



4 de febrero de 2013

María Mercedes Cuéllar
Presidente

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

Participaron en la elaboración de este documento:

Daniel Castellanos

Carlos Díaz

Felipe Ordóñez

Necesitamos detener la apreciación cambiaria

Resumen. Colombia enfrenta una mayor probabilidad de un crecimiento lento, debido a que la industria y la agricultura no pueden convertirse en motores de la actividad económica. Su incapacidad radica en que su competitividad se deterioró en el mediano plazo por la apreciación de la tasa de cambio real, sin que haya sido posible mejorarla mediante una disminución eficaz de los costos de la producción nacional o un aumento de la productividad. Por eso se requiere frenar la revaluación y bajar los costos.

Una desalineación persistente de la tasa de cambio respecto de sus determinantes fundamentales conduce a desequilibrios macroeconómicos y financieros que desestabilizan la economía, y arriesgan su estabilidad financiera si sobreviene un choque externo fuerte.

Las autoridades deben incorporar más la situación cambiaria dentro de sus objetivos, y reaccionar más atentamente a la coyuntura actual. En los últimos días han dado pasos, pero habrá que ver si ellos son suficientes, y si van en la dirección correcta. Mediante un mayor monto de compras de divisas el BR busca disminuir la volatilidad de la tasa de cambio, al tiempo que el Gobierno reducirá su flujo neto de financiación externa y Ecopetrol hará algo similar. De otra parte, se anunciaron medidas comerciales para aumentar la protección de dos sectores la economía. Con ello y con el anuncio implícito de metas cambiarias el Gobierno busca disminuir las expectativas de apreciación. Estas medidas no parecen suficientes para un período extenso. Resulta sobre todo difícil sostener una compra de divisas al mismo ritmo al cual ingresan los capitales del exterior, por los costos para el emisor y los riesgos que implica para la estabilidad macroeconómica y financiera una expansión monetaria persistente.

El Gobierno está demorado en adoptar una estrategia adecuada para enfrentar la apreciación en el largo plazo. Para frenarla, la economía debe generar ahorro doméstico. Lo ideal es que el esfuerzo de ahorrar recaiga en el sector público. No obstante, la senda de ajuste del Gobierno Nacional Central (GNC) contempla déficits en el balance público hasta 2023. Un reto difícil que tienen las autoridades es una calibración fina de las estrategias para combatir la revaluación, con las que se requiere para evitar que se pronuncie la desaceleración de la actividad económica, porque luchar contra la apreciación requiere ahorrar, mientras que frenar la desaceleración exige mejorar la eficiencia del gasto público.

Para incrementar la competitividad de la economía en el mediano plazo se precisa, además, aumentar su productividad y mejorar su entorno institucional, con el propósito de acelerar la acumulación de factores productivos, de manera disminuya la tasa desempleo natural y los costos de la producción nacional.

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

Necesitamos detener la apreciación cambiaria

María Mercedes Cuéllar
Presidente

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

Participaron en la elaboración de este documento:

Daniel Castellanos

Carlos Díaz

Felipe Ordóñez

La desaceleración inesperada del PIB en el tercer trimestre de 2012 llamó la atención de los analistas sobre el pobre desempeño industrial y la fragilidad del patrón de crecimiento de la economía colombiana en el mediano plazo. En esas circunstancias, la alta probabilidad de seguir una senda de lento crecimiento se debe a que la industria y la agricultura no están en capacidad de convertirse en motores de la actividad económica y de la generación de empleo. La incapacidad de estos sectores para impulsar la economía radica en que su competitividad se deterioró en el mediano plazo, en la medida en que se apreció la tasa de cambio real, sin que fuera posible aumentar la productividad o disminuir de manera eficaz los costos que enfrenta la producción nacional.

El estancamiento de los sectores de bienes transables en esta coyuntura no es debido solo a la fortaleza de la moneda nacional. Otra causa importante es la baja demanda interna y externa. Esta última resultó del lento crecimiento de las economías avanzadas (EA) más grandes –Estados Unidos, Europa y Japón– y de la desaceleración más pronunciada de lo esperado en las economías emergentes (EE). El menor ritmo de la actividad económica global frenó el comercio internacional el año pasado. Por eso la actual parálisis industrial es un fenómeno global. Sin embargo, estos fenómenos de demanda se suman a la revaluación de la moneda nacional, configurando así un escenario muy complicado para los sectores transables de la economía nacional, y en particular para el agro y la industria.

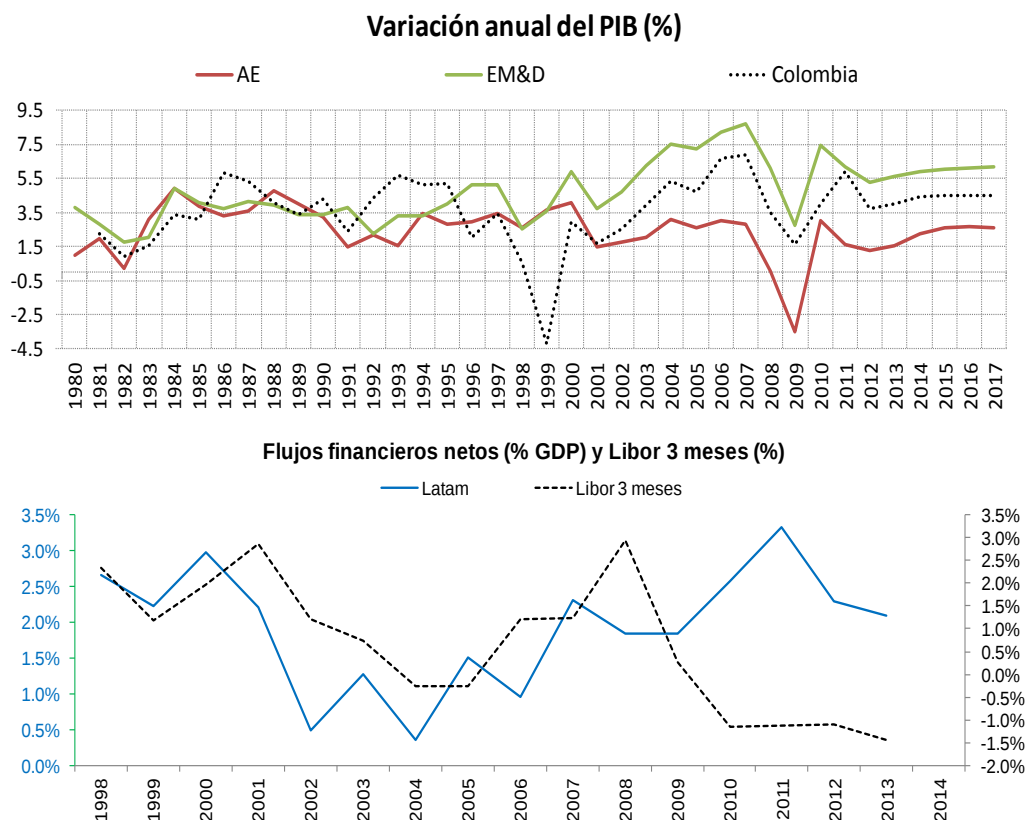
Una desalineación persistente de la tasa de cambio respecto de sus determinantes fundamentales conduce a desequilibrios macroeconómicos y financieros, que desestabilizan la economía y arriesgan su estabilidad financiera, si sobreviene un choque externo fuerte. El riesgo de estos eventos ha disminuido este año, por el activismo de la política económica en esas economías, que ha generado mayor credibilidad, menor aversión al riesgo y optimismo en los mercados internacionales. No obstante, es un peligro latente.

