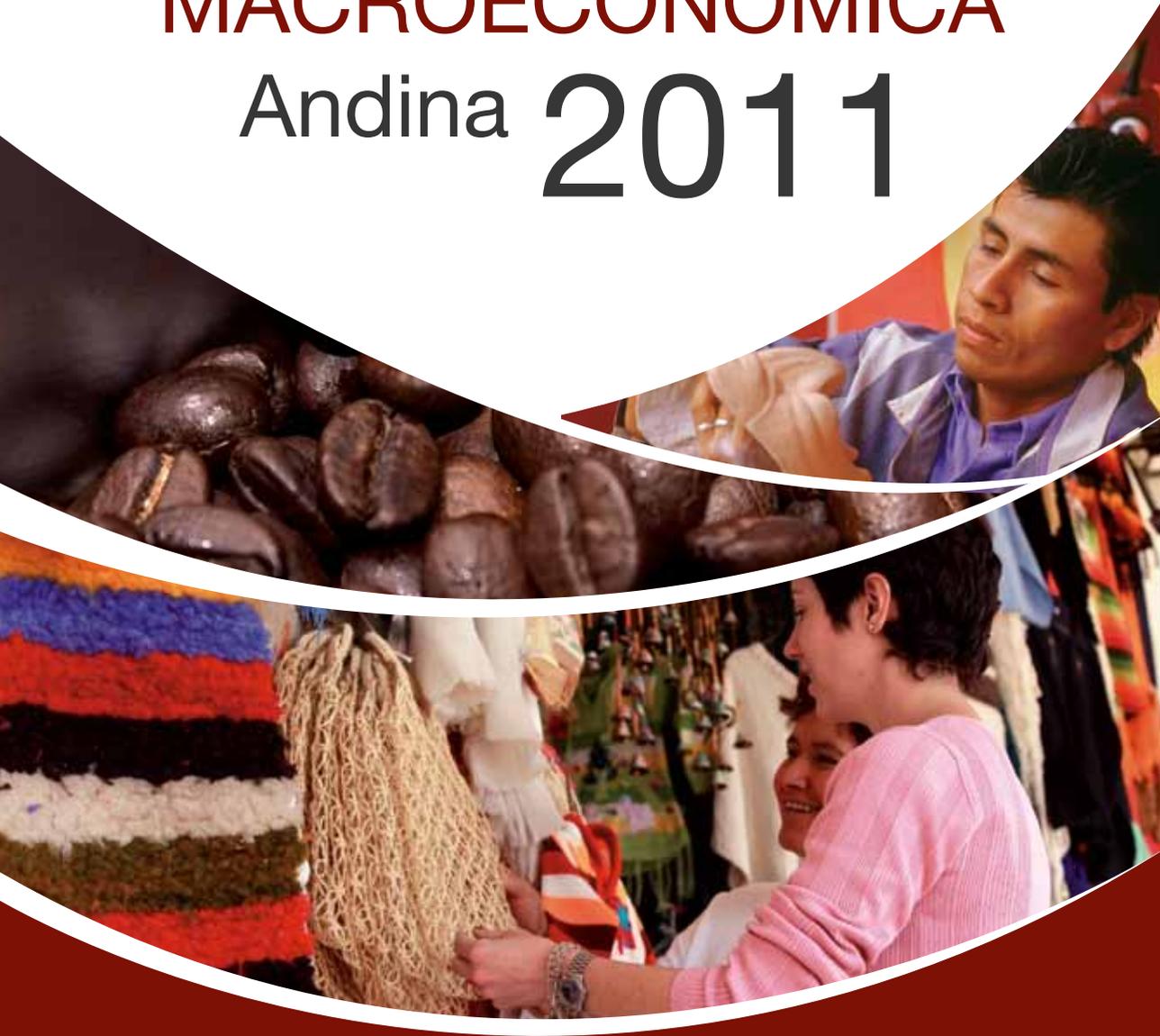


Convergencia MACROECONÓMICA Andina 2011



BOLIVIA • COLOMBIA • ECUADOR • PERÚ

Convergencia Macroeconómica Andina 2011
Comunidad Andina

**COMUNIDAD
ANDINA**



SECRETARIA GENERAL

Secretaría General de la Comunidad Andina
Av. Aramburú cuadra 4, esquina con Paseo
de la República
San Isidro - Perú
Teléfonos: (511) 710 6400 Fax (511) 221 3329
www.comunidadandina.org

Coordinación: Ximena Romero
Apoyo Editorial: Lesly Gonzales

Diseño, diagramación e impresión:
PULL CREATIVO S.R.L.
Jr. Lloque Yupanqui 836 - Jesús María

Primera Edición: Agosto 2012. Impreso en Perú
ISBN: 978-612-4054-35-8
Hecho el Depósito Legal en la
Biblioteca Nacional del Perú N° 2012-07884

ISBN: 978-612-4054-35-8

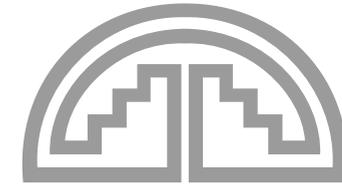


9 786124 054358

Con el apoyo de :



COOPERACIÓN REGIONAL
PARA LOS PAÍSES ANDINOS



Convergencia
MACROECONÓMICA
Andina **2011**

Bolivia

Colombia

Ecuador

Perú

Contenido

Presentación	10		
I. Informes de Seguimiento de las Metas de Convergencia Macroeconómica de los Países Andinos.	19		
BOLIVIA	21		
Resumen Ejecutivo	22		
I. Aspectos Fundamentales para la Evaluación de las Metas de Convergencia Económica	24		
II. Evaluación Económica en 2011	26		
2.1 Sector Real	26		
2.2 Sector Externo	31		
2.3 Sector Monetario y Financiero	44		
2.4 Evolución de las Finanzas Públicas	57		
2.5 Indicadores de vulnerabilidad: medición del riesgo país	65		
III. Criterios de Convergencia y Grado de Cumplimiento	67		
3.1 Evolución de los precios	67		
3.2 Déficit del Sector Público	69		
3.3 Endeudamiento público	69		
COLOMBIA	73		
I. Actividad Económica	79		
1.1 Crecimiento del PIB por tipo de gasto en 2011	80		
1.2 Crecimiento del PIB por ramas de actividad en 2011	82		
1.3 Perspectivas de la actividad económica para 2012	84		
II. Mercado Laboral	87		
2.1 Desempleo	87		
2.2 Oferta y demanda de trabajo	89		
2.3 Calidad del empleo y condiciones del mercado laboral	94		
2.4 Previsiones para 2012	97		
III. Inflación	98		
3.1 Los precios al consumidor en 2011	98		
3.2 La inflación en 2012: primeros resultados y perspectivas	103		
IV. Sector Financiero y Tasas de Interés	107		
4.1 Comportamiento de las tasas de interés durante 2011	107		
4.2 Base monetaria, crédito y fuentes de financiamiento del sistema financiero.	115		
4.3 Algunas medidas de riesgo del sistema financiero	123		
V. Sector Externo	130		
5.1 Evolución de la tasa de cambio	130		
5.2 Evolución de la balanza de pagos de Colombia en 2011	138		
5.3 Perspectivas de la balanza de pagos para 2012	142		
5.4 Indicadores de vulnerabilidad externa	144		
VI. Política Fiscal	148		
6.1 Resultados fiscales de 2011	148		
6.2 Perspectivas fiscales para 2012	151		

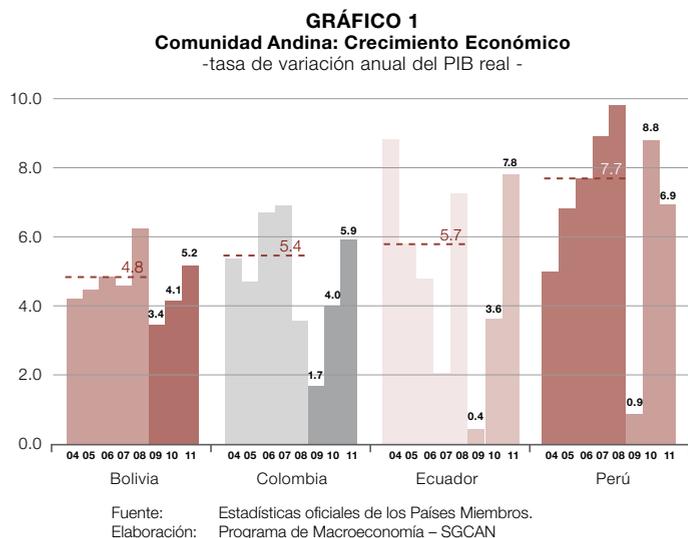
ECUADOR	157
Marco Legal	158
I. Evolución Económica en el 2011	159
1.1 Sector Real	159
1.2 Sector Financiero	172
1.3 Sector Externo	180
II. Criterios de Convergencia y Grado de Cumplimiento	195
2.1 Evolución de los Precios	195
2.2 Evolución de las Finanzas Públicas	199
2.3 Endeudamiento Público	205
PERÚ	211
Resumen Ejecutivo	212
I. Aspectos Fundamentales para la Evaluación de las Metas de Convergencia en el Año 2011	213
II. Evolución Económica en el 2011	214
2.1 Sector real	214
2.2 Sector externo	215
2.3 Sector financiero	215
III. Criterios de Convergencia y Grado de Cumplimiento	218
3.1 Evolución de los precios	218
3.2 Evolución de las finanzas públicas	218
IV. Anexo Estadístico	222

II. Opinión del Grupo de Expertos del Sector No Oficial de los Países Andinos.	231
Bolivia	233
Marcelo Montenegro Gómez García	
Colombia	257
Olga Lucía Acosta Navarro	
Ecuador	267
Diego Mancheno Ponce	
Perú	283
Jorge González Izquierdo	
III. Indicadores de Vulnerabilidad Financiera de la Subregión.	301

Presentación

Después de la significativa recuperación mostrada por las economías de América Latina en el 2010, luego de la crisis financiera de los años 2008-2009, el crecimiento se desaceleró en el 2011, especialmente en Brasil, la economía más grande de la región, en un contexto de lenta recuperación de la economía mundial. Esta desaceleración se apreció con mayor claridad en la segunda mitad del año, con menores exportaciones y una demanda interna más débil en un entorno de incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros internacionales a raíz de la crisis de deuda en varios países de la Eurozona.

No obstante, entre los países de la Comunidad Andina tal desaceleración en la tasa de crecimiento del año 2011 se observó únicamente en Perú, país en que la tasa de crecimiento disminuyó de 8.8% en el 2010 a 6.9% en el 2011. En el resto de países se registraron más bien mayores tasas de crecimiento que en el año previo (Bolivia, 5.2%; Colombia, 5.9%; y Ecuador, 7.8%).



En general, este comportamiento reflejaría los sólidos fundamentos macroeconómicos que poseen los países de la Subregión, debido a las políticas económicas aplicadas y a la coyuntura internacional favorable observada durante el año 2010 y el primer semestre del 2011. Esta evolución ha sido monitoreada a través de los Programas

de Acciones de Convergencia (PAC) que los Países Miembros presentan anualmente a esta Secretaría General desde el año 2003, y mediante los cuales realizan un seguimiento a las metas comunitarias de convergencia macroeconómica, en materia de política monetaria, fiscal y endeudamiento.

Como parte de este proceso, desde el año 2009, los Países Miembros trabajaron en la definición de un marco de alerta común así como en proveer de herramientas complementarias que permitan relacionar el comportamiento de algunas de las variables macroeconómicas con el grado de vulnerabilidad de las economías. Este trabajo ha permitido contar a nivel comunitario con la definición de diecinueve Indicadores de Vulnerabilidad Macroeconómica (IVM), doce Indicadores de Vulnerabilidad Financiera y veinte Indicadores Socioeconómicos, así como sus respectivos manuales metodológicos.

CUADRO 1
Mecanismo de Seguimiento Macroeconómico de la Comunidad Andina

	Mecanismo	Indicador	Metas/Objetivos Comunitarios
Criterios de Convergencia	Inflación	Tasa de variación anual (fin de periodo)	Inflación anual de un dígito.
	Déficit Fiscal	Resultado del Sector Público No financiero (como % del PIB)	A partir de 2002 eventuales déficit no excederán el 3% del PIB.
	Deuda Pública	Deuda Externa e interna del Sector Público Consolidado (como % del PIB)	No excederá el 50% del PIB al final de cada ejercicio económico.
Indicadores de Vulnerabilidad	Fiscal	10 indicadores	Mostrar el grado de exposición de la política fiscal de un país a factores económicos internos y externos, políticos y sociales.
	Externo	9 indicadores	Evaluar la capacidad de respuesta de la economía de un país ante choques externos y/o cambios en las condiciones de financiamiento proveniente del extranjero.
	Socioeconómico	20 indicadores	Conocer el avance de las condiciones socioeconómicas de la población de los Países Miembros, en áreas como pobreza, desigualdad, desarrollo humano, nutrición, salud, educación, empleo, vivienda, medio ambiente, crecimiento y gasto social.
	Financiero	12 indicadores	Medir con anticipación eventuales situaciones de riesgo y vulnerabilidades del sistema financiero andino, considerando indicadores como profundización financiera, bancarización, solvencia, apalancamiento financiero, carteras de crédito, rentabilidad, eficiencia, liquidez e intermediación financiera.

Elaborado por la SGCAN

El seguimiento de estos indicadores es recogido en la presente publicación, a través de los Informes de Seguimiento que los Países Miembros presentan anualmente, buscando consolidar el proceso de armonización, el fortalecimiento del diálogo y la cooperación entre los países.

Desempeño macroeconómico y evaluación del cumplimiento de las metas de convergencia en la Comunidad Andina

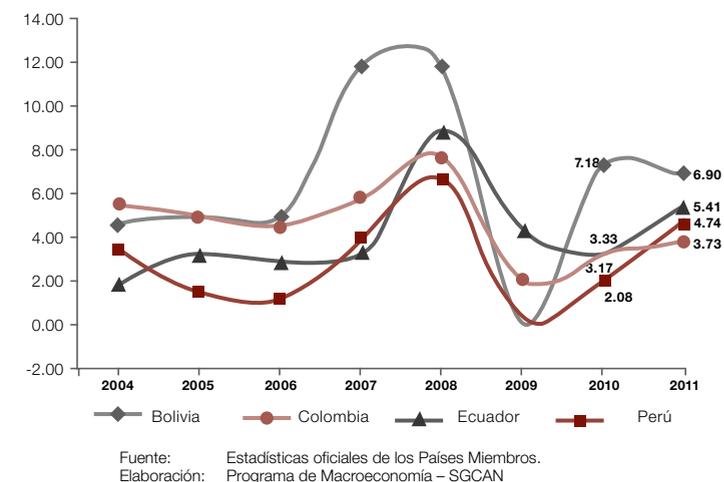
Inflación Anual

La primera meta de convergencia macroeconómica definida por la Comunidad Andina fue mantener una inflación de un solo dígito. En el año 2011, los países andinos cumplieron esta meta. La tasa de inflación más elevada le pertenece a Bolivia con 6.90%, seguida por Ecuador, 5.41%; Perú, 4.74% y Colombia, 3.73%. Sin embargo, cabe mencionar que el caso boliviano es el único en el que se registró una menor tasa de inflación que en el 2010.

