciación real y desempeño sectorial (%)



Fuente: DANE – Cálculos de Asobancaria.

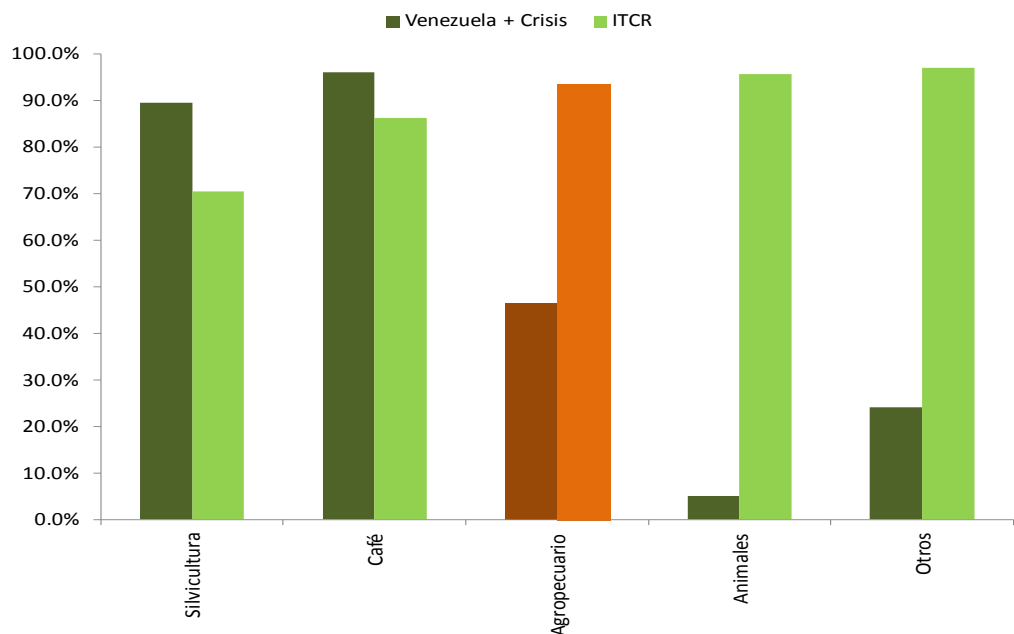
Gráfico 8. Probabilidad de afectación del comportamiento de algunos subsectores industriales por Venezuela y el ITCR (%)



Fuente: DANE – Cálculos de Asobancaria.

En el sector industrial, los subsectores más afectados por la apreciación de la tasa de cambio real han sido los de productos de molinería, aceites, café, metalúrgicos, maquinaria, carnes, bebidas, editoriales, azúcar, textiles, madera, equipo de transporte, tabaco, papel, petroquímica, cueros y calzado y muebles (gráfico 8). El comportamiento de algunos de ellos también resultó afectado de manera significativa por el cierre del mercado venezolano.

Gráfico 9. Probabilidad de afectación del comportamiento los subsectores agropecuarios por Venezuela y el ITCR (%)



Fuente: DANE – Cálculos de Asobancaria.

En el sector agropecuario todos los subsectores son sensibles de manera significativa a las variaciones de la tasa de cambio real, especialmente los de animales y otros (gráfico 9). Este último agrupa trigo, maíz, arroz, sorgo, cebada, papa, frijol, hortalizas, yuca, plátano, otras frutas, soya, tabaco, caña panelera, algodón, flores y banano.

Sin duda el desarrollo de todos estos subsectores manufactureros y agropecuarios se resiente por la desalineación de la tasa de cambio real y por el bajo nivel histórico que ha alcanzado ésta.

¿Cuáles son los riesgos?