Por tales motivos en esta Semana Económica indagamos las causas de la apreciación de la tasa de cambio, para tener una idea de cuáles podrían ser las estrategias más convenientes para enfrentarla.

¿Por qué se aprecia la tasa de cambio en Colombia?

Una de las principales causas de la apreciación de la tasa de cambio es el desacople entre el ciclo económico de las economías emergentes (EE) –incluida Colombia– y el de las avanzadas (EA) –como Estados Unidos, Japón y la Unión Europea–, ocurrido en la última década. Mientras que las EE aceleraron de manera notable su crecimiento en este período, alejándose de la senda de expansión de las EA, estas sufrieron una profunda recesión en 2008 y 2009, con una recaída en 2011 y 2012 (gráfico 1).

Gráfico 1. Variación anual del PIB, flujos financieros netos y tasa de interés

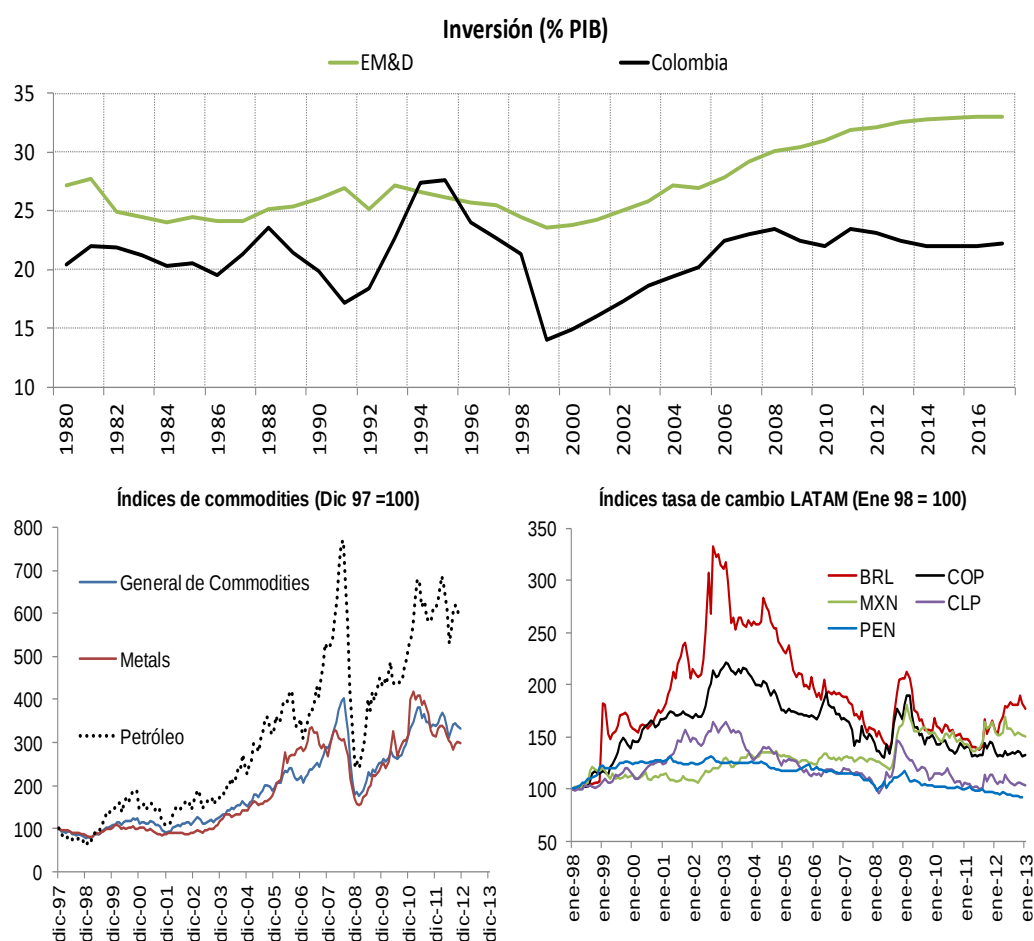


Fuente: IMF – WEO (October 2012)

Primero la recesión y luego la recaída obligaron al ejercicio de una postura monetaria muy laxa en las EA, que se implementó manteniendo tasas mínimas de interés y expandiendo el balance de sus bancos centrales. Este relajamiento cuantitativo se llevó a cabo mediante la compra de activos tanto públicos como privados, para irrigar liquidez en mercados financieros congelados y para ayudar a mantener bajas las tasas de interés de largo plazo. De esta manera, la extrema laxitud monetaria en las EA creó excesos de liquidez en los mercados internacionales y alimentó el apetito por rentabilidad entre los inversionistas. En consecuencia, los capitales fluyeron hacia las EE, donde las tasas de interés más altas y las oportunidades más rentables de inversión les ofrecen mayores rendimientos.

Los flujos de capital que recibieron las EE contribuyeron a financiar su inversión y, en muchos casos, el exceso de gasto doméstico. Su tasa de inversión se incrementó de forma pronunciada durante la última década (gráfico 2). La mayor inversión y el exceso de demanda aceleraron el crecimiento, pero en algunos casos desmejoraron los balances externos. Los flujos de capital crearon excesos de oferta de moneda extranjera, que apreciaron las tasas de cambio de las EE con regímenes más flexibles. Las productoras de materias primas se beneficiaron además con sus altos precios, que ayudaron a incrementar sus ingresos por exportaciones, la rentabilidad de las actividades extractivas, la inversión extranjera en estas ramas y sus términos de intercambio.