En Bolivia, el gradual descenso de la inflación en el 2011 respondió principalmente a la mitigación de presiones inflacionarias externas, a la moderación de la inflación de alimentos en virtud a políticas gubernamentales para normalizar el abastecimiento del mercado interno y a las expectativas a la baja por parte del público.

Colombia tuvo la menor tasa de inflación de la región en el 2011 (3.73%), sin embargo fue una cifra superior al punto medio de su rango meta de largo plazo ($3\% \pm 1\%$), lo que es explicado principalmente por la aceleración en el rubro alimentos, que desde mayo de 2011 ha sido afectado por factores climáticos (cabe mencionar que en octubre la inflación total se ubicó levemente por encima de 4%). También habrían contribuido a esta tendencia los altos precios internacionales de materias primas, una demanda interna muy dinámica y la depreciación del peso en la segunda mitad del año.

GRÁFICO 2
Comunidad Andina: Inflación
-tasa de variación anual del IPC a fin de período-



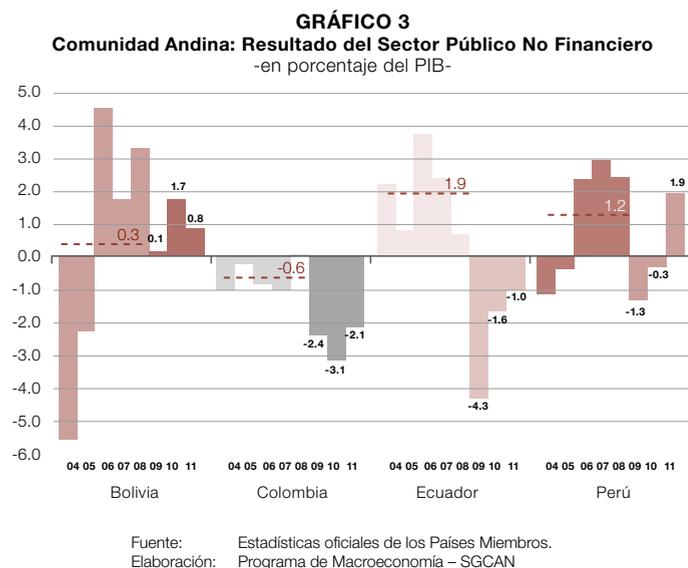
En Ecuador, la tasa de inflación anual del 2011 fue de 5.41%, superior a la meta nacional proyectada a inicios de 2011. El impulso asociado al mayor gasto público habría colaborado para que la demanda de bienes y servicios se mantenga elevada y presione sobre los precios.

Por su parte, la tasa de inflación anual en Perú en el año 2011 fue de 4.74%, por encima del rango meta del Banco Central de Reserva del Perú (1% y 3%). La mayor inflación se explicó principalmente por choques internos asociados a anomalías climáticas que afectaron la oferta de algunos productos agrícolas perecederos.

Resultado del Sector Público No Financiero

La segunda meta de convergencia para los países andinos hace referencia al déficit del Sector Público No Financiero (SPNF), el que no debería exceder del 3% del PIB.

Durante el 2011 la consolidación fiscal continuó en los países andinos, respaldados por el crecimiento y los ingresos provenientes de las materias primas. Los Países Miembros registraron un adecuado cumplimiento de esta meta en el año 2011. Sin embargo, hay que tomar en cuenta que en algunos países los déficits fiscales se mantienen por encima de los niveles anteriores a la crisis.



En el caso de Bolivia, se alcanzó un superávit fiscal de 0.8% del PIB, registrándose un saldo positivo por sexto año consecutivo. Para el último año, el superávit se explica principalmente por la mayor eficiencia tributaria, el dinamismo de la economía y el incremento en los ingresos provenientes de los hidrocarburos por el incremento al valor en ventas de gas natural a Argentina y Brasil.

Colombia para el año 2011, tuvo un déficit del sector público no financiero de 2.1% del PIB, inferior a la meta comunitaria. Su resultado fiscal incorpora los costos de la emergencia invernal que afectó a ese país; pero mejora con respecto al año anterior, debido al mayor crecimiento de la economía.

En el año 2011, Ecuador registró un déficit fiscal de 1.0% del PIB. La mejora con respecto al 2010 se debe principalmente al mayor dinamismo de los ingresos del sector público no financiero como resultado del incremento del precio del barril de petróleo en los mercados internacionales, y a la estabilización de las metas operativas del sector petrolero y las mayores recaudaciones tributarias, a pesar del mayor dinamismo en el gasto público en especial el gasto de capital.

En el caso de Perú, en el año 2011 registró un superávit de 1.9% del PIB debido a un crecimiento de los ingresos públicos consistente con el buen desempeño de la actividad económica y los elevados precios de los *commodities*. En los primeros meses del año se impusieron algunos límites al gasto público con el objetivo de recuperar un espacio fiscal en un escenario de alta incertidumbre en los mercados internacionales.

Deuda Pública

El tercer criterio de convergencia está referido al endeudamiento público y establece que el saldo de la deuda pública, tanto externa como interna, del sector público consolidado no debe exceder el 50% del PIB, al final de cada ejercicio económico.

En Bolivia, el indicador de deuda pública mejoró en los últimos años, ubicándose en 35.1% para el año 2011. El saldo de la deuda pública de Bolivia alcanzó a US\$ 8,637 millones, del cual 41.4% corresponde a deuda externa, 38.3% a deuda interna del SPNF y 20.3% a deuda interna del BCB.

Por su parte, en Colombia la deuda pública del 2011 representó el 41.4% del PIB, debido a anuncios positivos en materia fiscal, tales como un recaudo tributario adicional al presupuestado durante el primer trimestre del año y el incremento

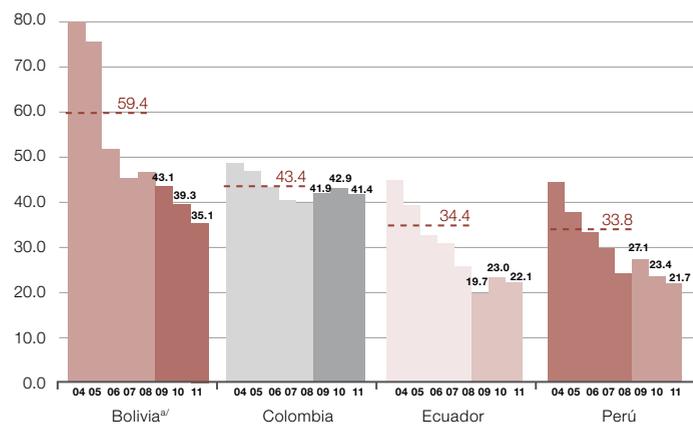
de la meta de recaudo, la aprobación de la Ley de la Regla Fiscal por parte del Congreso de la República, la reducción del déficit proyectado para el año 2012 y los resultados favorables en la colocación de un bono global así como la mejora a grado de inversión, que las agencias Standard & Poors, Moody's y Fitch Ratings hicieron a la calificación de la deuda en moneda extranjera de Colombia durante el primer semestre del 2011.

En la presente edición del libro "Convergencia Macroeconómica Andina 2011", se presentan los Informes de Seguimiento del Cumplimiento de las Metas de Convergencia Macroeconómica de cada uno de los Países Miembros de la Comunidad Andina, donde, a un nivel mayor de detalle, se explica la evolución macro de sus economías, así como las políticas económicas adoptadas, entre ellas las de carácter anticíclico, en particular aquellas vinculadas con la consolidación de la recuperación económica y una posición preventiva ante la eventualidad de crisis futuras.

Asimismo, en esta edición se incluye un breve análisis sobre la definición de los Indicadores de Vulnerabilidad Financiera que se concretó mediante la Decisión 765, que permitió incorporar a la normativa andina doce indicadores y su respectivo manual metodológico.

Secretaría General de la Comunidad Andina – Junio 2012

GRÁFICO 4
Comunidad Andina: Endeudamiento Público
-en porcentaje del PIB -



Fuente: Estadísticas oficiales de los Países Miembros.
a/ Incluye deuda externa de corto plazo
Elaboración: Programa de Macroeconomía – SGCAN

En el caso de Ecuador, en el año 2011 el saldo de deuda fue de 22.1% del PIB, cifra que muestra el compromiso del país con el cumplimiento de la meta comunitaria andina y de su regla macrofiscal referida al límite de endeudamiento público menor al 40% del PIB.

El Perú ha visto una reducción de su nivel de endeudamiento en el año 2011, que fue de 21.7% del PIB. Ello se explica principalmente por la disminución de la deuda externa de 12.9% a 9.4 % del PBI.



Fuente: Quito Turismo

CAPÍTULO 1

INFORMES DE SEGUIMIENTO
DEL CUMPLIMIENTO DE LAS METAS DE
CONVERGENCIA MACROECONÓMICA
DE LOS PAÍSES ANDINOS

BOLIVIA



Foto: Agencia EFE

INFORME DE SEGUIMIENTO DE LAS METAS DE CONVERGENCIA MACROECONÓMICA DE BOLIVIA



Banco Central de Bolivia



Ministerio de Economía y
Finanzas Públicas
Estado Plurinacional de Bolivia

RESUMEN EJECUTIVO

El presente Informe analiza el desempeño económico del Estado Plurinacional (E.P.) de Bolivia durante 2011 y evalúa el cumplimiento de las metas del Programa de Acciones de Convergencia (PAC) de la Comunidad Andina de Naciones (CAN).

En términos de actividad, la economía boliviana tuvo un crecimiento más alto que en 2009 y 2010, denotando una de las trayectorias más estables y sostenidas en la región. En efecto, al tercer trimestre de 2011 la tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) fue de 5,1%, superando en 1,5pp (puntos porcentuales) al incremento registrado en similar periodo del año anterior y en 2,2pp al de 2009.

El crecimiento fue liderado por varias actividades no extractivas, entre las que destacaron el Transporte, almacenamiento y comunicaciones; los Servicios financieros y la Industria manufacturera. Asimismo, actividades extractivas no renovables incidieron positivamente en el PIB, como fue el caso de los hidrocarburos (por la mayor demanda de gas por parte de Argentina) y la minería. Por tipo de gasto, la demanda interna siguió apuntalando el crecimiento gracias a la dinámica del consumo privado y la contribución de la inversión pública y privada.

Por otra parte, al tercer trimestre de la gestión, el sector externo presentó nuevamente resultados favorables, hecho reflejado en un saldo positivo de la Balanza de Pagos equivalente al 5,3% del PIB y que fue explicado tanto por la cuenta corriente (en razón a una balanza comercial positiva y el incremento de remesas) y la cuenta capital y financiera. Este comportamiento permitió importantes ganancias de Reservas Internacionales Netas (RIN), que al 31 de diciembre de 2011 alcanzaron a \$us12.019 millones, un récord en la historia económica del país y que en términos del PIB se constituyó en uno de los niveles más altos de América Latina (49%).

Durante 2011, el sistema financiero continuó su crecimiento a un ritmo destacable. Los depósitos se incrementaron de modo sostenido, alcanzando un crecimiento de 18,7%. A su turno, los créditos registraron un crecimiento de 23%, lo que implicó un aumento de Bs11.245 millones durante el año, la variación absoluta más alta en la historia económica del país. En el mismo sentido, un porcentaje creciente y mayoritario de los depósitos y créditos se encuentra en moneda nacional, a diferencia de años anteriores donde la mayoría de las operaciones financieras se realizaban en moneda extranjera. Además, los indicadores de calidad de cartera, solvencia, eficiencia y liquidez continuaron reflejando un sistema financiero sólido y estable.

Las políticas económicas del Gobierno Nacional, ejecutadas de modo coordinado entre el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP), el Banco Central de Bolivia (BCB) y otros órganos del Estado, fueron determinantes para los buenos resultados obtenidos.

En primer lugar, la política fiscal tuvo un desempeño positivo, con una administración prudente de los recursos estatales, caracterizada por una serie de medidas orientadas

a incrementar de forma sostenida los ingresos y con una focalización del gasto en políticas sociales y redistributivas, junto al incremento de la inversión pública en sectores estratégicos.

En efecto, en 2011 los ingresos totales alcanzaron a Bs75.615 millones, gracias al incremento de 23,7% en los ingresos corrientes respecto al año anterior. La expansión de los ingresos del Sector Público No Financiero (SPNF) fue resultado de la mayor eficiencia tributaria, el dinamismo de la economía, el crecimiento en los ingresos por hidrocarburos (derivado del incremento en el valor de ventas de gas natural a Argentina y Brasil) y la expansión en las ventas de las empresas públicas no hidrocarburíferas.

Por su parte, el gasto público se incrementó ligeramente con relación al año precedente, en virtud a la notable expansión de los gastos de capital, cercana al 50%. Este incremento se originó en la ejecución de la inversión de gobiernos subnacionales, empresas y otras entidades públicas, lo cual fue consistente con el rol preponderante asignado a la inversión pública en el marco del nuevo modelo económico vigente desde 2006. A su turno, el gasto corriente estuvo focalizado en políticas redistributivas y la mejora de los ingresos de la población, a partir de incrementos salariales en los sectores de educación, salud, seguridad interna y externa, el incremento del salario mínimo nacional, junto a la creación de ítems en educación y salud, además de crecientes transferencias a la población más vulnerable.

Con relación a la política monetaria, ésta actuó de forma proactiva y oportuna con el fin de moderar la emergencia de presiones inflacionarias. Fue así que en el primer trimestre del año se continuó incrementando la oferta de títulos de regulación monetaria, en línea con la evolución ascendente de la variación de precios y el aumento previsto del crédito del BCB al sector público en un escenario de alta liquidez en el sistema financiero.

No obstante, a partir del mes de abril y en virtud a la estabilización y posterior disminución de las presiones inflacionarias, entre otros factores, la oferta de títulos se mantuvo constante. Lo anterior ocurrió hasta el último trimestre del año, período en el cual se incrementó temporalmente dicha oferta con el fin de proporcionar mayor margen de acción a la política monetaria en 2012. Otras herramientas como las modificaciones en los requerimientos de encaje, el cambio en la administración delegada de recursos públicos de tres bancos a uno solo y el mayor dinamismo de las colocaciones directas de títulos al público con rendimientos atractivos, contribuyeron también a regular la liquidez.