La mayor explotación de recursos naturales no renovables, la abundancia de ingresos externos y la apreciación de la tasa de cambio real generan un efecto riqueza positivo. Este puede conducir a excesos de gasto y de endeudamiento y a inflar burbujas en los mercados financieros. Un exceso pronunciado de demanda interna profundiza de manera desproporcionada los desbalances macroeconómicos, con lo cual se incrementa la vulnerabilidad de la economía a los choques externos. Si los desbalances aumentan sin medida, la necesidad de financiación externa crece y puede resultar apremiante en coyunturas desfavorables de la economía mundial. En estas ocasiones, los ingresos por exportaciones disminuyen por los menores precios internacionales de las materias primas y las remesas caen si aumenta el desempleo alrededor del mundo. En consecuencia, los inversionistas internacionales y los agentes domésticos pueden perder confianza en la sostenibilidad de los desbalances. La desconfianza los conduciría a buscar activos más seguros, de manera que la economía podría sufrir fugas de capital. Al mismo tiempo, si la economía está muy desbalanceada, se puede estrechar su acceso a los mercados financieros internacionales. Este conjunto de circunstancias haría que la economía sufriera una parada súbita de financiación externa. Si esto acontece, los desbalances se tornan insostenibles. La imposibilidad de financiarlos conduce a la necesidad de reducirlos, con lo cual una disminución del gasto doméstico deviene inevitable. La desconfianza y la aversión al riesgo generan crecientes expectativas de devaluación de la tasa de cambio, que aumentan la rentabilidad de los activos externos. El restablecimiento de la paridad de las tasas de interés requiere aumentar las internas, gracias a lo cual se ajusta el gasto doméstico. La recomposición de los portafolios en favor de los activos en el exterior y los menores ingresos externos conducen, en conjunto, a una devaluación abrupta de la tasa de cambio. La depreciación y el incremento de las tasas de interés pueden tener efectos devastadores en los balances de los agentes endeudados en moneda extranjera, en el primer caso; y en moneda nacional, en el segundo. La preferencia por activos externos genera un colapso en los precios de los domésticos, que empobrece a los inversionistas que no puedan liquidarlos a tiempo. Finalmente, la caída de la demanda ocasiona las del producto y el empleo. El primer riesgo de la abundancia de ingresos externos y de una apreciación exagerada de la tasa de cambio real es, por tanto, la mayor propensión a sufrir en el futuro una crisis cambiaria, que tiene altos costos en actividad económica, empleo y bienestar.

También puede ocurrir que la bonanza externa y el exceso de gasto doméstico originen un cambio en la composición de la producción nacional. La expansión del sector exportador generador del auge externo, en este caso el que explota RNNR, aumenta su participación en la generación del valor agregado. Al mismo tiempo, una parte importante de la demanda se dirige a los bienes no transables, cuyos precios aumentan en consecuencia. Para satisfacerla, una mayor proporción de los recursos productivos se asigna a este sector, gracias a lo cual su participación en la generación del producto nacional se incrementa. Por otra parte, la mayor competencia de los bienes y los servicios importados, puede conducir a la contracción de los sectores productores de bienes transables no competitivos, como algunos subsectores industriales y el sector agropecuario. El segundo riesgo de una apreciación pronunciada de la tasa de cambio real es, por tanto, la incubación de la enfermedad holandesa. Si ésta se desarrollara cabalmente, el crecimiento de la economía se haría más volátil, porque aumentaría su correlación con los ciclos de los mercados internacionales de materias primas.

Una desalineación persistente y prolongada de la tasa de cambio real aumenta la vulnerabilidad de la economía a los choques externos, su propensión a sufrir crisis cambiarias y el peligro de incubación de la enfermedad holandesa. Por tanto, su excesiva apreciación en esta coyuntura arriesga la estabilidad macroeconómica y financiera del país.

¿Cómo se puede moderar la apreciación?