Gráfico 2. Tasa de inversión, precios de materias primas y tasas de cambio

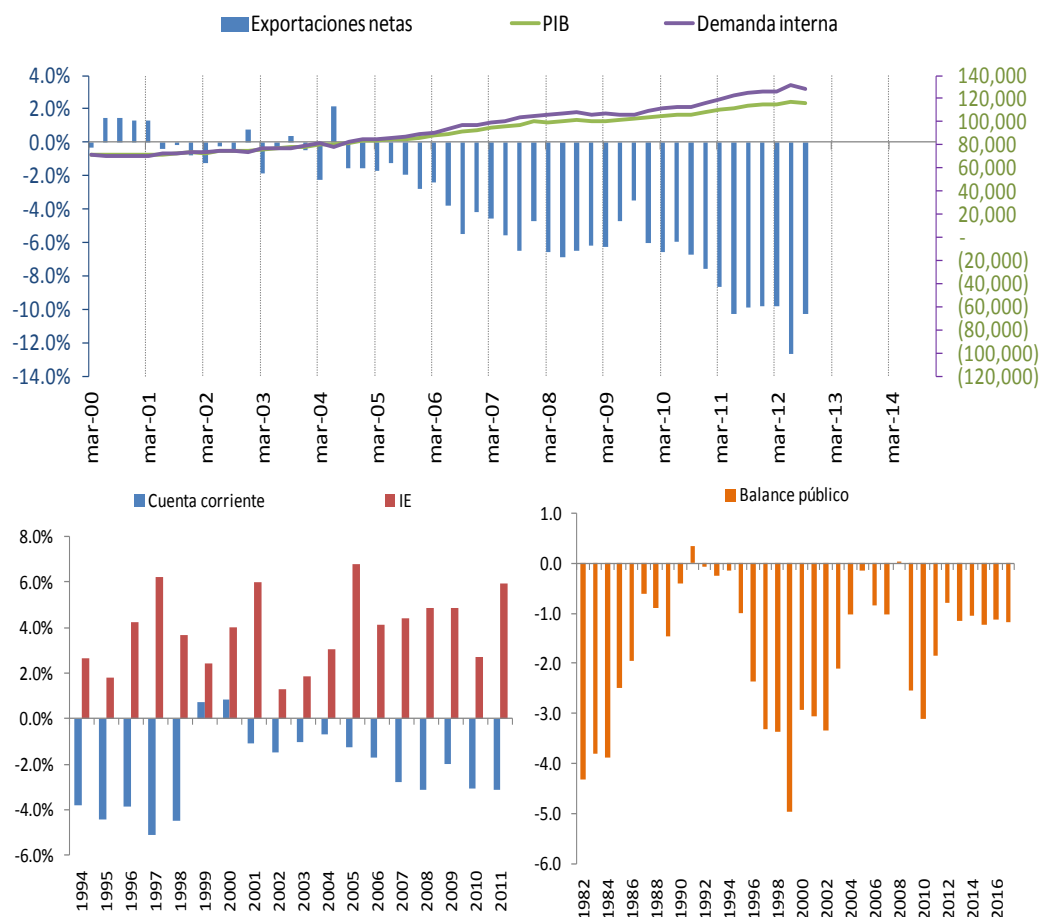


Fuente: IMF – WEO (October 2012) – Bloomberg – Cálculos de Asobancaria

Gracias a la recuperación del orden público y a la alta credibilidad de las políticas fiscal y monetaria, logradas durante los últimos diez años, Colombia logró atraer abundantes flujos externos. Con ellos financió ampliamente el desbalance externo creciente en que incurrió desde 2005, como resultado de un exceso de demanda interna cada vez más pronunciado (gráfico 3). Parte de la mayor demanda interna se debió a un auge de la inversión, financiado de manera parcial con ahorro externo. La proporción

más alta de los flujos fueron de inversión extranjera directa (IED), pero también aumentaron los de inversión de portafolio (IEP) y crédito externo (CE). La IED llegó sobre todo al sector de minas e hidrocarburos, donde la rentabilidad aumentó por los altos precios internacionales de estos productos. Como el régimen cambiario en Colombia es de “*flotación administrada*”, la abundancia de divisas extranjeras apreció de manera considerable la tasa de cambio, tanto en términos nominales como reales.

Gráfico 3. PIB, demanda interna (% PIB), exportaciones netas (% PIB), inversión extranjera (% PIB) y balance fiscal (% PIB)



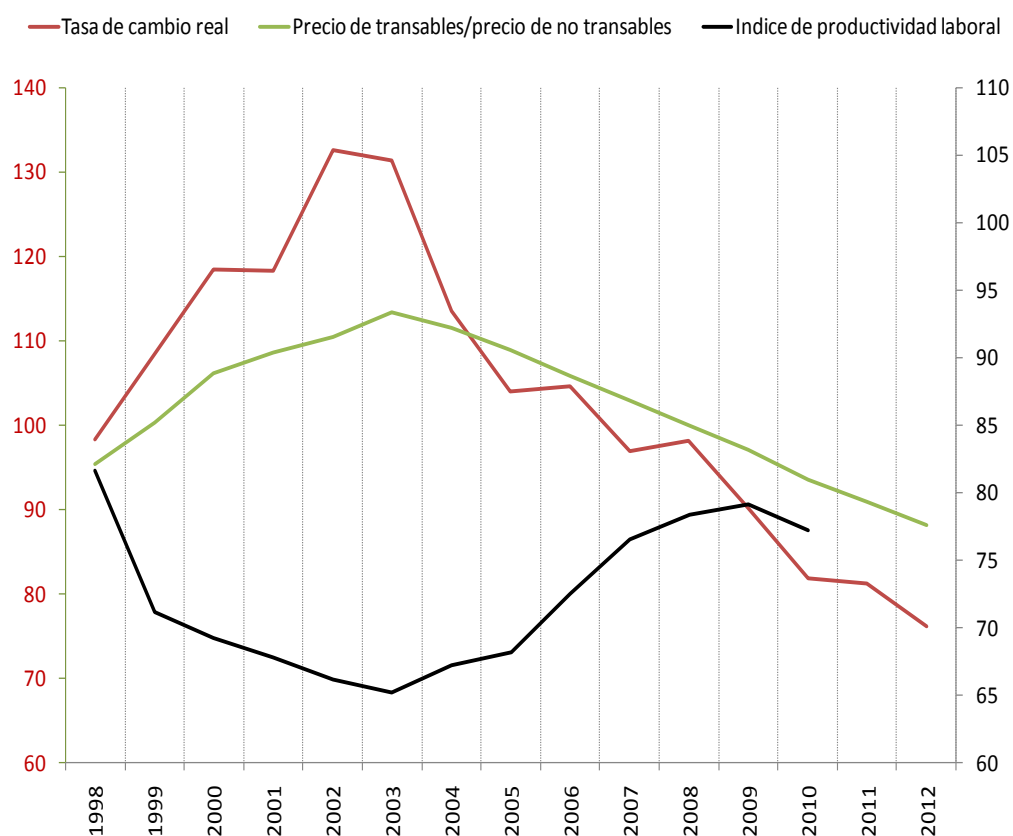
Fuente: DANE – Banco de la República – IMF – Cálculos de Asobancaria