En el mismo sentido, en lo que concierne a la política cambiaria, ésta mantuvo su orientación a la apreciación iniciada en noviembre de 2010, de modo concordante con la evolución del contexto externo. En efecto, el boliviano fue apreciado a un ritmo mayor en el primer semestre de 2011, en respuesta a la mayor inflación importada originada en el alza de precios internacionales de *commodities* y la apreciación de las monedas de los socios comerciales. Posteriormente, en la segunda mitad del año el ritmo de apreciación se atenuó en la medida que se evidenció una desaceleración de la economía mundial y la mitigación de las presiones inflacionarias externas.

Es oportuno señalar que, al igual que en años previos, la política de apreciación de la moneda nacional no sólo contribuyó al control de la inflación importada, sino también fue relevante para profundizar la bolivianización del sistema financiero e impulsar la acumulación de reservas internacionales. Cabe destacar que la política cambiaria ha velado también por mantener el tipo de cambio real en torno a aquel determinado por sus fundamentos.

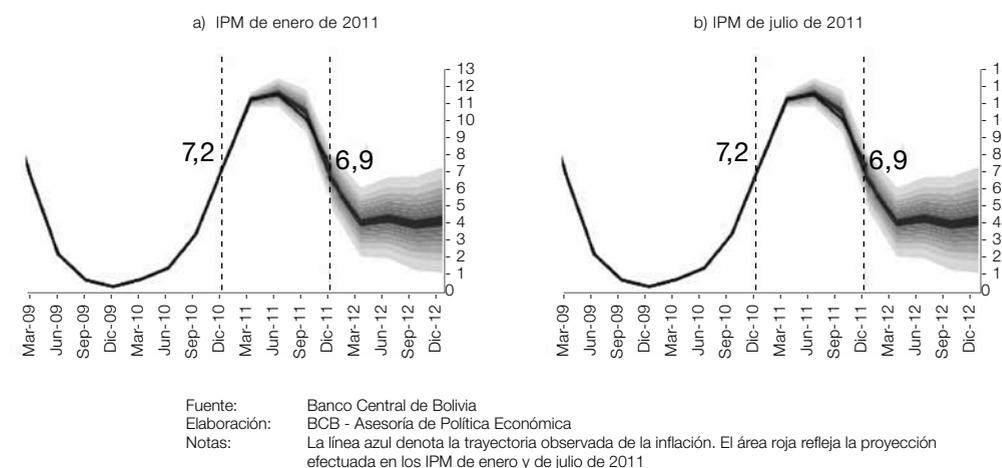
En lo referente a los criterios de convergencia de la CAN establecidos en el PAC del E.P. de Bolivia para 2011, cabe mencionar que todos fueron cumplidos satisfactoriamente. El primero señalaba que la inflación no debía superar un dígito, hecho verificado puesto que la tasa de inflación acumulada al cierre del año fue de 6,9%. Por su parte, el segundo estipulaba que el déficit del SPNF no debía exceder el 3% del PIB. En 2011, de manera consecutiva y por sexta vez, se registró un superávit fiscal, que alcanzó al 0,8% del PIB, cumpliendo de modo holgado el criterio de convergencia. Finalmente, el tercero se refería al endeudamiento público, estableciendo que el saldo de la deuda total (externa e interna) del sector público consolidado no debía exceder el 50% del PIB. Al cierre de 2011, el ratio Deuda Total / PIB fue de 35,1%, cumpliéndose con holgura el criterio de convergencia.

I. ASPECTOS FUNDAMENTALES PARA LA EVALUACIÓN DE LAS METAS DE CONVERGENCIA ECONÓMICA

Las metas de convergencia macroeconómica establecidas por la CAN para todos los miembros de la Comunidad se vinculan a tres variables: inflación, déficit fiscal y endeudamiento público. Para el año 2011, se contemplaba una inflación no mayor a un dígito, un déficit fiscal no superior al 3% del PIB y la continuidad de un endeudamiento menor al 50% del PIB.

- a) El primer criterio de convergencia establece que la variación de precios no debe superar un dígito; es decir, debe ser menor a 10%, objetivo que se cumplió en 2011. En términos de la meta de variación de precios, después de seguir una senda ascendente en el primer trimestre de 2011, la inflación interanual moderó su ritmo de crecimiento desde abril para descender continuamente en el segundo semestre, convergiendo a una tasa de 6,9% al cierre del año (en línea con la meta del PAC). Cabe señalar que en 2011 la variación de precios evolucionó de modo consistente con el objetivo de las políticas económicas planteadas en el Acuerdo de Decisión de Ejecución del Programa Fiscal-Financiero firmado entre el MEFP y el BCB en enero de 2011, donde se fijó un objetivo de 6% para la inflación anual. La evolución de la inflación en el año también fue coherente con las proyecciones efectuadas en este documento y en los Informes de Política Monetaria (IPM) del BCB de enero y julio de 2011 (**Gráfico 1**).

GRÁFICO 1
Evolución del IPC observado y proyectado
(Variación anual, en porcentaje)



La moderación y gradual descenso de la inflación en 2011 respondió principalmente a: i) la mitigación de presiones inflacionarias externas; ii) la moderación de la inflación de alimentos en virtud a políticas gubernamentales para normalizar el abastecimiento del mercado interno; y iii) expectativas inflacionarias a la baja por parte del público. Las políticas del Órgano Ejecutivo (la promoción del abastecimiento en los mercados locales de alimentos, la importación directa de alimentos como azúcar y harina de trigo, la regulación y prohibición de exportaciones de alimentos escasos, el diferimiento arancelario a la importación de alimentos, la priorización de créditos del Banco de Desarrollo Productivo para la producción de alimentos y la menor liquidez por los depósitos del SPNF), y del BCB en materia monetaria y cambiaria fueron esenciales para el control de la inflación.

- b) Por su parte, el segundo criterio de convergencia estipuló que el déficit del SPNF no debía exceder el 3% del PIB. En 2011 y por sexto año consecutivo, las operaciones consolidadas del SPNF registraron un superávit, que alcanzó en esta oportunidad a Bs1.382 millones (equivalente al 0,8% del PIB), cumpliéndose con holgura el criterio establecido. Para el efecto, fueron importantes las políticas de crecimiento de los ingresos fiscales que se implementan desde 2006, los efectos de la nacionalización de los hidrocarburos, la operatividad de las empresas públicas y las medidas de austeridad en el gasto.
- c) Con relación al tercer criterio, éste se refiere al endeudamiento público y establece que el saldo de la deuda total (externa e interna) del sector público consolidado no debe exceder el 50% del PIB al final de cada ejercicio económico. Al cierre de 2011, el saldo de la deuda total alcanzó a \$us8.637 millones, de los cuales 41,4% correspondió a deuda externa total, 38,3% a deuda interna del SPNF y 20,3% a deuda interna del BCB por regulación monetaria. De esta manera, el ratio Deuda Total / PIB registrado fue de 35,1%, inferior al criterio de convergencia establecido.

II. EVALUACIÓN ECONÓMICA EN 2011

2.1 Sector Real

Comportamiento de la oferta sectorial

La información acumulada al tercer trimestre de 2011 muestra que la actividad económica fue impulsada por varias actividades no extractivas, donde destacaron los crecientes envíos de carga y el traslado de pasajeros a nivel interdepartamental, sobre todo por vía aérea, sumado al incremento del transporte de hidrocarburos por ductos, lo que dio como resultado un crecimiento de 6,02% del rubro Transporte, almacenamiento y comunicaciones con una incidencia de 0,67pp. También fue importante la dinámica de los Servicios financieros a las empresas y propiedad de la vivienda con un crecimiento de 5,53% y un aporte de 0,66pp al crecimiento global, avance que se debió principalmente al buen desempeño de las instituciones de ahorro y crédito. Al respecto, cabe destacar el crecimiento de la producción secundaria, en especial del sistema bancario, y la mayor intermediación de fondos prestables (producción imputada)¹ del sector, reflejando la notable profundización del sistema financiero que se tradujo en incrementos importantes de depósitos y en un crecimiento de cartera no observado históricamente. Adicionalmente, la producción secundaria de las Compañías de Seguros también registró un incremento significativo.

La industria manufacturera tuvo un aporte importante de 0,55pp al crecimiento, con una variación acumulada de 3,23%. Analizando los componentes de la actividad industrial se debe destacar, en orden de importancia, a la producción de alimentos, bebidas y tabaco, minerales no metálicos y refinados de petróleo. En el primer caso resaltan los productos cárnicos, los productos de panadería y la actividad cervecera; en el segundo la producción de cemento y otras piedras calizas para la construcción; y, en el último, la gasolina. Cabe destacar que la industria manufacturera es un sector muy importante y el primero en magnitud al interior de la producción agregada nacional con una participación histórica de 14,3% en el PIB del período 1988-2010.

Por su parte, los Servicios de la Administración Pública crecieron en 5,03% con una incidencia de 0,45pp, por acciones destinadas principalmente a mejorar la calidad de vida y el bienestar de la población.

Asimismo, fue notoria la recuperación del sector agropecuario que mostró un incremento de 3,02%, con un aporte de 0,41pp al crecimiento global, luego de experimentar los efectos adversos de fenómenos climáticos en 2010. Las políticas del Órgano Ejecutivo de apoyo al acopio, riego y producción de productos agrícolas tuvieron un efecto importante en el mencionado repunte. En este marco, se evidenciaron aumentos destacables de productos industriales como la soya (y

derivados), azúcar, arroz y otros; así como de productos agrícolas no industriales, entre ellos varios artículos alimenticios como cereales y, sobre todo, verduras y fruta. Los productos pecuarios también tuvieron un desempeño positivo, destacando la crianza de pollos y vacunos para la provisión de carne. El resto de las actividades no extractivas mostraron incidencias similares a los años previos (**Cuadro 1**).

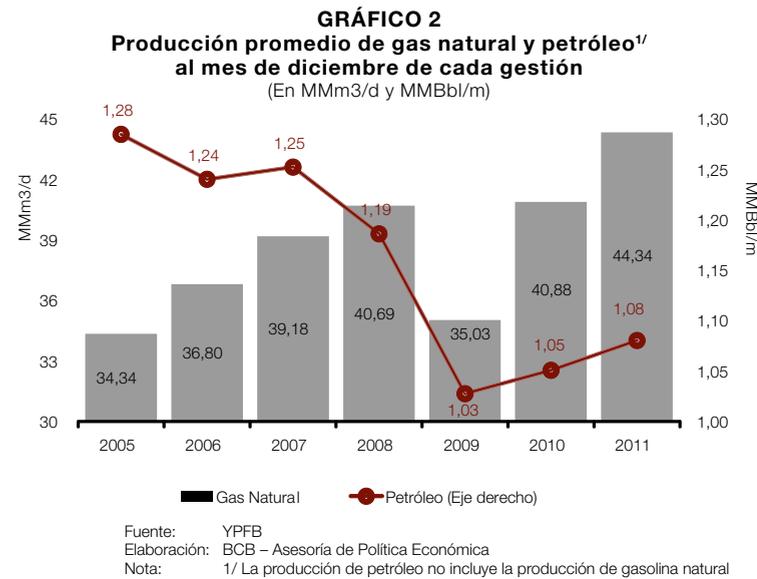
CUADRO 1
Crecimiento e incidencias acumuladas
por actividad económica
(En porcentajes y puntos porcentuales)

	Crecimiento		Incidencias	
	T3-10p	T3-11p	T3-10p	T3-11p
PIB a precios de mercado	3,59	5,07	3,59	5,07
Impuestos Indirectos	4,84	14,04	0,42	1,24
PIB a precios básicos	3,47	4,21	3,17	3,83
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	-1,25	3,02	-0,18	0,41
Petróleo crudo y gas natural	9,94	7,91	0,56	0,47
Minerales metálicos y no metálicos	-3,31	4,18	-0,23	0,27
Industria manufacturera	-3,34	3,23	0,57	0,55
Electricidad, gas y agua	6,51	7,64	0,12	0,15
Construcción	8,55	7,21	0,24	0,21
Comercio	4,12	3,41	0,35	0,29
Transporte y comunicaciones	6,99	6,02	0,76	0,67
Servicios financieros, a las empresas y propiedad de la vivienda	5,15	5,53	0,60	0,66
Servicios de la administración pública	4,03	5,03	0,36	0,45
Otros servicios	3,34	2,89	0,23	0,20
Servicios bancarios imputados	5,72	12,76	-0,21	-0,48
PIB pb act.extractivas	2,66	5,98	0,33	0,74
PIB pb actividades no extractivas	3,59	3,93	2,83	3,10

Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Elaboración: BCB – Asesoría de Política Económica
Nota: (p) Cifras preliminares
(pb) Precios básicos

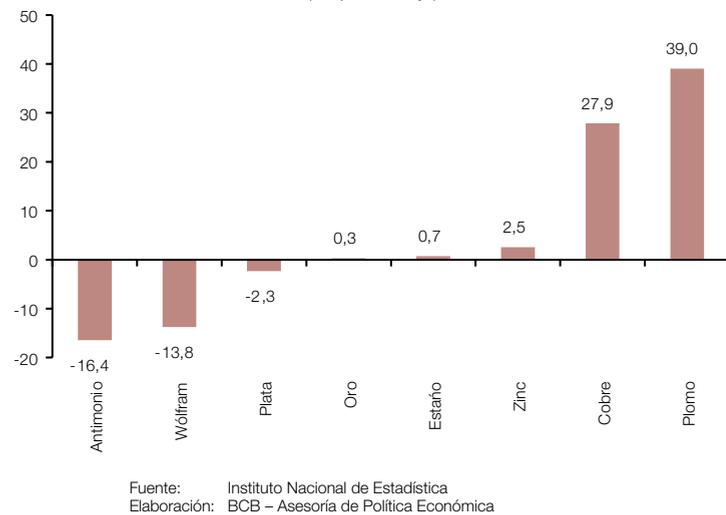
Respecto a las actividades extractivas no renovables, el sector de hidrocarburos mostró un crecimiento de 7,91% con una contribución al PIB de 0,47pp. Se registraron mayores niveles de producción tanto de petróleo como de gas natural principalmente por la suscripción de la Adenda al contrato ENARSA con Argentina. En efecto, la producción de gas natural en 2011 alcanzó a 44,34 millones de metros cúbicos por día (MMm³/d), mayor en 3,46MMm³/d (8,46%) a la de similar periodo de 2010. Acorde con esta dinámica la producción de petróleo crudo y condensado se incrementó en 29,62 Barriles por mes (Bbl/m), consistente con los continuos incrementos en la producción de líquidos registrados desde diciembre de 2010 (**Gráfico 2**).