Por estas razones resulta prudente corregir la desalineación de la tasa de cambio. Con este propósito la economía debe moderar el exceso de gasto doméstico, que reduce el ahorro interno y aumenta los requerimientos de financiación externa. En la actualidad, el gasto privado, tanto de consumo como de inversión, está en auge. Urge moderarlo para reducir la presión apreciadora sobre la tasa de cambio real. La política monetaria ha reaccionado en consecuencia, acercándose a una postura neutral. Gracias a ella, el crédito se expande ahora a tasas más sostenibles, que lo profundizarán sin arriesgar la estabilidad financiera. Como la inflación no es una amenaza en el corto plazo y las expectativas están alineadas con las metas, el ciclo de estrechamiento monetario parece próximo a su fin. En consecuencia, no añadirá incentivos adicionales a los flujos de portafolio ni, por tanto, presiones adicionales para fortalecer la tasa de cambio.

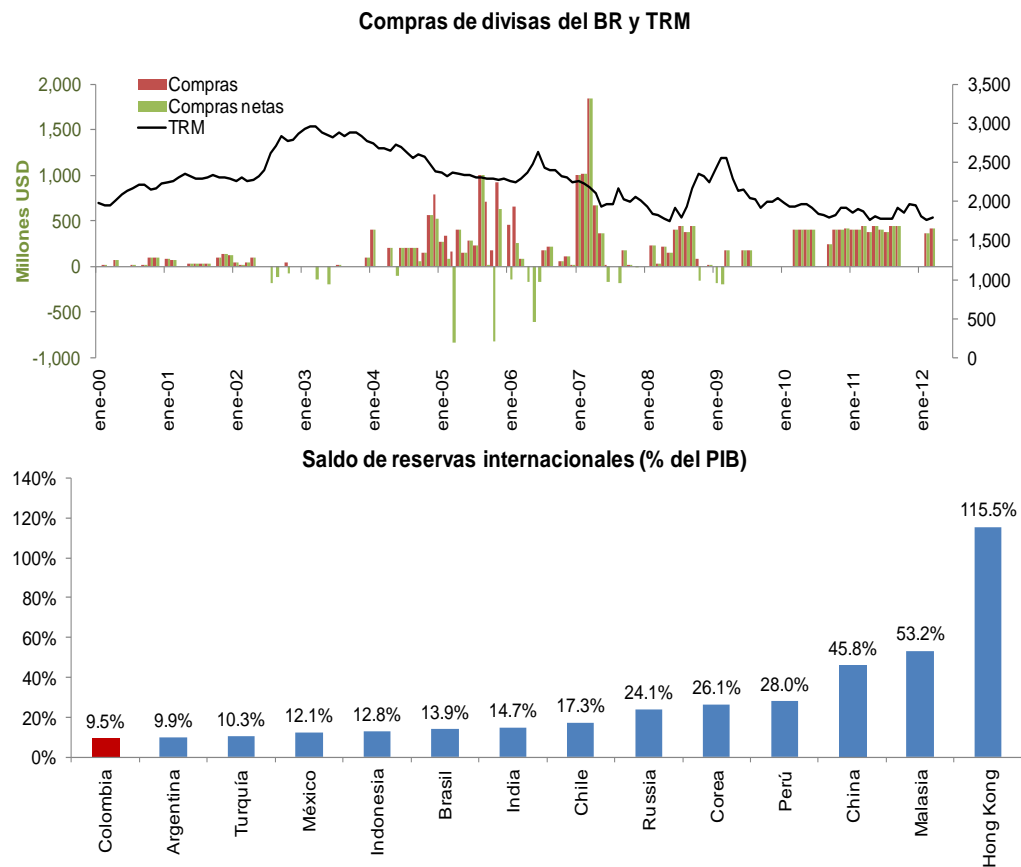
En contraste, la política fiscal luce rezagada. Su postura es procíclica. Para disminuir la responsabilidad de la política monetaria y el costo del ajuste sobre el gasto del sector privado, es deseable que la política fiscal se torne contracíclica. En la coyuntura actual, la generación de ahorro público contribuiría a aliviar el impulso apreciador sobre la tasa de cambio.