Una porción de la mayor demanda interna se originó también en un exceso de gasto público, financiado de manera parcial con deuda pública externa. El ingreso de estos fondos para el Gobierno contribuyó a incrementar el exceso de oferta de moneda extranjera y a apreciar, por tanto, la tasa de cambio.

La apreciación de la tasa de cambio también fue causada por una evolución favorable de la productividad. Es un hecho quizás sorpresivo pero explicable, dadas las dificultades económicas de Estados Unidos (EU), que, a lo largo de este período, la economía colombiana logró un incremento en su productividad laboral superior al de

ese país, que es su principal socio comercial. La mayor productividad laboral condujo a un aumento de los salarios reales, que incrementó los costos de la producción de bienes no transables, de manera que los apreció respecto de los transables. El mayor precio relativo de los productos no transables ayudó a revaluar la tasa de cambio real (gráfico 4). De esta manera, el exceso de gasto doméstico tanto público como privado, junto con el aumento de la productividad, fueron las principales causas de la apreciación real del peso colombiano (COP) durante la última década. Sin embargo, la gran pregunta es si la mejora relativa en la productividad laboral es suficiente para hacer sostenible la apreciación de la tasa de cambio. Nuestra impresión es que, para que la economía colombiana pueda subsistir con los niveles de tasa de cambio actuales, serían necesarios unos niveles de productividad laboral y general mucho más altos que los actuales, lo cual no es un remedio de corto plazo. De otra parte, los salarios en Colombia no cuentan con la flexibilidad necesaria para servir como instrumentos de ajuste cambiario. Allí donde la tasa de cambio nominal no puede reaccionar a condiciones de la economía, es necesario que los salarios se ajusten. Pero, por razones legales, que tienen que ver con la incorporación de los aumentos de productividad en las negociaciones de salario mínimo, los salarios se vuelven rígidos a la baja cuando la apreciación de la tasa de cambio sugeriría que una forma de ajuste adicional fuera la reducción de salarios reales.

Gráfico 4. Productividad laboral y tasa de cambio real

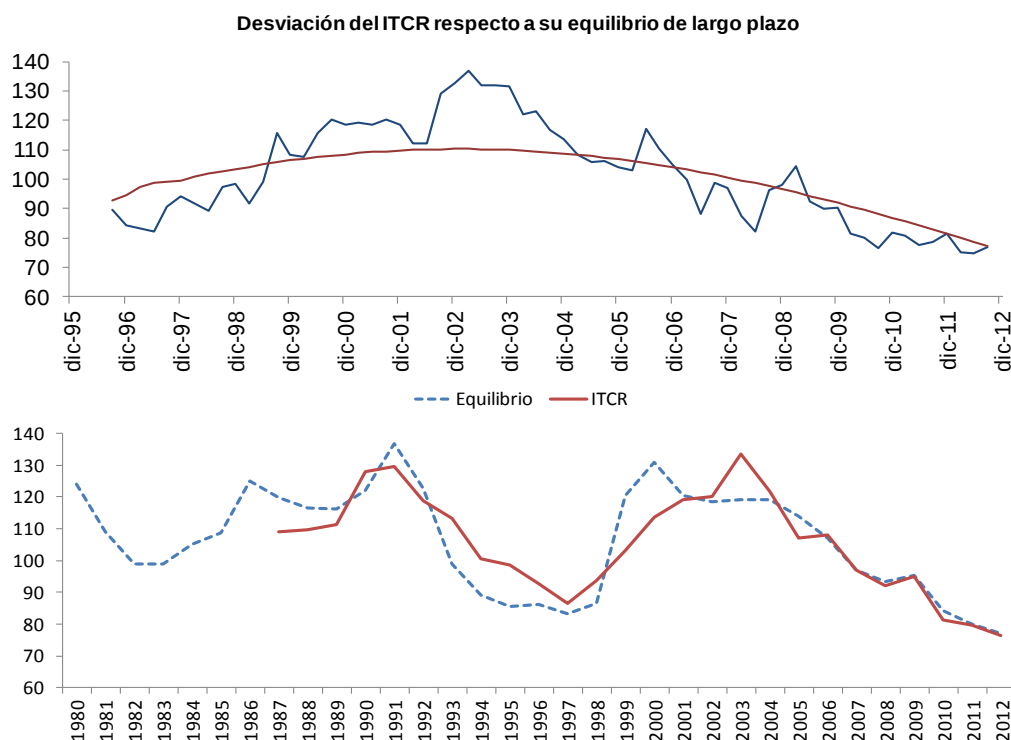


Fuente: DANE – Penn World Tables 7.0 – Banco de la República – Cálculos de Asobancaria

¿Dónde debería estar la tasa de cambio?