1. De acuerdo con la contabilidad nacional, el valor de producción de los servicios financieros se contabiliza a partir de las siguientes actividades: Banca, Mutuales de Ahorro y Préstamo, Fondos Financieros Privados, otras instituciones financieras, y Compañías de Seguros. Estas se clasifican en: Producción principal (que contabiliza los ingresos por comisiones y ganancias por operaciones de cambio), producción secundaria (ingresos por oficina jurídica, alquileres, asesoramiento y otros ingresos operativos), y producción imputada (intereses recibidos menos intereses pagados).



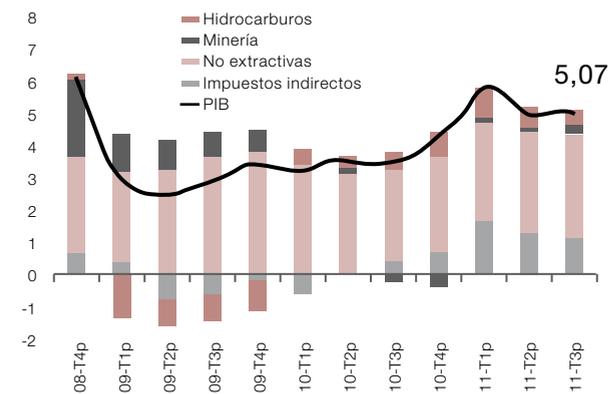
Por su parte, el repunte de la minería (4,18%) se explicó principalmente por los incrementos en la producción de plomo, cobre y zinc, que contrarrestaron los retrocesos en la producción de antimonio, wólfram y plata (**Gráfico 3**).

GRÁFICO 3
Variación anual de la producción física de minerales a septiembre de 2011
 (En porcentaje)



En suma, las actividades no extractivas aportaron al crecimiento económico con una incidencia de 3,10pp, mientras que la contribución de las actividades extractivas no renovables fue de 0,74pp, que junto con la incidencia de impuestos indirectos (1,24pp) dieron como resultado el crecimiento global de 5,07% (**Gráfico 4**).

GRÁFICO 4
Incidencias de las actividades extractivas no renovables y no extractivas en la variación acumulada del PIB
 (En puntos porcentuales y porcentajes)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística
 Elaboración: BCB – Asesoría de Política Económica
 Nota: (p) Cifras preliminares

Comportamiento de la demanda agregada

Por tipo de gasto, el consumo privado tuvo una dinámica destacable (4,75% de crecimiento), con un aporte al PIB de 3,28pp, que denota la mejora sostenida en los ingresos de los consumidores (**Cuadro 2**). Por su parte, la inversión pública continuó aportando de manera importante al crecimiento, tal como lo hizo en años previos. Al respecto cabe señalar que el Presupuesto General del Estado (PGE) de 2011 estableció un monto de inversión pública superior a los \$us2.400 millones, destinados a proyectos de infraestructura, sociales, en sectores productivos y otros. La misma fue casi un tercio superior a la inversión pública de 2010 y se ejecutó con mayor impulso en la parte final del año, generando un mayor dinamismo de la actividad agregada.

Finalmente, los incrementos en la incidencia y crecimiento del consumo público se asocian fundamentalmente a aumentos salariales en los sectores de educación, salud, FFAA y policía, y la creación de ítems en los dos primeros sectores.

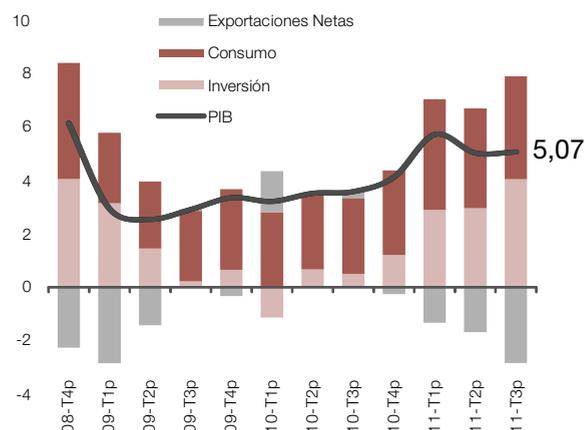
CUADRO 2
Crecimiento e incidencias acumuladas por tipo de gasto
(En porcentajes y puntos porcentuales)

	Crecimiento		Incidencias	
	T3-10p	T3-11p	T3-10p	T3-11p
PIB	3,59	5,07	3,59	5,07
Consumo	3,55	4,83	2,84	3,85
Público	3,23	5,32	0,35	0,57
Privado	3,61	4,75	2,49	3,28
Inversión	2,83	22,74	0,51	4,05
Variación de existencias	-	-	-0,56	1,90
FBKF	7,63	14,76	1,07	2,15
Exportaciones netas	10,68	-117,04	0,24	-2,83
Exportaciones	10,86	1,96	3,27	0,63
Importaciones	10,88	11,64	3,02	3,46
Demanda interna	3,42	8,10	3,34	7,90

Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Elaboración: BCB – Asesoría de Política Económica
Nota: (p) Cifras preliminares

En síntesis, la demanda interna continuó apuntalando la actividad económica mostrando un avance de 8,10% y un aporte al crecimiento del PIB de 7,90pp, por el buen desempeño del consumo de los hogares, la inversión pública y el repunte de la inversión privada. Contrasta la incidencia negativa de las exportaciones netas en términos reales, debido a la mayor importación, principalmente de bienes de capital (**Gráfico 5**).

GRÁFICO 5
Crecimiento del PIB e incidencias acumuladas
(En porcentajes y puntos porcentuales)

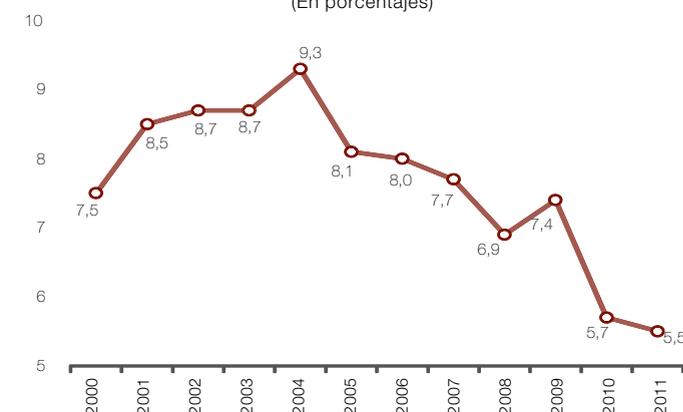


Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Elaboración: BCB – Asesoría de Política Económica
Nota: (p) Cifras preliminares

Indicadores de empleo

Los indicadores de empleo mostraron mejoras significativas en los últimos años. Una muestra de ello es el descenso sostenido en la tasa de desempleo urbano, que alcanzó una cifra de 5,5% en 2011, la más baja del período 2000-2011 (**Gráfico 6**). Los mayores niveles de empleo observados fueron congruentes con el crecimiento de la actividad económica nacional, promovido a su vez por la dinámica de la demanda interna, y el crecimiento del número de empresas. Las políticas del Gobierno Nacional, como la creación de nuevos ítems en los sectores de salud y educación, la promoción al empleo a través de créditos del Banco de Desarrollo Productivo (BDP), junto a las políticas de redistribución y de incremento del salario mínimo, permitieron un crecimiento de los niveles de ocupación de la población así como la mejora de sus condiciones laborales. Cabe acotar que en 2011 el nivel de desempleo del país fue uno de los más bajos de la región.

GRÁFICO 6
Tasa de desempleo urbano 2000-2011
(En porcentajes)



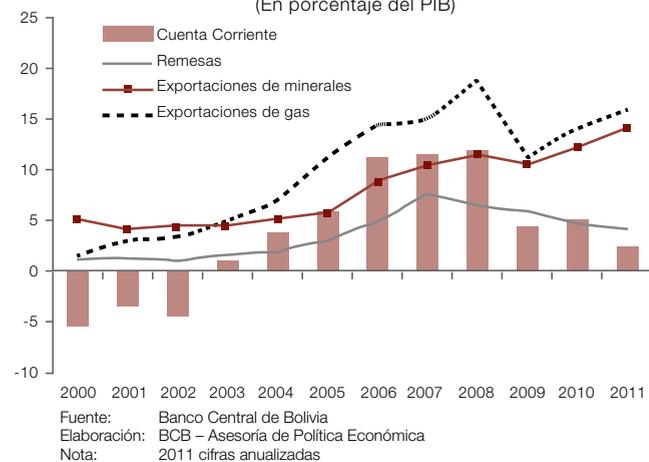
Fuente: Instituto Nacional de Estadística –UDAPE- MEFP
Elaboración: BCB – Asesoría de Política Económica
Notas: (p) Cifras preliminares
Los datos de 2008 corresponden a estimaciones de UDAPE.
Las cifras de 2009 y 2010 corresponden a datos del último trimestre de la Encuesta Trimestral de empleo del INE. La información de 2011 corresponde segundo trimestre del año; fue recopilada por la Encuesta Trimestral de empleo del INE.

2.2 Sector Externo

Saldo de la balanza comercial y cuenta corriente

En 2011 se registró nuevamente un balance positivo en las cuentas externas de Bolivia, en un escenario donde los precios internacionales de casi todos los productos de exportación experimentaron incrementos promedio con relación a 2010. El superávit en la cuenta corriente fue resultado principalmente de una balanza comercial positiva y de las remesas de trabajadores bolivianos residentes en el exterior (**Gráfico 7**).

GRÁFICO 7
Componentes de la cuenta corriente de la Balanza de Pagos
(En porcentaje del PIB)



El superávit en las cuentas externas a diciembre de 2011 incrementó las reservas internacionales netas y mejoró la solvencia del país frente al resto del mundo, hecho reflejado a través de una Posición de Inversión Internacional positiva, que en 2011 y por cuarto año consecutivo presentó un resultado neto acreedor (**Cuadro 3**).

CUADRO 3
Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional
(Millones de dólares y porcentajes)

Detalle	Enero - Diciembre			Variación	
	2009 ^p	2010 ^p	2011 ^p	Absoluta	%
Balanza de Pagos	325,2	923,0	2.160,0	1.237,0	134,0
Cuenta Corriente	745,8	968,6	537,2	-431,4	-44,5
Cuenta Capital y Financiera	-28,7	916,9	1.528,4	611,5	66,7
Cuenta Capital y Financiera ^{1/}	-420,6	-45,6	1.622,8	1.668,4	
Posición de Inversión Internacional	3.237,6	3.323,3	4.167,4	844,1	25,4
Activos Externos	13.406,2	14.144,5	16.492,1	2.347,6	16,6
d/c Activos de Reserva del BCB	8.580,5	9.730,2	12.019,0	2.288,8	23,5
Pasivos Externos	10.168,6	10.821,2	12.324,7	1.503,5	13,9
d/c Inversión Extranjera Directa	6.421,1	6.869,1	7.728,0	858,9	12,5
d/c Deuda Externa Pública ^{2/}	2.729,2	3.058,5	3.577,7	519,2	17,0

Fuente: Banco Central de Bolivia
Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica
Notas: ^{1/} Incluye errores y omisiones
^{2/} Incluye deuda de corto plazo
p Cifras preliminares.

En 2011, la Balanza de Pagos registró un superávit global de \$us2.160 millones, resultado del superávit en cuenta corriente (2,2% del PIB) y en la cuenta capital y financiera (6,3% del PIB, **Cuadro 4**). Este comportamiento determinó un incremento de las reservas internacionales brutas cuyo saldo a diciembre de 2011 totalizó \$us12.019 millones, monto equivalente a 16 meses de importaciones de bienes y servicios, superando ampliamente al nivel normal de 3 a 4 meses. El saldo anual de la balanza de pagos alcanzó a 9% del PIB.

CUADRO 4
Balanza de Pagos: enero-diciembre 2009-2011
(En millones de dólares estadounidenses y porcentajes del PIB)

	2009 ^p	2010 ^p	2011 ^p
I. CUENTA CORRIENTE	745,8	968,6	537,2
1. Balanza Comercial	415,4	1.010,7	667,7
Exportaciones FOB	4.960,4	6.390,4	8.331,9
d/c gas natural	1.967,6	3.787,6	3.832,7
Importaciones CIF	4.544,9	5.379,7	7.664,2
2. Servicios	-209,0	-263,4	-321,9
3. Renta (neta)	-673,8	-860,1	-985,8
Intereses recibidos	194,7	89,6	105,8
d/c BCB	143,4	61,3	81,7
Intereses debidos	-130,3	-105,4	-142,4
Otra renta de la inversión (neta)	-765,9	-863,3	-976,4
Renta del trabajo (neta)	27,7	19,0	27,3
4. Transferencias	1.213,2	1.081,4	1.177,2
Oficiales (excluido HIPC)	181,3	137,3	187,4
Donaciones HIPC	13,4	13,0	8,2
Privadas	1.018,4	931,1	981,6
II. CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA	-28,7	916,9	1.528,4
1. Sector Público	237,8	263,4	536,8
Transferencias de capital	77,3	0,0	0,0
Préstamos de mediano y largo plazo (neto)	137,5	277,9	596,5
Otro capital público (neto) ^{1/}	23,0	-14,4	-59,7
2. Sector Privado	-266,5	653,4	991,5
Transferencias de capital	10,7	-7,2	5,9
Condonación de deudas	22,5	0,0	0,0
Inversión extranjera directa (neta)	425,7	671,8	858,9
Inversión de cartera (neta)	-153,6	90,1	156,0
Deuda privada neta de mediano y largo plazo ^{2/}	-123,8	-111,7	53,0
Deuda privada neta de corto plazo ^{2/ 3/}	-17,6	-23,1	64,0
Activos externos netos de corto plazo ^{4/}	-247,0	15,6	-23,5
Otro capital del sector privado	-183,4	17,8	-122,8
III. ERRORES Y OMISIONES	-391,9	-962,5	94,4
IV. BALANCE GLOBAL (I-II)	325,2	923,0	2.160,0
V. TOTAL FINANCIAMIENTO	-325,2	-923,0	-2.160,0
RIN BCB (aumento= negativo) ^{5/}	-325,2	-923,0	-2.160,0
Items pro memoria:			
Cuenta corriente (en % del PIB anual)	4,3	4,9	2,2
Cuenta capital y financiera (en % del PIB anual)	-0,2	4,6	6,3
Saldo de reservas brutas (RB) BCB	8.580,5	9.730,2	12.019,0
RB en meses de importaciones	19,5	18,2	16,4

Fuente: Banco Central de Bolivia
Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica
Notas: ^{1/} Incluye aportes y pasivos con organismos internacionales
^{2/} Excluye créditos intrafirma que se registran en inversión extranjera directa (IED)
^{3/} Excluye bancos y entidades financieras no bancarias
^{4/} Incluye bancos y entidades financieras no bancarias
^{5/} Reservas internacionales netas. Se considera tipo de cambio fijo para el DEG y precio fijo del oro
^{6/} En millones de dólares
^{7/} A tipos de cambio y precio del oro de fin de período
^{8/} Importaciones de bienes y servicios no factoriales del período
d/c Del cual
p Cifras preliminares

Endeudamiento externo

Al 31 de diciembre de 2011, el saldo de la deuda externa pública total llegó a \$us3.578 millones -Mediano y Largo Plazo (MLP) \$us3.486 millones y Corto Plazo (CP) \$us92 millones-, con un aumento del 17% respecto a diciembre de 2010 (\$us3.059 millones; **Cuadro 5**), debido a flujos netos positivos (esto es, desembolsos mayores a las amortizaciones de capital).