Demasiada responsabilidad en la política monetaria para disminuir el exceso de gasto y moderar la apreciación cambiaria puede conducir a soluciones poco óptimas para la economía y el sector privado. En el afán por disminuir el exceso de demanda, prevenir el surgimiento de desequilibrios financieros y evitar descalces cambiarios, se puede incurrir en el costo de introducir distorsiones administrativas, que frenen la

profundización de los mercados y la innovación. Se han tomado ya medidas macroprudenciales eficaces, que han recargado los costos del ajuste en el sector privado. Este es el caso de las provisiones contracíclicas y los requerimientos de liquidez. En la actualidad es objeto de debate la propuesta de mejora de la calidad del capital de los establecimientos de crédito, que aumentaría el sacrificio del sector privado y podría tener un impacto grande en el futuro sobre los recursos disponibles para financiar la expansión de la actividad económica y sobre la profundidad de los mercados.

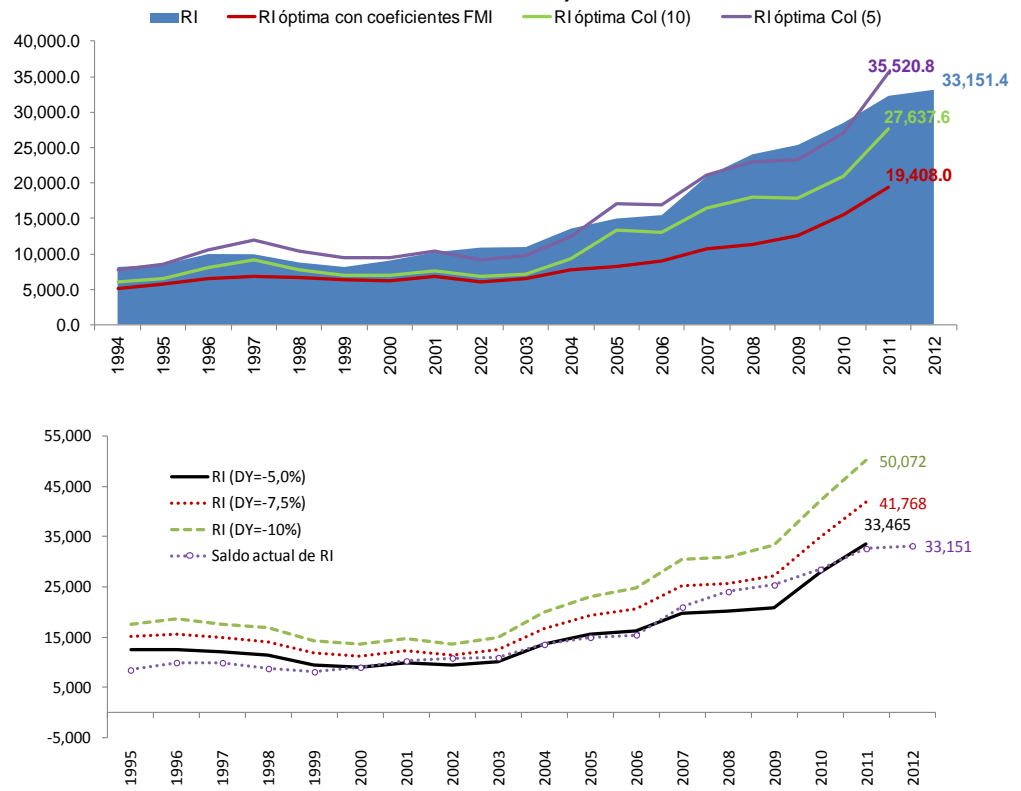
La autoridad monetaria ha mostrado que tiene el músculo para moderar la apreciación nominal en el corto plazo, comprando divisas en el mercado cambiario. Por otra parte, Colombia ha acumulado relativamente menos reservas internacionales que otros países (gráfico 10). Por estos motivos, podría pensarse que el Banco de la República estaría en capacidad de intensificar las compras. Sin embargo, el saldo de reservas internacionales (RI) está próximo a uno que le permitiría a la economía afrontar unas necesidades de liquidez externa equivalentes a las que originaría una crisis en la cual el PIB cayera 5%. Además, el monto actual de las RI supera las necesidades de liquidez externa originadas por el 10% más alto de las fugas de recursos externos que ha tenido la economía en su historia contemporánea (gráfico 11).