La noción de la “tasa de cambio de equilibrio” es “metafísica”. Nadie sabe, en realidad, donde debería estar la tasa de cambio. Algunos ejercicios para calcularla son sugeridos por la literatura, pero ellos tienen los defectos de, primero, que atienden a las condiciones macroeconómicas de la economía, y no a las condiciones microeconómicas de las empresas, y segundo, que no distinguen si las condiciones macroeconómicas son “normales” o “excepcionales”. Un primer ejercicio propone estimar la tasa de cambio como función de la productividad y los flujos de recursos externos hacia el país, y otro la estima en función del PIB potencial de Colombia y sus socios comerciales, y el balance externo de Colombia. Ambos ejercicios sugieren que la tasa de cambio real (TCR) del país no estaba desalineada en 2012 del valor predicho por la evolución de sus determinantes fundamentales, definidos de la manera atrás descrita. Pero sería un error juzgar por ello que la tasa de cambio está en su “nivel de equilibrio”. Lo que esos ejercicios dicen es que hay razones económicas para explicar por qué la tasa de cambio está donde está, pero esos ejercicios no dicen, ni deben ser interpretados como diciendo, que la tasa de cambio de la actualidad está en su “nivel de equilibrio”, o que está donde debe estar. Las condiciones económicas actuales son excepcionales, porque el precio de las materias primas está como nunca había estado en la historia, porque los flujos de capital hacia las EE también están batiendo récords y porque el pobre desempeño de las economías avanzadas hace lucir nuestra evolución de la productividad como favorable, pero ninguna de esas condiciones es “normal”. La tasa de cambio que es consistente con ese conjunto de situaciones anormales está estrangulando a los sectores transables tradicionales.

En el último trimestre de 2012 y lo corrido de 2013, el optimismo prevaleciente en los mercados externos y la mayor tolerancia al riesgo, generaron expectativas de continuidad en los flujos externos y de apreciación de la tasa de cambio. Por estos motivos la TRM se revaluó de manera pronuncia a finales del año pasado y comienzos de este, cuando cayó cerca a COP 1.750. La continuidad de esta tendencia podría agravar la desalineación de la TCR con respecto a sus determinantes fundamentales. La mayor desalineación multiplica los riesgos para la estabilidad macroeconómica y financiera, porque contribuye a crear mayores desbalances de los que se puede financiar si el entorno internacional cambia de manera abrupta. Además, la desalineación también ayuda a profundizar el estancamiento industrial, generado en la actual coyuntura por la desaceleración de la demanda tanto interna como externa.

Gráfico 5. Tasa de cambio real de equilibrio y observada

Fuente: Banco de la República – Cálculos de Asobancaria

Aunque una TRM de COP 1.800 no luce desalineada de la correspondiente TCR predicha por la evolución de sus determinantes fundamentales en esta coyuntura, eso no implica que sea la adecuada para las condiciones de competitividad de la industria y la agricultura. Para que la economía pueda llevar tanto la TCR como la TRM a valores más altos, favorables para el desarrollo industrial y agrícola –como el de COP 1.950 sugerido por el Ministro Cárdenas para la TRM–, se requiere una estrategia persistente en el largo plazo, como veremos enseguida, para reducir el exceso de gasto doméstico –sobre todo el público– y la financiación en moneda extranjera.

La estrategia para combatir la apreciación de la tasa de cambio

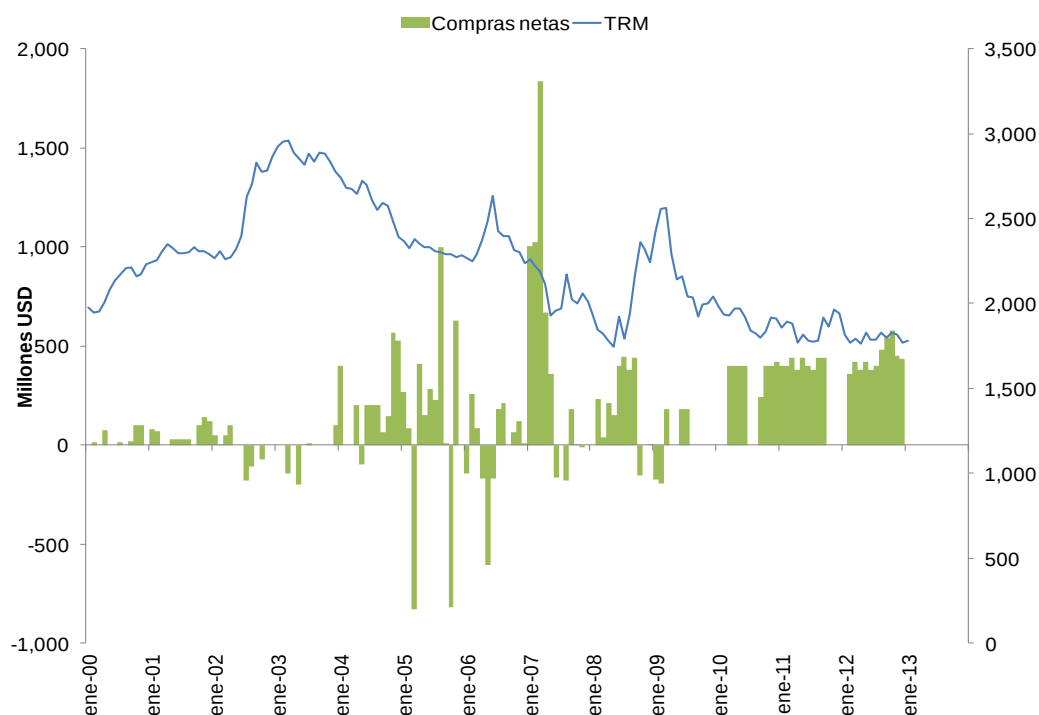
Hemos sugerido que las principales causas de la apreciación de la tasa de cambio real en Colombia, en el largo plazo, son el aumento relativo de la productividad laboral y el exceso de gasto doméstico, junto con la postura monetaria laxa en las EA y los elevados precios internacionales de las materias primas, que permiten financiarlo. Y en el corto plazo, unas mayores expectativas de apreciación, originadas en la moderación de los riesgos internacionales, que genera confianza en que continuará la abundancia de recursos externos.