CUADRO 5
Estado de la deuda externa pública de corto, mediano y largo plazo
(En millones de dólares)

ACREEDOR	Saldo al 31/12/2010	Enero - Diciembre 2011					Saldo al 31/12/2011	Participación%
		Desembolsos efectivos	Amortización Efectiva	Alivio por Donación	Interés y comisión	Variaciones cambiarias		
A. Corto plazo	166,8	351,6	426,6	0,0	46,8	0,0	91,8	2,6
B. Mediano y largo plazo	2.892,2	770,3	174,3	8,2	57,0	-2,3	3.485,9	97,4
FMI	0,0					0,0		0,0
Multilaterales	2.287,9	485,1	148,7	2,5	42,3	-4,3	2.619,9	73,2
CAF	1.168,5	241,2	93,2		24,7	0,0	1.316,6	36,8
BID	629,4	176,6	42,3		11,9	0,2	764,0	21,4
Banco Mundial	355,1	45,1	2,7		2,8	-3,6	393,9	11,0
FIDA	45,9	3,0	1,9		0,4	-0,3	46,7	1,3
FND	37,0	4,9	0,8		0,4	-0,6	40,5	1,1
FONPLATA	30,1	11,5	5,9	2,5	1,5	0,0	35,7	1,0
OPEP	21,8	2,9	1,9		0,6	-0,1	22,7	0,6
Bilaterales	604,4	285,2	25,6	5,8	14,7	2,0	866,0	24,2
R.B. de Venezuela	311,1	116,4	9,0		3,5	0,0	418,5	11,7
Brasil	95,0	89,7	12,7		5,5	-0,1	172,0	4,8
R. Popular de China	82,2	78,0	0,2		4,3	4,1	164,1	4,6
Alemania	54,7	0,8	0,0		0,5	-1,4	54,1	1,5
Corea del Sur	20,9	0,0	0,5		0,5	-0,3	20,1	0,6
España	16,4	0,0	0,1	5,8	0,1	-0,1	16,2	0,5
Francia	10,0	0,2	1,3		0,1	-0,2	8,7	0,2
Italia	7,1	0,0	1,2		0,1	0,0	5,9	0,2
Argentina	7,0	0,0	0,7		0,2	0,0	6,3	0,2
TOTAL (A + B)	3.059,0	1.121,9	600,9	8,2	103,8	-2,3	3.577,7	100,0

Fuente: Banco Central de Bolivia
Elaboración: BCB – Asesoría de Política Económica

La Corporación Andina de Fomento (CAF), el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el Banco Mundial y la República Bolivariana (R.B.) de Venezuela son los principales acreedores externos de Bolivia: en conjunto representan el 80.9% del total del saldo de la deuda de MLP.

Los desembolsos de MLP en la gestión 2011 alcanzaron a \$us770 millones, de los cuales el 63% se originaron en fuentes de financiamiento multilateral; asimismo, fueron mayores a los de la gestión 2010 que alcanzaron a \$us538 millones. La variación positiva entre ambos años se debió principalmente a que la CAF, el BID y la R.B. de Venezuela incrementaron sus desembolsos. Estos recursos fueron destinados al sector transporte (principalmente infraestructura caminera) 40,8%, al sector hidrocarburos 15,1%, a saneamiento básico 7,8% y a préstamos multisectoriales 7%, entre los más importantes.

El servicio efectivamente pagado de la deuda pública externa de MLP alcanzó a \$us231 millones (\$us174 millones por principal y \$us57 millones por intereses). Con relación a la gestión 2010, se observó una disminución de \$us71 millones debido principalmente a menores pagos a la R.B. de Venezuela. Las transferencias netas de MLP alcanzaron a un saldo positivo de \$us539 millones.

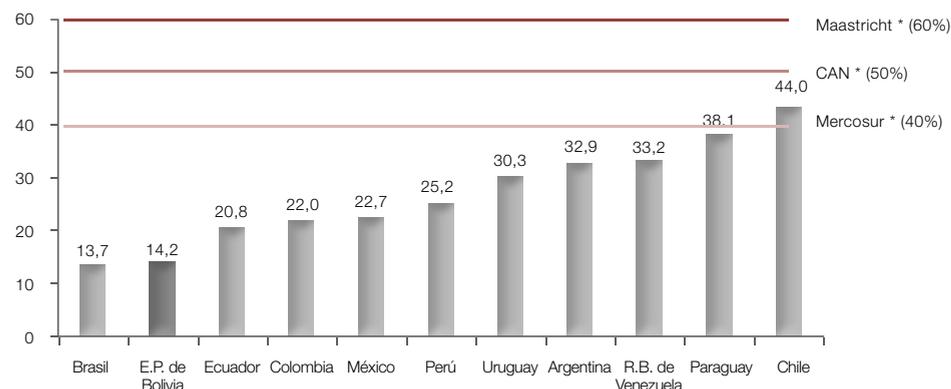
CUADRO 6
Transferencia neta de la deuda externa pública
(En millones de dólares)

ACREEDOR	Servicio Pagado			Alivio en flujos Hipoc-Donacion (3)	Transferencia Neta	
	Desembolsos (1)	Amortización (2)	Interés		Con Alivio (1)-(2)	Sin Alivio (1)-(2)-(3)
A. Corto plazo	351,6	426,6	46,8	0,0	-121,8	-121,8
B. Mediano y largo plazo	770,3	174,3	57,0	8,2	538,9	530,7
Multilaterales	485,1	148,7	42,3	2,5	294,1	291,7
CAF	241,2	93,2	24,7		123,3	123,3
BID	176,6	42,3	11,9		122,4	122,4
Banco Mundial	45,1	2,7	2,8		39,6	39,6
FIDA	3,0	1,9	0,4		0,7	0,7
FND	4,9	0,8	0,4		3,7	3,7
FONPLATA	11,5	5,9	1,5	2,5	4,1	1,6
OPEP	2,9	1,9	0,6		0,4	0,4
BILATERALES	285,2	25,6	14,7	5,8	244,8	239,0
R.B. de Venezuela	116,4	9,0	3,5		104,8	104,8
Brasil	89,7	12,7	5,5		71,6	71,6
R. Popular de China	78,0	0,2	4,3		73,6	73,6
Alemania	0,8	0,0	0,5		0,3	0,3
Corea del Sur	0,0	0,5	0,5		-1,0	-1,0
España	0,0	0,1	0,1	5,8	-0,2	-6,0
Francia	0,2	1,3	0,1		-1,2	-1,2
Italia	0,0	1,2	0,1		-1,3	-1,3
Argentina	0,0	0,7	0,2		-0,9	-0,9
TOTAL (A + B)	1.121,9	600,9	103,8	8,2	417,1	408,9

Fuente: Banco Central de Bolivia
Elaboración: BCB – Asesoría de Política Económica

En relación al PIB, la deuda externa pública de nuestro país es baja en comparación con otros países de la región (14,2%). Por otra parte, Brasil tiene uno de los índices más bajos de la región (13,7%). El **Gráfico 8** muestra el indicador de solvencia (Deuda Externa Nominal / PIB) para los países de América Latina.

GRÁFICO 8
Indicador de solvencia de la deuda externa en América Latina, 2011
(Deuda externa / PIB, en porcentajes)



Fuente: *Latin Consensus Forecast*, Enero 2012
Elaboración: BCB – Asesoría de Política Económica
Notas: Los datos de los países corresponden a 2011.
* Los umbrales Maastricht, CAN y Mercosur corresponden a ratios de solvencia para deuda pública total (externa e interna)

Reservas Internacionales Netas

A diciembre de 2011 las Reservas Internacionales Netas alcanzaron un nivel de \$us12.019 millones, \$us2.289 millones (24%) superior al saldo registrado en diciembre de 2010 y que constituye la cifra más alta alcanzada en la historia económica nacional. Los factores que explican este crecimiento fueron: los efectos de la nacionalización de los hidrocarburos, el superávit de la balanza comercial, remesas recibidas de los trabajadores bolivianos residentes en el exterior y el mayor uso de la moneda nacional en las operaciones financieras y transacciones corrientes.

Es importante destacar que, con el fin de diversificar las RIN, el BCB incrementó el valor del oro a través de la compra de oro monetario, así como realizó una inversión en dólares canadienses y australianos. Este elevado nivel de RIN garantiza la estabilidad macroeconómica y constituye el soporte y seguridad de la economía boliviana para hacer frente a shocks externos.

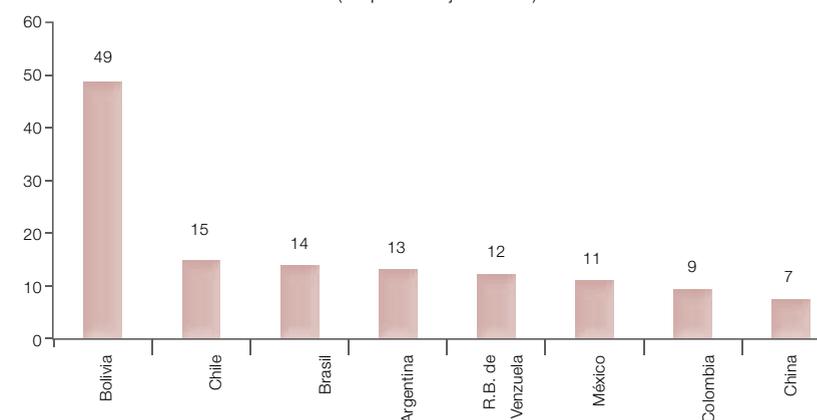
CUADRO 7
Reservas Internacionales Netas 2010-2011
(En millones de dólares)

DETALLE	Saldos a fines de:		Variación	
	2010	2011	ABSOLUTA	%
I) RESERVAS BRUTAS	9.730,2	12.019,0	2.288,8	23,5
1.a DIVISAS	7.866,2	9.643,9	1.777,7	22,6
Billetes	217,9	454,1	236,2	108,4
Depósitos Vista ^{1/}	2,4	3,9	1,5	62,8
Depósitos a plazo	537,3	1.512,4	975,2	181,5
Títulos Extranjeros	7.108,7	7.673,5	564,8	7,9
1.b Oro ^{2/}	1.596,2	2.109,1	512,9	32,1
1.c DEG	254,1	252,5	-1,6	-0,6
1.d Tramo de reserva con el FMI	13,7	13,6	-0,1	-0,9
II) OBLIGACIONES	0,5	0,5	0,0	-5,6
2.a FMI	0	0	0,0	0,0
2.b CREDITO RECIPROCO ALADI	0,5	0,5	0,0	-5,6
III) RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (I-II)	9.729,7	12.018,5	2.288,8	23,5

Fuente: Banco Central de Bolivia
Elaboración: BCB – Gerencia de Operaciones Internacionales
Notas: ^{1/} Incluye depósitos overnight
^{2/} No incluye monedas de oro

Al igual que en los últimos años, en 2011 Bolivia presentó el nivel más alto de reservas internacionales en porcentaje del PIB en América Latina y, por tanto, una sólida posición externa. En efecto, el nivel de RIN de la economía boliviana más que duplicó los porcentajes observados en otros países de la región, superando holgadamente los niveles de la economía china, que actualmente es el país con mayores reservas en términos absolutos en el mundo (**Gráfico 9**).

GRÁFICO 9
Reservas Internacionales Netas de países seleccionados
(En porcentaje del PIB)

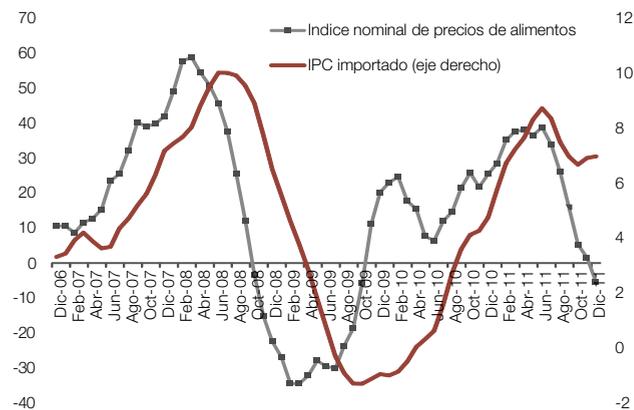


Fuente: *Bloomberg*, FMI
Elaboración: BCB – Gerencia de Operaciones Internacionales

Política cambiaria

Los incrementos en los precios de las materias primas (principalmente de alimentos), y la apreciación de las monedas de los socios comerciales son determinantes en el comportamiento de la inflación importada en Bolivia. Durante la primera mitad de 2011, en un entorno de nuevos incrementos en la inflación externa provocados por aumentos en los precios de commodities y apreciaciones de las monedas de la región, la apreciación del boliviano permitió mitigar estas presiones inflacionarias externas. En el segundo semestre, con la reducción de la calificación de riesgo a Estados Unidos y la crisis de deuda soberana en varias economías de la Eurozona, se experimentaron reducciones en los precios de los commodities, incluido el precio internacional de alimentos, que implicaron una caída de la inflación importada (**Gráfico 10**).