Gráfico 10. Compras de divisas, TRM y saldo de reservas internacionales (%)



Fuente: Banco de la República – FMI – Cálculos de Asobancaria.

Gráfico 11. Saldo observado y óptimo de reservas internacionales (USD millones)



Fuente: Banco de la República – FMI – Cálculos de Asobancaria.

La economía, por supuesto, podría acumular más reservas, por ejemplo, para atender mayores demandas de liquidez, en el caso de crisis más pronunciadas o fugas más agudas de capital. Sin embargo, un esfuerzo de acumulación muy grande puede incrementar los costos de mantener las RI por encima de sus beneficios, generando una menor utilidad. Además, el esfuerzo de acumulación depende de la capacidad de esterilización de las compras. Si ésta no fuera posible, aumentaría la liquidez en la economía, con lo cual arreciaría el peligro de una mayor inflación en el mediano plazo y el riesgo de estimular el exceso de demanda, la exuberancia en los mercados de activos y el desbordamiento del crédito. Y si el esfuerzo de esterilización se basa en las ventas de títulos de deuda pública, éstas incrementarían los costos de financiación del Gobierno. Desde este punto de vista, mayores depósitos del Gobierno en el BR ayudarían a abrir un espacio adicional para la acumulación de RI, sin depreciar la deuda pública.

Una reflexión pertinente es si la economía debería pagar el costo de incurrir en una menor estabilidad de los precios, para sostener la tasa de cambio, con el propósito de disminuir el peligro de afrontar más adelante una crisis cambiaria. Sin embargo, este dilema no sería la única posibilidad. Si la economía modera el exceso de gasto doméstico la tasa de cambio real podría estabilizarse con mayor facilidad, con lo cual se reduciría el esfuerzo y el costo de acumular reservas. Además, una mayor

generación de ahorro doméstico contribuiría también a reducir la propensión a las crisis cambiarias y a la incubación de la enfermedad holandesa.

Consideraciones finales

En el mediano plazo la tasa de cambio se ha apreciado de manera pronunciada tanto en términos nominales como reales. La economía colombiana tuvo una serie de transformaciones estructurales que condujeron al fortalecimiento de su moneda. Sin embargo, en el momento actual hay un conjunto de factores coyunturales, originados en las etapas contrarias de los ciclos en que están las economías avanzadas y las emergentes, que están comenzando a desalinearse la tasa de cambio de su tendencia de mediano plazo. La desalineación aumenta la propensión de la economía a sufrir más adelante una crisis cambiaria y, al mismo tiempo, incrementa el riesgo de incubación de la enfermedad holandesa. Además, el desarrollo de una gran cantidad de subsectores agropecuarios e industriales está en entredicho por cuenta de la amenaza de un recrudescimiento adicional de la apreciación real, originada sobre todo en causas coyunturales persistentes. Un nivel más bajo de la tasa de cambio real, que la alejara pronunciadamente de lo que justifican las transformaciones estructurales de la economía, podría inclusive liquidar algunos de ellos que serían competitivos con una menor apreciación.

En el debate público se ha sugerido la idea de sacrificar un poco la estabilidad de los precios para que la política monetaria pueda contribuir a la estabilización cambiaria. Sin embargo, no se ha insistido en la posibilidad de disminuir el exceso de gasto doméstico. Sin duda una mayor generación de ahorro interno contribuiría a moderar la apreciación de la moneda. Tal vez esta alternativa sería también más efectiva en el mediano plazo. Con este propósito, la política monetaria ha hecho el tránsito a una postura más neutral. En contraste, la política fiscal continúa todavía en una postura procíclica. Esta recarga el esfuerzo estabilizador en la política monetaria y en el sector privado.