Para enfrentar la situación, es necesaria una reorientación de las políticas monetaria y fiscal. En términos de la política monetaria, es necesario adicionar objetivos cambiarios al marco general de inflación objetivo. En términos fiscales, hay que eliminar las rigideces que impiden que el país ahorre cuando lo necesita. En los últimos días, las

autoridades han dado señales de que están empezando a entender el problema. Para desinflar las expectativas de apreciación, reducir la volatilidad de la tasa de cambio nominal y prevenir la desalineación de la tasa de cambio real, el BR y el GN han intervenido comprando divisas en el mercado cambiario. Además, en la última Junta Directiva del BR (JDBR) se anunció un incremento de 50% –de USD 20 a USD 30 millones diarios– en el monto de las compras entre febrero y mayo. El relajamiento de la postura monetaria en el ciclo estimulante en que se encuentra el emisor, puede también ayudar a suavizar la inclinación descendente de la tasa de cambio, en la medida en la cual reduce el diferencial entre las tasas de interés internas y las externas, al tiempo que aumenta la oferta de moneda nacional. De manera complementaria, el Gobierno se comprometió implícitamente con un objetivo cambiario: una tasa de cambio próxima a COP 1.950. Al mismo tiempo, las autoridades anunciaron que este año el endeudamiento público en moneda extranjera será equivalente a las amortizaciones y que le propondrán a Ecopetrol que cambie el énfasis de su financiación, de recursos en USD a COP. Por último, descartaron establecer controles a los flujos de capital.

Esta reorientación de la política es adecuada. Las intervenciones del BR en el pasado ayudaron a estabilizar la tasa de cambio nominal (gráfico 6). Sin embargo, se requieren también estrategias de más largo plazo para moderar la tendencia apreciadora de la TCR, sobre todo porque es previsible que la postura monetaria en las EA continúe laxa este año y el próximo, al tiempo que los precios de las materias primas exportadas permanezcan altos en este período.

Gráfico 6. Tasa de cambio nominal y compras de divisas del BR



Fuente: Banco de la República

Entendemos que los grados de libertad de las autoridades para combatir la apreciación no son infinitos. El BR y las autoridades no pueden comprar divisas indefinidamente al mismo ritmo que los capitales ingresan, buscando mayor rentabilidad. Las compras entrañan costos cuasi fiscales y requieren un esfuerzo de esterilización, que obliga al emisor a acumular pasivos con el Gobierno, a liquidar sus activos con éste o a emitir deuda pública. Además, acumular reservas internacionales más allá de un cierto punto resulta costoso para la economía.

Por otra parte, la relajación de la política monetaria requiere prudencia para prevenir consecuencias indeseables. Mientras la economía amenace generar una brecha negativa del producto, la inflación esté contralada, las expectativas ancladas, el crédito se expanda a tasas sostenibles y los activos no estén sobrevalorados, la postura laxa es apropiada. Sin embargo, es probable que no pueda prolongarse todo el año, porque entraña el peligro de recalentar la economía el año entrante, inflar los mercados domésticos e inclusive generar un nuevo auge del crédito. Además, es difícil mantener esta postura porque puede estimular un excesivo endeudamiento de los hogares, cuando su carga financiera por crédito de consumo es alta y la calidad de la cartera enfrenta el riesgo de comenzar a desmejorar en casi todas sus modalidades. Este riesgo es sugerido por el incremento más rápido de la cartera vencida respecto de la bruta para todas las modalidades, con excepción de la vivienda; y por el deterioro más veloz de la calidad de la cartera para las cosechas más recientes del crédito de consumo, en comparación con las anteriores. Por otra parte, se crea la amenaza de acelerar el auge en el mercado de la vivienda.

Todos estos riesgos existen, y son reconocidos. No queremos desconocerlos. Pero ellos no pueden ser usados como excusa para no considerar activamente el problema cambiario. En la actualidad se requiere una postura imaginativa y creativa frente al problema.

Pero no toda imaginatividad y creatividad es conveniente. También se requiere medida en ellas. Forzado por las circunstancias, el Gobierno ha insinuado que comenzará a utilizar la política comercial para aliviar las consecuencias sectoriales adversas de la apreciación de la tasa de cambio. Esta estrategia es desatinada porque no ataca las causas fundamentales de la revaluación. Tampoco atenúa de una manera efectiva la apreciación de la moneda. En lugar de esto, al restringir las importaciones mejora temporalmente el balance externo, pero al mismo tiempo disminuye la demanda por divisas, con lo cual su precio cae. La apreciación adicional de la tasa de cambio desestimula las exportaciones e incentiva otras importaciones, con lo cual el balance externo pierde la mejora inicial. En esas condiciones, el resultado final será un menor volumen de comercio a una tasa de cambio más baja. Esto reduce el bienestar de los consumidores. En este caso, el recurso a la política comercial es contraproducente. En nuestra opinión, las autoridades sentaron aquí un mal precedente. Ojalá no se generalice el tratamiento preferencial de los sectores lechero y de textiles y confecciones a otros.

A más largo plazo, se necesitan medidas que corrijan los excesos de demanda interna, o que aumenten el ahorro doméstico para financiar la inversión, estimulada en la actualidad por las bajas tasas de interés externas y el recorte de las domésticas, que procura mejorar la paridad. En este punto, lo ideal es que sea el sector público el que genere el ahorro y no el privado. Para ello las autoridades disponen de dos nuevos instrumentos, que en el futuro comenzarán a rendir frutos: el fondo de ahorro y estabilización del sistema nacional de regalías y la regla fiscal. Es cierto que el balance del Gobierno Nacional Central tiene una trayectoria planeada para aproximarse al equilibrio hacia 2023. Pero mientras tanto seguirá arrojando déficits en lugar de superávits, sin que haya ahorro público. Además, en la presente coyuntura de desaceleración del crecimiento la estrategia fiscal de corto plazo entra en conflicto con la de largo plazo. En estas circunstancias el Gobierno no puede recortar el gasto público, sino esforzarse por quebrar los cuellos de botella institucionales que han frenado la inversión tanto pública como privada. En consecuencia, debe concentrarse en agilizar el trámite de las licencias ambientales para los proyectos de explotación en los sectores de minas e hidrocarburos, así como para los de construcción y operación en el de infraestructura de transporte. También tiene que apresurar la puesta en marcha del programa de concesiones de cuarta generación para este sector. Y por último, debe procurar que funcione de manera más eficaz el nuevo esquema para la ejecución de las regalías, con el propósito de impulsar la inversión pública regional.

Para recuperar la competitividad de los bienes transables, erosionada por la apreciación de la tasa de cambio real, de manera complementaria las políticas públicas y los esfuerzos del sector privado deben orientarse a disminuir los costos domésticos de producción. Para lograrlo de una manera sostenida se necesita mejorar el ambiente institucional, con el fin de acelerar la acumulación de factores productivos, promover la de aquellos que generan economías externas e incrementar su productividad.