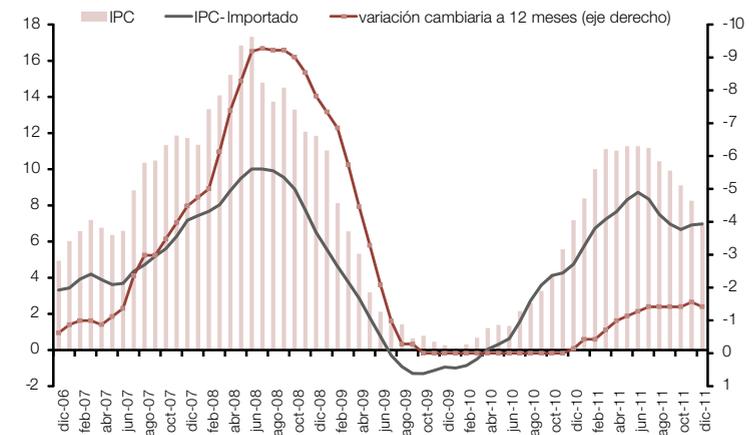
GRÁFICO 10
Índice de precios internacionales de alimentos de la FAO e inflación importada en Bolivia
(Variación porcentual a doce meses)



Fuente: FAO - Instituto Nacional de Estadística
Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica

El régimen cambiario vigente, caracterizado por una baja volatilidad, permitió continuar con las leves apreciaciones de la moneda. En la medida que la inflación de origen externo tendió a disminuir desde mediados del año, el ritmo de apreciación de la moneda nacional acompañó esa tendencia (**Gráfico 11**). La inflación importada en diciembre de 2011 fue 6,97%, siendo ésta 1,7pp menor a la tasa máxima alcanzada el mes de junio.

GRÁFICO 11
Apreciación nominal e inflación anual e importada
(Variación porcentual a doce meses)



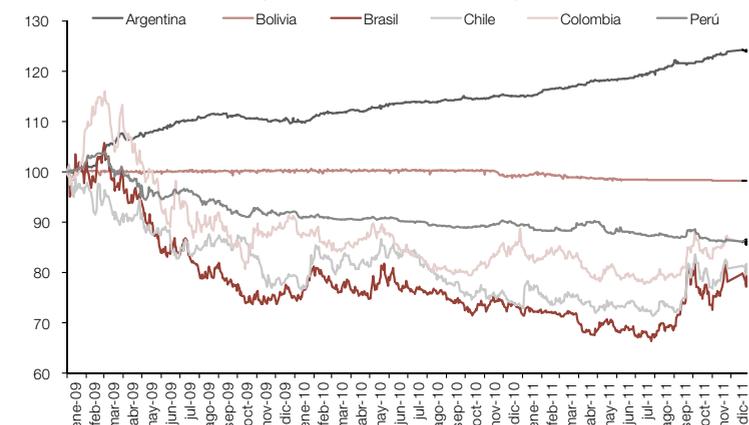
Fuente: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística
Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica

Orientación de la política cambiaria

Durante el primer semestre de 2011 el ritmo de apreciación mensual fue mayor, alcanzando en promedio a 0,14pp; mientras que en el segundo semestre el promedio fue de 0,05pp en virtud a que la inflación externa interanual disminuyó paulatinamente de 8,35% en julio a 6,97% en diciembre.

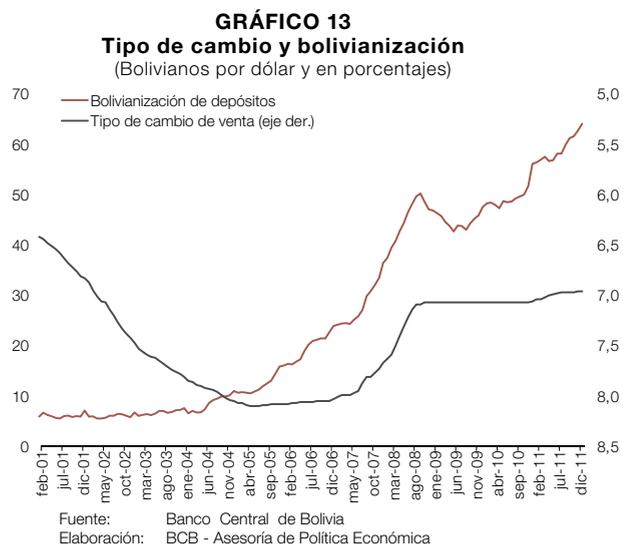
Hasta agosto las monedas de la región mantuvieron una tendencia hacia la apreciación, revirtiéndose en septiembre con cierta tendencia hacia la depreciación pero con un comportamiento bastante volátil. La volatilidad cambiaria ha sido mayor en otros países como Brasil, Chile y Colombia, concordantes con los regímenes monetarios y cambiarios adoptados por estas economías. En el caso de Bolivia, dado el régimen cambiario vigente (*crawling-peg*), las variaciones fueron mínimas lo que generó poca volatilidad (**Gráfico 12**).

GRÁFICO 12
Tipo de cambio nominal en economías seleccionadas^{1/}
(Índice, enero de 2009 = 100)



Fuente: Banco Central de Bolivia - Bloomberg
Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica
Nota: 1/ Para Bolivia se toma el tipo de cambio promedio ponderado de operaciones estándar y preferenciales del sistema financiero

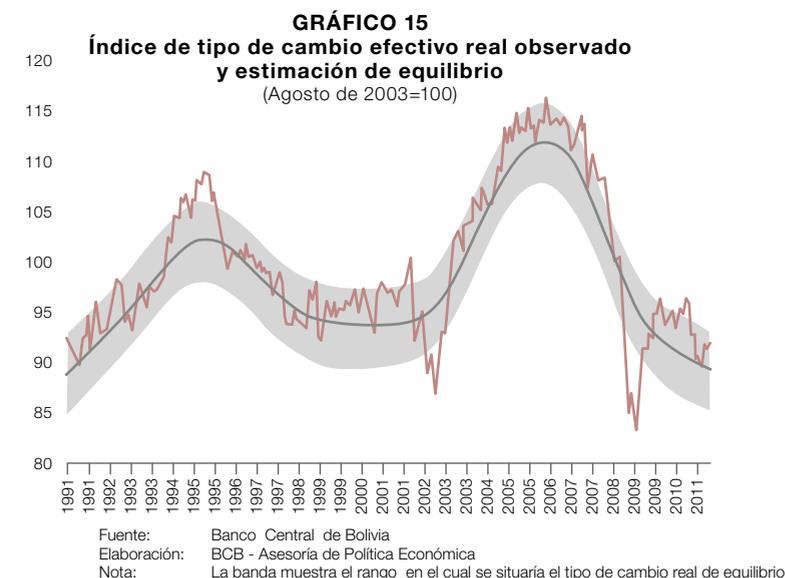
La política cambiaria y otras medidas adoptadas por el BCB en coordinación con el Órgano Ejecutivo, tal como establece la Constitución Política del Estado (CPE), a través del MEFP contribuyeron a profundizar la bolivianización del sistema financiero tanto en cartera como en depósitos. En el segundo semestre de 2011, la bolivianización de los depósitos alcanzó a 64,0% y aunque la apreciación fue leve, se observó claramente su influencia en la preferencia del público por la moneda nacional (**Gráfico 13**).



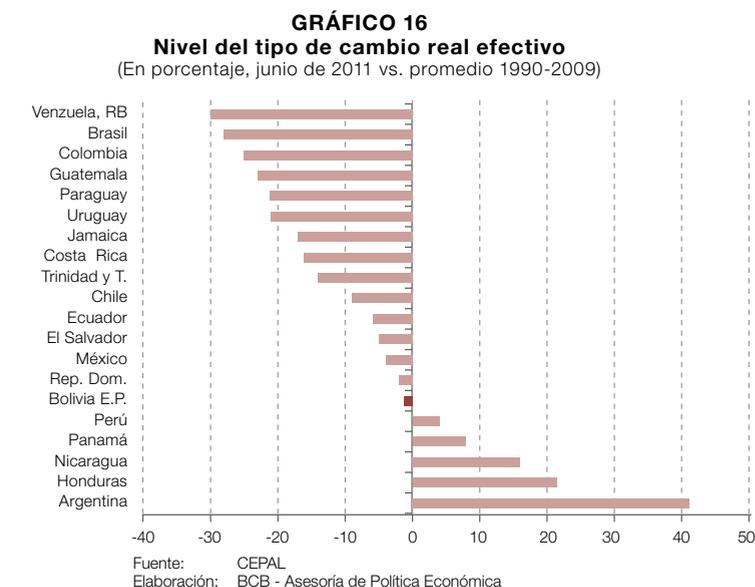
Adicionalmente, es importante señalar que el incremento de los precios de la mayoría de los productos de exportación fue mucho mayor a la apreciación. Por tanto, la disminución del valor de exportación, producto de un tipo de cambio levemente más bajo, se vio más que compensada por los mayores ingresos derivados de mejores precios externos (**Gráfico 14**).



La política cambiaria se ha enfocado no sólo en mantener controlada la inflación y profundizar el proceso de bolivianización, sino también ha velado por mantener el tipo de cambio real en torno a aquel determinado por sus fundamentos. En efecto, la comparación del Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real (ITCER) con su tendencia de largo plazo (aproximación del tipo de cambio real de equilibrio), da cuenta que en 2011 no se registraron desalineamientos cambiarios (**Gráfico 15**).



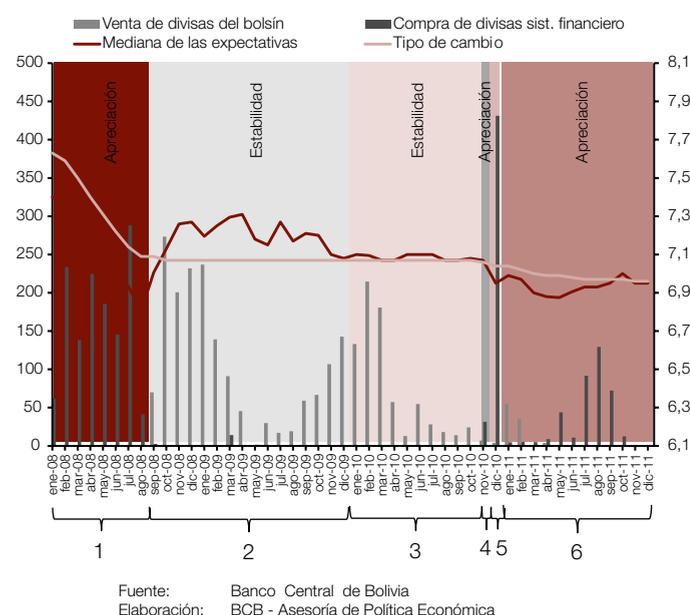
Asimismo, cálculos realizados por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), muestran que Bolivia ha sido el país cuyo ITCER se ha mantenido más cerca del promedio 1990-2009 que también puede considerarse como una proxy de su nivel de largo plazo (**Gráfico 16**). Es decir, Bolivia fue el país con menor desalineamiento del tipo de cambio real en la región en 2011.



Comportamiento de la oferta y demanda de dólares en el Bolsín

En Bolivia se ha observado una estrecha relación entre el mercado de divisas y la evolución de las expectativas del tipo de cambio. Durante episodios de apreciación cambiaria, en los que se vio afectada la composición de los portafolios de los agentes a favor del boliviano, las compras de divisas que realiza el BCB aumentaron claramente. De igual manera, en períodos en los que las expectativas de depreciación de la moneda nacional se incrementaron, se observó un aumento en las ventas de divisas por parte del BCB. Desde 2008 se distinguen seis etapas en las que los movimientos del tipo de cambio y las expectativas tuvieron efectos claros sobre la compra y venta de divisas (**Gráfico 17**).

GRÁFICO 17
Compra y venta de divisas, expectativas y tipo de cambio
 (En millones de dólares estadounidenses y bolivianos, eje derecho)



1. Entre enero y septiembre de 2008, el ritmo de apreciación fue en promedio 0,87%. Durante ese periodo las compras de divisas del BCB al sistema financiero ascendieron en promedio a \$us147 millones mensuales y a \$us1.322 millones acumulados, las cuales fueron acompañadas por expectativas de apreciación.
2. En el cuarto trimestre de 2008, en el contexto de la crisis económica-financiera internacional, las expectativas en el mercado cambiario local se alteraron, lo que se tradujo en un cese en las compras de divisas del BCB al sistema financiero y en una reactivación de las ventas. De octubre de 2008 a diciembre de 2009, las ventas alcanzaron en promedio mensual a \$us111 millones y a \$us1.660 millones acumulados. En este periodo el BCB decidió mantener fija la paridad cambiaria y ampliar la oferta diaria de divisas en el Bolsín (de \$us15 a \$us50 millones) para moderar las expectativas y preservar la remonetización alcanzada.

3. En la segunda parte del periodo de estabilidad (de enero a fines de noviembre de 2010), las expectativas tendieron a alinearse con el tipo de cambio oficial; y la venta de divisas disminuyó, situándose en promedio mensual en \$us74 millones y \$us744 millones acumulados. En ese periodo no se registraron compras.
4. A fines de 2010, la inflación importada se incrementó alcanzando en noviembre de ese año a 4,3%. En ese contexto, el 23 de noviembre se apreció la moneda nacional en un centavo (0,14%) y la compra de divisas al 24 de diciembre alcanzó a \$us436 millones.
5. En la última semana de diciembre de 2010, el sistema financiero sufrió una corrida bancaria por rumores infundados de revaluación abrupta del tipo de cambio. Las compras de divisas del BCB al sistema financiero entre el 25 y el 31 de diciembre alcanzaron a \$us27 millones.
6. Finalmente, durante 2011 se ha mantenido la política de apreciación de la moneda nacional, la que en promedio mensual fue del 0,10%. La compra de divisas alcanzó a \$us385 millones, superando ampliamente a las ventas. Esta etapa junto a la cuarta en realidad constituyen una sola, la cual fue interrumpida por el problema sistémico descrito en el periodo 5.

Los impactos de los movimientos del tipo de cambio en el mercado han sido claros en cada uno de los periodos señalados, mostrando de este modo la sensibilidad del sistema ante las medidas cambiarias adoptadas (**Cuadro 8**).

CUADRO 8
Movimientos del tipo de cambio, expectativas y compra/venta de divisas
 (En porcentajes y millones de dólares)

Periodo	Apreciación/Depreciación / Estabilidad	Mediana de las expectativas	Compra de divisas acumuladas	Venta de divisas acumuladas
1. (2008.01-2008.09)	Apreciación de 0,87 (9,9 anual)	Apreciación de 0,30 (3,6 anual)	1322	70
2. (2008.10-2009.12)	Estabilidad 0	Depreciación de 0,16 (1,9 anual)	16	1660
3. (2010.01-2010.11.22)	Estabilidad 0	Estabilidad 0	0	744
4. (2010.11.23 -2010.12.24)	Apreciación de 0,42 (5 anual)	Apreciación de 0,12 (1,4 anual)	436	0
5. (2010.12.25-2010.12.31)	Estabilidad 0	N.D.	27	4
6. (2011.01-2011.12)	Apreciación de 0,10 (1,1 anual)	Apreciación de 0,05 (0,6 anual)	385	94

Fuente: Banco Central de Bolivia
 Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica
 Nota: N.D. no disponible

2.3 Sector Monetario y Financiero

Política monetaria

En el marco de la coordinación con el Órgano Ejecutivo y en cumplimiento del mandato constitucional de *“mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda, para contribuir al desarrollo económico y social”*, las políticas del BCB se caracterizan por su prudencia y orientación contracíclica. Es decir, de forma proactiva y oportuna, las políticas monetaria y fiscal estuvieron dirigidas a mitigar los efectos negativos de los ciclos económicos.