Colombia. Principales Indicadores Macroeconómicos

	2008	2009	2010					2011				2012	
			T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2	T3	T4	Proy.	Proy.
PIB Nominal (COP MM)	481.0	508.5	133	137	136	142	548	146.5	152.3	155.4	161.6	615.8	760.7
PIB Nominal (USD B)	214	249	69	71	75	74	286	77.9	85.5	81.1	83.2	317.0	416.4
Crecimiento Real													
PIB real (% Var. Interanual)	3.5	1.7	3.9	4.4	3.0	4.7	4.0	5.0	5.1	7.5	6.1	5.9	4.9
Precios													
Inflación (IPC, % Var. Interanual)	7.7	2.0	1.8	2.3	2.3	3.2	3.2	3.2	3.2	3.7	3.7	3.7	3.5
Inflación básica (% Var. Interanual)	5.9	2.7	2.3	2.3	2.3	2.6	2.6	2.8	3.1	3.0	3.2	3.2	3.2
Tipo de cambio (COP/USD fin de periodo)	2244	2044	1929	1916	1800	1914	1914	1879	1780	1915	1943	1943	1827
Tipo de cambio (Var. % interanual)	11.4	-8.9	(24.7)	-11.2	-6.4	-6.4	-6.4	-2.5	-7.1	6.4	1.5	1.5	-6.0
Sector Externo													
Cuenta corriente (% del PIB)	-3.2	-2.0	-1.8	-2.0	-4.5	-3.8	-3.1	-2.3	-2.5	-3.5	-3.1	-3.0	-2.4
Cuenta corriente (USD mmM)	-6.8	-5.0	-1.2	-1.4	-3.4	-2.8	-8.9	-1.8	-2.2	-2.8	-2.5	-9.4	-10.0
Balanza comercial (USD mmM)	0.8	2.1	0.9	1.2	-0.4	0.2	2.0	1.2	1.7	0.9	...	...	...
Exportaciones F.O.B. (USD mmM)	37.1	32.6	9.1	10.0	9.7	10.8	39.5	12.5	14.5	14.2	...	...	...
Importaciones F.O.B. (USD mmM)	36.3	30.5	8.1	8.8	10.1	10.5	37.5	11.3	12.7	13.3	...	...	...
Servicios (neto)	-3.1	-2.8	-0.6	-0.8	-0.9	-1.1	-3.5	-0.9	-1.0	-1.0	-1.2	-4.2	-2.4
Renta de los factores	-10.2	-9.3	-2.6	-3.0	-3.2	-3.2	-11.9	-3.2	-4.0	-4.2	-3.7	-15.1	-15.2
Transferencias corrientes (neto)	5.5	4.6	0.9	1.1	1.1	1.3	4.5	1.1	1.1	1.4	1.4	5.0	4.5
Inversión extranjera directa (USD mmM)	10.6	7.1	1.7	1.9	2.1	1.2	6.9	3.4	3.5	3.9	4.2	15.0	16.3
Sector Público (acumulado)													
Bal. primario del Gobierno Central (% del PIB)	0.9	-1.1	...	...	...	...	-1.1	...	...	...	...	-0.7	-0.3
Bal. del Gobierno Central (% del PIB)	-1.3	-4.1	0.1	-0.8	-1.1	-3.8	-3.8	0.6	1.3	0.9	...	-3.6	-3.2
Bal. primario del SPNF (% del PIB)	3.5	0.9	...	...	...	...	-0.1	...	...	...	...	0.1	1.3
Bal. del SPNF (% del PIB)	0.9	-2.4	0.2	0.2	-0.1	-3.1	-3.1	1.2	2.5	2.3	...	-3.1	-1.9
Indicadores de Deuda													
Deuda externa bruta (% del PIB)	19.0	22.7	18.7	19.3	21.4	22.4	22.4	20.6	20.9	21.9	...	21.9	24.2
Pública (% del PIB)	12.0	15.7	12.6	13.1	13.4	13.7	13.7	12.1	12.0	12.6	...	12.6	13.9
Privada (% del PIB)	6.9	7.0	6.0	6.2	8.1	8.7	8.7	8.5	8.9	9.3	...	9.3	10.2
Deuda del Gobierno (% del PIB, Gob. Central)	36.2	37.7	36.3	36.4	35.9	38.4	38.4	36.3	34.2	35.1	...	37.6	37.5