La mejora del ambiente institucional para la acumulación de factores incluye la remoción de las distorsiones introducidas por la regulación y la tributación en los mercados, que impiden que su adecuado funcionamiento conduzca a una asignación óptima de los recursos. Las dos últimas reformas tributarias fueron pasos audaces en la dirección correcta. Por una parte, eliminaron algunas de las distorsiones en el mercado laboral, quitando parte de las contribuciones sobre la nómina que financiaban el gasto social. Sin embargo, una gruesa parte de ellas subsiste y no se ha intentado flexibilizar el salario real. El hecho de que las negociaciones del salario mínimo deben incorporar, por ley, los incrementos de la productividad, hacen que los salarios no se puedan utilizar como instrumentos de política cuando hay desajustes cambiarios. Estas imperfecciones seguirán generando informalidad y mantendrán alta la tasa de desempleo natural, aunque una y otra deben probablemente disminuir. Las modificaciones al régimen tributario, por otra parte, introdujeron un cronograma para desmontar el GMF. No obstante, se abrió la puerta a la introducción de controles sobre los precios de los servicios bancarios y persisten los límites, más flexibles que antes, a

las tasas de interés. Estos seguirán obstaculizando la profundización de los mercados y la inclusión financiera.

La creación de un ambiente institucional favorable para la acumulación de factores entraña también un cumplimiento estricto de los contratos y de la ley, junto con la erradicación de la corrupción, la inseguridad y la violencia, que están lejos de ocurrir en Colombia, a pesar del progreso de la última década.

De capital importancia para mejorar la productividad de la economía es promover la acumulación de un capital humano de óptima calidad. Para ello se requiere ampliar la cobertura de la educación secundaria y terciaria y mejorar su calidad en todos los niveles y en la formación vocacional. Se necesita también incentivar la innovación y el progreso tecnológico. Con este propósito el SGR creó un fondo cuyos recursos son un aporte inicial, todavía insuficiente. Ampliar la apertura de la economía mediante la reducción unilateral de los aranceles y el ambicioso programa de suscripción de tratados de libre comercio y acuerdos de inversión, es un esfuerzo impulsado por esta administración, en el cual debe perseverar para aumentar la productividad y la competitividad.

Consideraciones finales

El análisis precedente sugiere que es urgente que las autoridades rediseñen la estrategia para enfrentar la apreciación de la tasa de cambio en el corto plazo. Es cierto que, en los últimos días, han dado pasos en esa dirección. Mediante un mayor monto de compras de divisas el BR busca disminuir la volatilidad de la tasa de cambio, al tiempo que el Gobierno reducirá su flujo neto de financiación externa y tratará de que Ecopetrol haga lo mismo. Con ello y con el anuncio implícito de metas cambiarias el Gobierno busca disminuir las expectativas de apreciación.

Sin embargo, dada la gravedad del problema de la revaluación de la tasa de cambio, por el daño causado a la competitividad de los sectores productores de bienes transables, se requieren también estrategias persistentes de largo plazo. El Gobierno parece rezagado en adoptarlas. Un reto difícil que enfrentan las autoridades es una calibración fina de las estrategias para combatir la revaluación con las que se requiere para evitar que se pronuncie la desaceleración de la actividad económica. La economía debe generar ahorro en el largo plazo, pero no puede hacerlo en el corto plazo por el riesgo de entrar en una etapa de lento crecimiento. El Gobierno no pudo esforzarse ahora en generar ahorro público, cuando se ralentizan la inversión privada y el gasto doméstico. Debe, por el contrario, concentrarse en ejecutar de manera eficiente y ágil el gasto público. También debe quebrar los cuellos de botella que creó la puesta en marcha del nuevo esquema institucional para la planeación y ejecución de la inversión pública y privada, en los sectores de minas e hidrocarburos y en el de obras de infraestructura. De ello depende el repunte de la inversión, la demanda interna y el crecimiento.

Las compras de divisas y la relajación de la política monetaria no son, sin embargo, una estrategia adecuada para luchar contra la apreciación en el largo plazo. Las primeras porque implican cada vez un mayor costo para el BR, le quitan grados de libertad a la estrategia monetaria y dificultan la coordinación de los instrumentos disponibles entre sí y con las metas. La relajación tampoco puede ser muy prolongada porque entraña el peligro de desalinear las expectativas de inflación, inflar los mercados domésticos, estimular la toma de riesgo, patrocinar el sobre endeudamiento y presionar desbordes del crédito.

Después de retornar al crecimiento potencial, la estrategia de largo plazo debe buscar la generación de ahorro doméstico, para disminuir el recurso a los flujos externos. También debe procurar aumentar la tasa de crecimiento potencial de la economía, con el propósito de que ésta puede expandirse de manera sostenida a un paso más dinámico, sin generar presiones desestabilizadoras en los mercados de bienes ni en los de factores, que tengan que ser contrarrestadas por un excesivo activismo de la política económica y sobre todo de la monetaria. El aumento de la tasa potencial requiere remover las distorsiones en los mercados domésticos, que impiden una asignación óptima de los recursos. Para lograrlo es fundamental reformar las instituciones del mercado laboral, en procura de flexibilizar el salario mínimo y de eliminar las contribuciones restantes sobre la nómina de las empresas, que gravan la generación de empleo formal. También es menester eliminar los controles de precios en los mercados financieros, que constituyen obstáculos para la profundización y la inclusión financiera.

Las autoridades deben esforzarse en recuperar pronto la flexibilidad de la política fiscal, para disminuir la responsabilidad de las estrategias de estabilización en la política monetaria. De esta manera, al requerir un menor esfuerzo, la implementación de la política monetaria perturbará menos los mercados financieros y disminuirá la necesidad de recurrir a medidas prudenciales para estabilizarlos. Es probable que con ello se logre profundizarlos más rápido, porque serán necesarias menores distorsiones administrativas.