A partir de la crisis global en el último trimestre de 2008 y hasta fines de 2009, la política monetaria fue expansiva con el propósito de contribuir a la actividad económica frente a los efectos negativos que la coyuntura internacional podría haber generado en la economía nacional durante este período. En 2010, observados los indicios de recuperación económica principalmente de países emergentes, los mayores ingresos de origen externo, los aumentos de precios de productos básicos de exportación, la mayor inflación importada y la alta liquidez del sistema financiero, la política monetaria se orientó hacia la reducción de los estímulos monetarios. En 2011, la continuación a principios de la gestión de las presiones inflacionarias mencionadas y la aparición de otras de origen interno, así como también el aumento previsto del crédito del BCB al sector público en un escenario de alta liquidez en el sistema financiero, determinaron que se mantenga la orientación de la política monetaria iniciada en 2010.

De acuerdo con lo anterior, en el primer trimestre de 2011 se incrementó la oferta de títulos de regulación monetaria señalizando la postura contractiva de la política monetaria. Sin embargo, factores como la reducción de la inflación y de las expectativas sobre esta variable a partir de abril, la acumulación de superávit y de recursos del sector público en el BCB desde inicios del año y las señales de desaceleración en las principales economías del mundo (algunas de ellas importantes socios comerciales de Bolivia) en el segundo semestre, determinaron una revisión de esta política de modo que no se realizaron nuevos incrementos de la oferta de títulos hasta el último trimestre del año. En dicho trimestre las colocaciones netas de títulos no implicaron incrementos considerables de las tasas de interés y permitieron acumular vencimientos para 2012 en un contexto de excesiva liquidez estacional.

En resumen, el nuevo escenario de 2011 determinó la necesidad del BCB de utilizar en coordinación con el MEFP los principales instrumentos para balancear los objetivos de contener la inflación y apuntalar el ritmo de la actividad económica. Otras herramientas como las modificaciones en los requerimientos de encaje y el cambio en la administración delegada de recursos públicos de tres a un solo banco contribuyeron también a regular la liquidez.

De esta manera, el BCB compensó los factores de expansión y contracción de la liquidez con el fin de contener las presiones inflacionarias sin que ello afecte el dinamismo del crédito al sector privado, principalmente en actividades productivas. Se produjeron incrementos graduales en las tasas de interés en la dirección de permitir un proceso de ajuste lento respecto a la inflación mediante la convergencia gradual de ambas variables sin producir efectos negativos sobre la actividad económica.

Nuevamente la política monetaria se caracterizó por el uso heterodoxo de instrumentos de política, entre los que destacaron las reformas a los requerimientos de encaje que internalizan los costos de la dolarización en las entidades financieras, contribuyen al crecimiento del crédito al sector productivo y a una mayor bolivianización. Además, resalta también el impulso a las colocaciones directas de títulos al público con el incremento de la tasa de rendimiento y la introducción del Bono por “temporada navideña”. Este instrumento además de regular la liquidez y propiciar condiciones ventajosas para el ahorro del sector privado no financiero, habría mejorado los mecanismos de transmisión de la política monetaria, como se observa al analizar las tasas de interés del mercado financiero.

En este sentido, el Programa Monetario ha formado parte del programa macroeconómico elaborado conjuntamente con el MEFP el mismo que fue plasmado en la Decisión de Ejecución del Programa Fiscal - Financiero 2011, documento suscrito públicamente entre ambas instituciones en fecha 9 de febrero de 2011.²

El Programa Monetario de 2011, formulado a principios de año, determinó mantener la orientación de la política monetaria de reducir gradualmente los estímulos monetarios, principalmente por: i) la existencia de presiones inflacionarias al momento de su formulación tanto por factores internos como externos; ii) el déficit fiscal previsto y el consiguiente aumento del Crédito Interno Neto del BCB al Sector Público No Financiero (CIN SPNF); y iii) los altos niveles de liquidez prevalecientes en el sistema financiero. Las proyecciones sobre el comportamiento de la inflación asumieron un contexto internacional que continuaría recuperándose junto a la aceleración del crecimiento interno. Asimismo, se consideró que existían riesgos al alza de precios debido a expectativas retroalimentadas por prácticas especulativas y de ocultamiento, ajuste de algunos precios administrados y mayor adversidad a la espera de los efectos climatológicos de La Niña.

En este sentido, el Programa Fiscal-Financiero para la gestión 2011 fijó metas máximas de déficit fiscal y de financiamiento a este sector debido a incrementos proyectados en la inversión pública. En esta línea, el Programa Monetario estableció la compensación de la expansión fiscal de tal manera que la meta de expansión del Crédito Interno Neto Total del BCB (CIN; Bs1.045 millones) fue menor a la establecida para el CIN SPNF (Bs4.210 millones). Asimismo, se determinó una meta de ganancia mínima de RIN de \$us410 millones. Como resultado de las metas y considerando el comportamiento estimado de otras variables, la intervención del BCB en el mercado monetario se tradujo en directrices de OMA consistentes en colocaciones netas de títulos públicos en todos los trimestres del año, compensando la expansión esperada del CIN SPNF y en línea con la orientación de la política monetaria de reducción gradual de los estímulos monetarios. En 2011 todas las metas del Programa Fiscal-Financiero fueron cumplidas con márgenes **(Cuadro 9)**.

2. Desde 2006 y en una muestra clara del compromiso con la estabilidad macroeconómica y la voluntad de rendir cuentas sobre el tema a la sociedad, las principales autoridades del MEFP y del BCB suscriben acuerdos que incluyen metas macroeconómicas cuantitativas para cada gestión.

CUADRO 9
Desempeño del Programa Fiscal – Financiero a diciembre de 2011^{1/}
 (Flujos en millones de bolivianos acumulados a partir del 1ro de enero de 2011)

		Meta Acordada ^{2/}	Ejecución	Margen (+) Desvío (-)
VARIABLES FISCALES				
Déficit del Sector Público (Superávit = -)	Bs.	6,477	-1,382	7,859
Financiamiento Interno al Sector Público	Bs.	4,150	-4,347	8,497
VARIABLES MONETARIAS				
Crédito Interno Neto total	Bs.	1,045	-10,861	11,907
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF	Bs.	4,210	-4,010	8,220
Reservas Internacionales Netas del BCB	\$us	410	2,160	1,750

Fuente: Banco Central de Bolivia

Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica

Notas: ^{1/} Las cifras están calculadas utilizando un tipo de cambio fijo para el dólar estadounidense, canadiense y australiano, el euro, la UFV y DEG, así como precio fijo para el oro

^{2/} Programa Fiscal - Financiero acordado entre el BCB y MEFP en febrero de 2011.

El SPNF alcanzó un superávit (en vez del déficit programado) equivalente a 0,82% del PIB. Cifras preliminares de 2011, muestran que los ingresos registraron una tasa de crecimiento mayor a la estimada, destacándose los aumentos en los ingresos por recaudaciones de renta interna y aduanera, ventas de hidrocarburos y ventas de otras empresas públicas, resaltando las realizadas por la empresa Boliviana de Aviación (BOA). No obstante, los gastos de capital alcanzaron una importante ejecución respecto a lo planificado registrando una recuperación destacable en comparación con la gestión anterior, en línea con la política de inversión pública.

La reducción del CIN SPNF vino acompañada de contracciones en los otros componentes del CIN, entre los que destacan: i) el incremento del encaje originado por las reformas de encaje legal introducidas y por el incremento del excedente de encaje; y ii) las colocaciones netas mediante OMA.

Si bien la contracción del CIN fue importante (Bs10.861 millones), la expansión generada por las RIN (Bs14.861 millones) determinó un incremento de la emisión monetaria de Bs3.999 millones, en línea al estimado para la gestión. El contexto externo favorable para las exportaciones, las medidas de encaje legal que incrementaron los requerimientos en ME y la profundización de la bolivianización de operaciones de intermediación financiera fueron los principales factores que permitieron la acumulación de RIN observada en el año.

En 2011, el balance monetario del Banco Central por monedas (**Cuadro 10**) presentó una mayor contracción en ME en el rubro "Otros" debido al registro de las variaciones cambiarias de compra y venta de divisas.

CUADRO 10
Balance monetario por monedas 2011
 (Flujos en millones de bolivianos)

	Ene-Dic 2011		
	MN+UFV	ME+MVDOL	TOTAL
EMISION	3.999	0	3.999
CREDITO INTERNO NETO	3.999	-14.861	-10.861
Sector Público no financiero ^{1/}	-4.747	331	-4.416
Crédito bruto	3.231	33	3.264
Depósito	-7.574	300	-7.274
Cuasifiscal	-404	-2	-406
Sistema Financiero	-4.214	-2.619	-6.832
del cual: Encaje Legal	-2.710	-2.488	-5.198
OMA (LT y BT "D" ^{2/})	-1.487	5	1.482
Otras instituciones financieras	3	-66	-63
Otros ^{3/}	12.957	-12.687	270
Obligaciones de M. y L. plazo	0	179	179
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	0	14.861	14.861
(en mill.\$us.)	0	2,160	2,160

Fuente: Banco Central de Bolivia.

Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica

Notas: MN = MN + UFV

ME = ME + MVDOL

^{1/} Incremento de encaje (-); disminución de encaje (+).

^{2/} Colocación neta (-); redención neta (+). Incluye colocaciones mediante subasta y directas.

^{3/} Incluye diferencias de cambio por operaciones de compra-venta de divisas

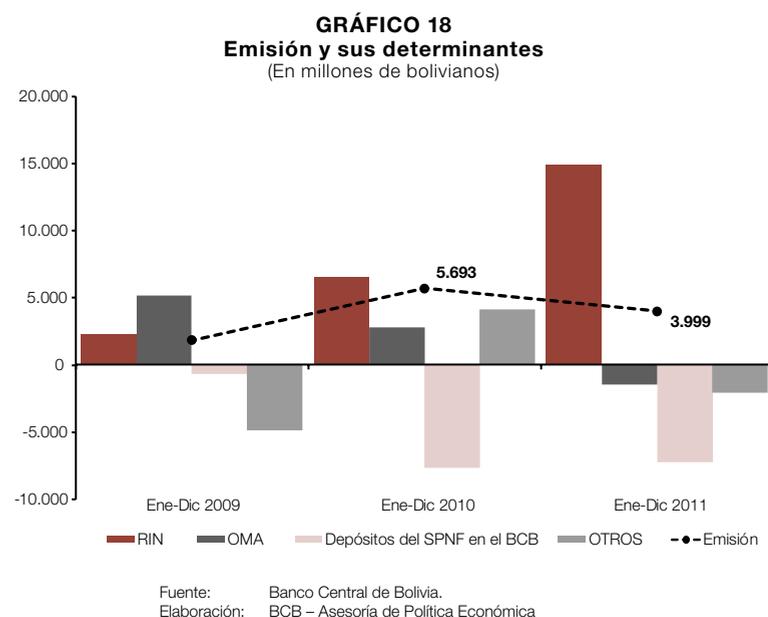
Sin embargo, excluyendo este concepto, la mayor contracción se realizó en MN, siendo la más significativa la registrada en el CIN al SPNF, dada por una mayor acumulación de depósitos en esta denominación. El superávit cuasifiscal también fue ejecutado en más de 99%. Acompañando la reducción del CIN al SPNF, se destaca el encaje constituido y el mayor incremento del excedente de encaje en MN debido a las reformas implementadas durante la gestión.

Por otra parte, y en línea con el proceso de bolivianización, las OMA se adecuaron al comportamiento del sector público y del sector externo. La colocación neta observada se complementó principalmente con la fuerte acumulación de RIN.

En el Gráfico 18 se observa el desempeño de la política monetaria. Las RIN continuaron con una tendencia creciente, con un crecimiento de 22% en el año, mientras que el incremento en la emisión monetaria fue menor (16%) debido a las colocaciones crecientes de OMA y al incremento de los depósitos del SPNF, que determinaron una expansión moderada de la liquidez.

La política monetaria en 2011 se caracterizó por su prudencia y orientación contracíclica, contribuyendo de manera proactiva en la mitigación de los efectos negativos de los ciclos económicos. Es decir, mantuvo la orientación iniciada en 2010, con reducción de los estímulos monetarios, debido a que a principios de 2011, las presiones inflacionarias estuvieron latentes en un escenario de alta liquidez.

En síntesis, el nuevo escenario de 2011 determinó que el BCB y el MEFP en forma coordinada utilicen los principales instrumentos para balancear el objetivo de contener la inflación con el de apuntalar el ritmo de actividad económica.



Durante 2011 se llevaron a cabo dos modificaciones al Reglamento de Encaje Legal. La primera, aprobada el 18 de enero de 2011 mediante Resolución de Directorio (R.D.) N° 07/2011³, surgió como medida prudencial para mejorar la gestión de liquidez en ME, tras las dos corridas bancarias de 2010 (una leve y focalizada en el mes de junio, y otra de naturaleza sistémica durante la última semana de diciembre) que implicaron disminuciones de los depósitos en dólares estadounidenses. Con la medida se incrementaron las tasas de encaje legal requerido en efectivo en ME de 3,5% a 13,5% y los fondos en custodia en ME (porcentaje del encaje en efectivo que las Entidades de Intermediación Financiera o EIF mantienen en sus bóvedas) de 5% a 40% (**Cuadro 11**). Dada la magnitud del incremento en los requerimientos de encaje en efectivo, se atenuaron posibles impactos negativos sobre los fondos prestables de las EIF a través de la reducción de las tasas de encaje en títulos en ME de 12% a 8%. De este modo, las entidades mantienen recursos en caja que les permitirían enfrentar de manera oportuna una corrida idiosincrásica o sistémica.

3. La modificación al Reglamento de Encaje Legal entró en vigencia a partir del 7 de febrero de 2011 para las entidades bancarias y 4 de abril de 2011 para las entidades no bancarias.