Fuente: PIB y Crecimiento Real – DANE y Banco de la República, proyecciones Asobancaria. Sector Externo – DANE y Banco de la República, proyecciones MHCP. Sector Público y respectivas proyecciones - MHCP. Indicadores de deuda – DANE, Banco de la República, Departamento Nacional de Planeación; proyecciones DNP y MHCP.

Colombia. Estados financieros*

	feb-12 (a)	ene-12	feb-11 (b)	Var real anual entre (a) y (b)
Activo	298.516	294.631	249.780	15,4%
Disponible	19.842	18.364	15.054	27,3%
Inversiones	56.497	57.237	56.872	-4,1%
Cartera Neta	192.383	190.610	155.120	19,8%
Consumo Bruta	57.569	56.702	43.294	28,4%
Comercial Bruta	122.382	121.460	103.803	13,8%
Vivienda Bruta	15.774	15.769	11.492	32,5%
Microcrédito Bruta	5.641	5.582	4.059	34,2%
Provisiones**	8.984	8.902	7.529	15,2%
Consumo	3.576	3.533	2.623	31,7%
Comercial	4.718	4.679	4.373	4,2%
Vivienda	424	427	343	19,3%
Microcrédito	266	263	190	35,2%
Otros	29.794	28.420	22.735	26,5%
Pasivo	256.179	254.308	218.058	13,4%
Depósitos y Exigibilidades	193.481	188.077	160.928	16,1%
Cuentas de Ahorro	100.050	96.661	81.886	18,0%
CDT	54.074	52.475	42.742	22,2%
Cuentas Corrientes	32.938	32.250	30.422	4,6%
Otros	6.419	6.691	5.877	5,5%
Otros pasivos	62.698	66.231	57.130	6,0%
Patrimonio	42.337	40.322	31.722	28,9%
Ganancia/Pérdida del ejercicio	961	440	575	61,3%
Ingresos por intereses	4.062	2.036	2.482	58,0%
Gastos por intereses	1.531	767	902	63,9%
Margen neto de Intereses	2.528	1.267	1.576	54,9%
Ingresos netos diferentes de Intereses	1.395	626	1.057	27,4%
Margen Financiero Bruto	3.923	1.893	2.633	43,9%
Costos Administrativos	1.873	909	1.660	9,0%
Provisiones Netas de Recuperación	456	230	182	141,9%
Margen Operacional	1.594	754	792	94,4%
Indicadores				Variación (a) - (b)
Indicador de calidad de cartera	2,80	2,69	2,99	-0,18
Consumo	4,72	4,50	4,72	0,00
Comercial	1,86	1,79	2,11	-0,25
Vivienda	2,61	2,64	3,71	-1,10
Microcrédito	4,36	4,01	4,94	-0,59
Cubrimiento**	162,93	169,76	159,01	3,92
Consumo	131,76	138,44	128,44	3,32
Comercial	207,51	214,87	199,75	7,77
Vivienda	102,86	102,53	80,33	22,53
Microcrédito	108,30	117,50	94,70	13,59
ROA	2,21%	2,16%	2,09%	0,1%
ROE	16,60%	16,32%	16,04%	0,6%
Solvencia	n.d.	15,55%	14,66%	n.d.

1/ Calculado como la diferencia entre ingresos y gastos por intereses menos Prima amortizada de cartera - cuenta PUC 510406

2/ Indicador de calidad de cartera en mora = Cartera Vencida /Cartera Bruta.

*Datos mensuales a febrero de 2012 del sistema bancario. Cifras en miles de millones de pesos. Fuentes y cálculos Asobancaria.

** No se incluyen otras provisiones. El cálculo del cubrimiento tampoco contempla las otras provisiones.