Colombia. Principales Indicadores Macroeconómicos

	2009	2010	2011					2012					2013
			T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2	T3	T4	Proy.	Proy.
PIB Nominal (COP MM)	504.6	543.7	147	152	156	161	616	161.4	164.6	163.1	174.3	663.3	718.4
PIB Nominal (USD B)	247	284	78	85	81	83	317	90.0	92.2	90.6	98.6	375.1	400.0
Crecimiento Real													
PIB real (% Var. Interanual)	1.7	4.0	5.1	4.9	7.5	6.2	5.9	4.8	4.9	2.1	3.6	3.8	4.3
Precios													
Inflación (IPC, % Var. Interanual)	2.0	3.2	3.2	3.2	3.7	3.7	3.7	3.4	3.2	3.1	2.4	2.4	2.9
Inflación básica (% Var. Interanual)	2.7	2.6	2.8	3.1	3.0	3.2	3.2	3.0	3.2	3.3	3.0	3.0	...
Tipo de cambio (COP/USD fin de periodo)	2044	1914	1879	1780	1915	1943	1943	1792	1785	1801	1768	1768	1796
Tipo de cambio (Var. % interanual)	-8.9	-6.4	(2.5)	-7.1	6.4	1.5	1.5	-4.7	0.2	1.1	-7.7	-9.0	1.6
Sector Externo													
Cuenta corriente (% del PIB)	-2.0	-3.1	-2.3	-2.5	-3.5	-3.1	-3.0	-1.8	-3.5	-4.0	...	-2.9	-2.9
Cuenta corriente (USD mmM)	-5.0	-8.9	-1.8	-2.2	-2.8	-2.5	-9.4	-1.6	-3.2	-3.6	...	-10.7	-12.5
Balanza comercial (USD mmM)	2.1	2.0	1.2	1.7	0.9	-0.6	3.2	2.5	1.0	0.5	...	...	...
Exportaciones F.O.B. (USD mmM)	32.6	39.5	12.5	14.5	14.2	0.3	41.5	15.2	14.8	14.2	...	...	...
Importaciones F.O.B. (USD mmM)	30.5	37.5	11.3	12.7	13.3	0.9	38.3	12.7	13.8	13.7	...	...	...
Servicios (neto)	-2.8	-3.5	-0.9	-1.0	-1.0	-1.2	-4.2	-1.1	-1.4	-1.4	...	...	...
Renta de los factores	-9.3	-11.9	-3.2	-4.0	-4.2	-3.7	-15.1	-4.1	-3.9	-3.8	...	...	...
Transferencias corrientes (neto)	4.6	4.5	1.1	1.1	1.4	1.4	5.0	1.1	1.2	1.1	...	...	...
Inversión extranjera directa (USD mmM)	7.1	6.7	3.5	3.0	3.8	2.9	13.3	3.7	4.1	3.9	...	...	...
Sector Público (acumulado)													
Bal. primario del Gobierno Central (% del PIB)	-1.1	-1.1	1.0	1.3	1.0	-0.4	-0.1	0.9	3.6	3.9	...	0.3	...
Bal. del Gobierno Central (% del PIB)	-4.1	-3.9	0.6	1.3	0.9	-2.8	-2.8	0.5	2.4	1.9	...	-2.4	-2.2
Bal. primario del SPNF (% del PIB)	0.9	-0.1	...	...	...	...	1.1	...	...	...	...	0.1	...
Bal. del SPNF (% del PIB)	-2.4	-3.1	1.3	2.8	2.3	-1.8	-1.8	1.5	4.4	2.3	...	-1.2	-1.0
Indicadores de Deuda													
Deuda externa bruta (% del PIB)	22.7	22.4	20.4	20.7	21.7	22.8	22.8	20.7	20.5	21.5	...	...	...
Pública (% del PIB)	15.7	13.7	12.0	11.9	12.5	12.9	12.9	11.9	11.8	12.2	...	...	...
Privada (% del PIB)	7.0	8.7	8.4	8.8	9.2	10.0	10.0	8.8	8.6	9.3	...	...	...
Deuda del Gobierno (% del PIB, Gob. Central)	37.7	38.4	36.3	34.2	35.1	35.8	35.4	33.9	33.2	32.9	...	35.1	33.9

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*

	nov-12 (a)	oct-12	nov-11 (b)	Var real anual entre (a) y (b)
Activo	328,818	327,392	293,625	9.0%
Disponible	20,704	23,063	19,331	4.2%
Inversiones	60,715	60,299	56,705	4.2%
Cartera Neta	217,483	212,601	189,303	11.8%
Consumo Bruta	65,444	64,462	55,286	15.2%
Comercial Bruta	136,703	133,224	122,016	9.0%
Vivienda Bruta	18,675	18,219	14,987	21.2%
Microcrédito Bruta	6,611	6,515	5,465	17.7%
Provisiones**	9,950	9,819	8,452	14.5%
Consumo	4,154	4,100	3,329	21.4%
Comercial	5,015	4,943	4,610	5.8%
Vivienda	434	435	263	60.8%
Microcrédito	348	342	250	35.3%
Otros	29,915	31,429	28,286	2.9%
Pasivo	283,102	282,055	255,453	7.8%
Depósitos y Exigibilidades	216,518	212,847	183,577	-75.8%
Cuentas de Ahorro	106,392	103,959	92,947	11.4%
CDT	67,014	67,769	33,978	91.9%
Cuentas Corrientes	35,981	34,594	49,938	-29.9%
Otros	7,130	6,525	6,713	3.3%
Otros pasivos	66,584	69,207	71,876	-9.9%
Patrimonio	45,716	45,337	38,172	16.5%
Ganancia/Pérdida del ejercicio	5,896	5,368	5,311	8.0%
Ingresos por intereses	24,146	21,829	18,504	27.0%
Gastos por intereses	9,416	8,511	6,331	44.7%
Margen neto de Intereses	14,715	13,304	12,152	17.8%
Ingresos netos diferentes de Intereses	8,952	8,078	7,824	11.3%
Margen Financiero Bruto	23,667	21,382	19,976	15.3%
Costos Administrativos	10,893	9,850	9,697	9.3%
Provisiones Netas de Recuperación	3,229	2,874	2,045	53.6%
Margen Operacional	9,544	8,658	8,233	12.8%
Indicadores				Variación (a) - (b)
Indicador de calidad de cartera	2.93	2.86	2.75	0.17
Consumo	4.89	4.81	4.62	0.27
Comercial	1.95	1.88	1.84	0.11
Vivienda	2.45	2.39	2.75	-0.31
Microcrédito	5.10	4.87	4.35	0.76
Cubrimiento**	153.35	158.28	162.21	-8.86
Consumo	129.93	132.22	130.42	-0.49
Comercial	188.36	197.20	205.89	-17.52
Vivienda	95.02	99.94	101.88	-6.86
Microcrédito	103.00	107.71	110.63	-7.63
ROA	2.06%	2.05%	2.13%	0.00
ROE	14.90%	14.86%	16.23%	-0.01
Solvencia	n.d	n.d	13.85%	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 noviembre 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.