CUADRO 11
Tasas de encaje legal
(En porcentajes)

	R.D. N°70/2009			R.D. N°130/2010			R.D. N°07/2011		
	Títulos	Efectivo	Adicional	Títulos	Efectivo	Adicional	Títulos	Efectivo	Adicional
Moneda Nacional y UFV									
Depósitos Vista	10	2		10	2		10	2	
Depósitos en Caja de Ahorro	10	2		10	2		10	2	
Depósitos a Plazo Fijo									
30 a 60 días	10	2		10	2		10	2	
61 a 90 días	10	2		10	2		10	2	
91 a 180 días	10	2		10	2		10	2	
181 a 360 días	10	2		10	2		10	2	
361 a 720 días	10	2		10	2		10	2	
Mayores a 720 días	10	2		10	2		10	2	
Moneda Extranjera y MVDOL									
Depósitos Vista	12	2	30	12	3.5	45	8	13.5	45
Depósitos en Caja de Ahorro	12	2	30	12	3.5	45	8	13.5	45
Depósitos a Plazo Fijo									
30 a 60 días	12	2	30	12	3.5	45	8	13.5	45
61 a 90 días	12	2	30	12	3.5	45	8	13.5	45
91 a 180 días	12	2	30	12	3.5	45	8	13.5	45
181 a 360 días	12	2	30	12	3.5	45	8	13.5	45
361 a 720 días	12	2	30	12	3.5	45	8	13.5	45
Mayores a 720 días	12	2	30	12	3.5	45	8	13.5	45

Fuente: Banco Central de Bolivia.
Elaboración: BCB – Asesoría de Política Económica

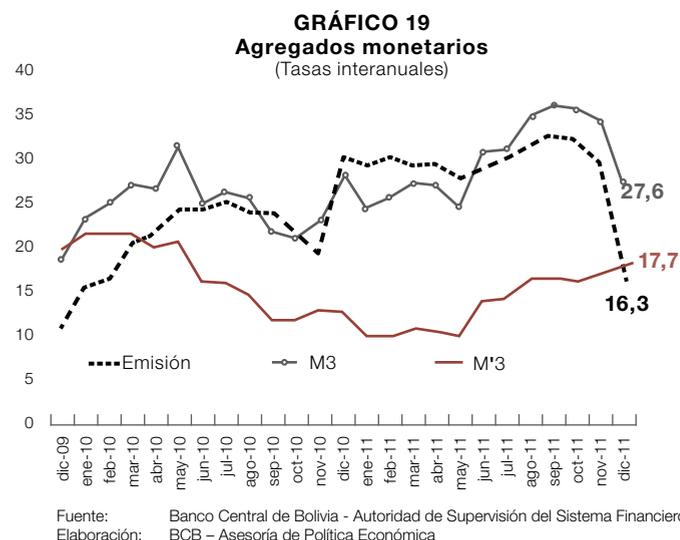
La segunda reforma al encaje, aprobada el 14 de junio de 2011 mediante R.D. N° 072/2011, fue establecida con la finalidad de incentivar al crédito productivo (en lugar del crédito total como estaba reglamentado previamente) y coadyuvar con la regulación de la liquidez en la economía. En esta línea, se modificó el sistema de compensación del encaje requerido en MN bajo el siguiente esquema: i) delimitación de la compensación del encaje requerido al crecimiento de cartera productiva en MN en bancos y Fondos Financieros Privados (FFP); y ii) cambio de la fecha base para el cálculo de la compensación por crecimiento de cartera en MN, del 30/06/2009 al 30/09/2010, para el sistema financiero en su conjunto.

Evolución de agregados monetarios del sistema bancario

En 2011 los agregados monetarios continuaron creciendo conforme lo hicieron sus determinantes y sin que impliquen desequilibrios en el mercado monetario. Se mantuvo la característica ya observada en otros años en la cual los agregados que incluyen únicamente operaciones en MN crecieron a tasas más altas que los agregados totales, aspecto que refleja la bolivianización de depósitos.

La emisión monetaria registró un importante incremento a fines de 2010 debido a la corrida de depósitos que se generó por rumores infundados, lo que determinó una alta tasa de crecimiento interanual a fines de esa gestión y que se mantuvo en la mayor parte de 2011. Empero, ésta se corrigió cerrando el año en 16,3% en consonancia con una mayor base estadística de comparación. La tasa acumulada aísla el efecto señalado y muestra que la emisión registró crecimientos menores a los observados en gestiones anteriores, excepto 2009 que estuvo caracterizado por la crisis internacional (**Gráfico 19**), comportamiento que refleja el esfuerzo por regular la liquidez evitando excesos de oferta que puedan afectar a la inflación.

El agregado más amplio en MN (M3) reflejó el comportamiento descrito de la emisión monetaria, manteniendo altas tasas interanuales a lo largo del año que se corrigió al finalizar la gestión 2011. Por su parte, el agregado más amplio que incluye tanto MN como ME (M'3) presentó un comportamiento menos volátil, con una tendencia creciente a fines de la gestión debido al significativo incremento de los depósitos.



Crédito Neto al Sistema Bancario

Las operaciones de reporto constituyen otro instrumento del BCB para otorgar liquidez de corto plazo al sistema financiero. Estos consisten en la compra de valores públicos por parte del BCB a agentes autorizados, con el compromiso de ambas partes de efectuar la operación inversa al cabo de un plazo determinado. El BCB efectúa estas operaciones con plazos no mayores a 15 días mediante subastas diarias a tasas competitivas o a través de Mesa de Dinero a tasas penalizadas. El Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) determina semanalmente la tasa base y la oferta diaria de reportos.

Debido al elevado nivel de liquidez prevaleciente en el sistema financiero, durante la gestión 2011 sólo hubo 3 operaciones en MN requeridas por el Banco Mercantil-Santa Cruz debido a la transferencia de la corresponsalía al Banco de la Unión. En abril requirió Bs25 millones, en mayo Bs125 millones y en julio Bs50 millones, haciendo un total de Bs200 millones.

Por tercer año consecutivo, no existió demanda de reportos en ME. La tasa premio fijada por el BCB de 8,75% está vigente desde mediados de 2008, que implica una elevada prima de liquidez, la cual desincentiva el uso de esa ventanilla en favor de la política del mayor uso de la moneda nacional. En este sentido, este mecanismo no fue considerado de última instancia por los operadores del mercado monetario.

Las operaciones de crédito con garantía de los recursos depositados en el Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos (Fondo RAL) son otro mecanismo que utiliza la autoridad monetaria para proveer liquidez al sistema financiero. En 2011 los créditos en MN primer tramo alcanzaron a Bs2,1 millones, mostrando una disminución de Bs16,2 millones con relación a la gestión pasada. Esta disminución se debió a la normalidad de demanda de recursos líquidos luego de los retiros de depósitos del año anterior originados en rumores infundados acerca de una abrupta devaluación de la divisa estadounidense y de un posible "corralito" financiero.

Debido a la política de bolivianización, los créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL en ME solamente fueron requeridos una vez a lo largo del 2011. Durante este periodo las entidades que recurrieron a esta facilidad fueron la Mutual Paititi y las Cooperativas: Chorolque, San Martín de Porres y San Roque las cuales propiciaron requerimientos de liquidez por \$us2,0 millones (equivalente a Bs13.6 millones) (**Cuadro 12**).

CUADRO 12
Crédito de liquidez con garantía del Fondo RAL, 2009 - 2011
(Saldos en millones de bolivianos)

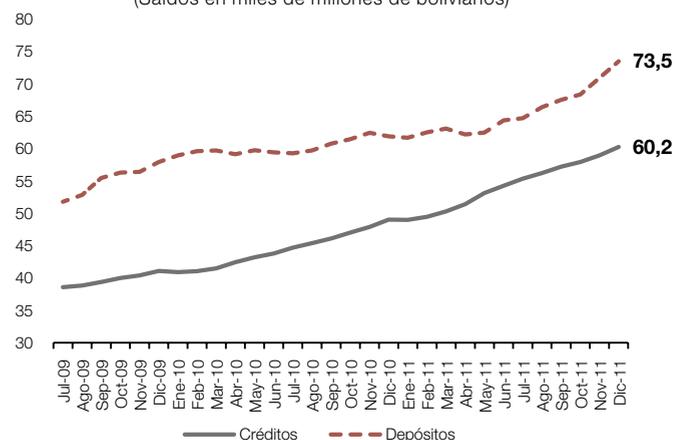
	Moneda Nacional			Moneda Extranjera		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Enero	1	0	1	0	0	
Febrero		0	0	63	0	
Marzo		0		1	0	14
Abril	1			10	0	
Mayo	1		0	1	0	
Junio	0	0	0		91	
Julio			0	0	0	
Agosto		0		0	0	
Septiembre		0	0		0	
Octubre			0		0	
Noviembre		0		0	0	
Diciembre		18	0		121	
TOTAL	3	18	2	75	212	14

Fuente: Banco Central de Bolivia
Elaboración: BCB - Gerencia de Entidades Financieras

Depósitos y cartera de los bancos privados

Durante 2011 continuó la profundización financiera a un ritmo destacable. Los depósitos se incrementaron de forma sostenida, alcanzando un crecimiento de 18,7% que representó un aumento nominal de Bs11.602 millones. Por su parte, el crédito se incrementó en 23% que implicó un aumento de Bs11.245 millones, el más alto de la historia económica del país. Además, un porcentaje cada vez mayor de los depósitos y créditos se denominó en MN y los indicadores de calidad de cartera, solvencia, eficiencia y liquidez continuaron reflejando un sistema financiero sólido y estable (**Gráfico 20**).

GRÁFICO 20
Evolución de los depósitos y cartera bruta del sistema financiero
(Saldos en miles de millones de bolivianos)



Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica

La disponibilidad de recursos para financiar al sector privado y su bajo costo, características centrales para el apoyo del sector financiero al dinamismo de la actividad económica, fueron resultado de un conjunto de medidas implementadas por el Órgano Ejecutivo en coordinación con las autoridades financieras, orientadas a ese fin; además, responden a la dinámica actividad económica del país. Por su parte, la orientación de la política monetaria que, sin descuidar su objetivo de mantener una inflación baja y estable, mantuvo una adecuada liquidez en la economía que evitó alzas pronunciadas en las tasas activas manteniendo bajas las tasas de los títulos de regulación monetaria, al mismo tiempo que incidió en alzas de las tasas pasivas con los títulos de colocación directa que implicaron una competencia con las entidades financieras por el ahorro privado. Esta orientación reforzó los resultados alcanzados con el acuerdo realizado en noviembre de 2010 entre el MEFP y la Asociación de Bancos Privados de Bolivia (ASOBAN) para incrementar las tasas pasivas y reducir las tasas activas. El BCB y la ASFI participaron en el apoyo técnico correspondiente.

Asimismo, la profundización de la bolivianización de depósitos y de créditos fue resultado de las medidas de política económica, destacándose en la gestión las modificaciones al encaje legal en enero y julio de 2011 y la apreciación de la moneda nacional, además de la continuidad del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF), el diferencial entre los tipos de cambio de compra y venta de divisas y las mayores tasas pasivas en MN con respecto a las correspondientes en ME.

Las cifras de cierre de depósitos y créditos alcanzaron a montos no observados anteriormente: Bs73.501 y Bs60.238 millones, respectivamente. Durante la mayor parte del año la brecha depósitos-cartera se fue reduciendo, aunque en los últimos meses se evidenció un mayor dinamismo de los depósitos que se reflejó en una ampliación de la brecha, cerrando la gestión en un nivel parecido al de fines de 2010 (Gráfico 20). Un factor que explica este resultado es la mejora del ingreso nacional que se tradujo en mayor ahorro financiero debido al incremento de tasas pasivas, asociado a las políticas para mejorar las condiciones de ahorro entre las que destacan las colocaciones directas de títulos del BCB al sector privado y la reducción de la inflación.

El flujo de los depósitos registrado durante la gestión resultó casi tres veces mayor que el de la gestión pasada y fue explicado por los movimientos en cajas de ahorro y a plazo fijo, cuya participación representa el 75%. Por moneda, las operaciones en MN mostraron un incremento de 35,8% frente a una contracción de 3,3% en los depósitos en ME y Unidad de Fomento a la Vivienda (UFV). El incremento en los depósitos a mayor plazo y en MN refleja la confianza del público en el sistema financiero y en la fortaleza del boliviano. El ratio de bolivianización de depósitos alcanzó a 64%, 7,9pp mayor al del 2010 (**Cuadro 13**).

CUADRO 13
Variación de los depósitos en el sistema financiero
(Flujos en millones de bolivianos)

TRIMESTRES	2010					2011				
	I	II	III	IV	Acum	I	II	III	IV	Acum
A LA VISTA	441	-222	52	1.272	1.544	531	-423	249	1.890	2.248
MN	109	-42	104	1.691	1.862	517	-793	295	1.920	1.939
ME	427	-89	61	-421	-23	74	375	-45	-29	375
UFV	-94	-91	-112	1	-295	-59	-5	-1	0	-65
CAJA DE AHORROS	1.390	-538	401	-741	512	982	1.172	1.163	1.780	5.097
MN	1.016	-187	367	1.882	3.077	774	1.042	1.469	1.548	4.833
ME	643	-216	207	-2.357	-1.724	440	290	-176	249	802
UFV	-268	-134	-173	-266	-842	-232	-159	-130	-17	-538
DEPOSITOS A PLAZO	-2	399	962	176	1.524	-134	488	1.769	1.766	3.888
MN	526	649	1.404	1.119	3.697	830	963	2.325	2.031	6.149
ME	-439	-117	-276	-893	-1.725	-828	-457	-559	-168	-2.012
UFV	-89	-133	-166	-50	-438	-136	-19	3	-97	-249
OTROS	-15	39	-54	432	403	-204	50	-2	527	371
MN	4	15	6	151	177	-77	77	-29	463	434
ME	-19	24	-60	281	226	-127	-27	27	64	-63
UFV	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MN	1.654	435	1.881	4.843	8.813	2.043	1.289	4.060	5.963	13.355
ME	611	-399	-68	-3.390	-3.246	-441	181	-753	115	-899
UFV	-451	-358	-451	-315	-1.575	-427	-184	-127	-115	-853
TOTAL	1.815	-322	1.362	1.138	3.993	1.175	1.286	3.179	5.963	11.604
Bolivianización	48,0%	48,5%	49,7%	56,1%		57,5%	58,2%	61,2%	64,0%	

Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero.
Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica.

Las medidas económicas sustentadas en consideraciones particulares a la realidad económica y social boliviana, el fuerte énfasis en la recuperación de la soberanía monetaria mediante el mayor uso de la MN y el rol de los intermediarios financieros como el vínculo entre el ahorro y la inversión con tasas de interés razonables aseguraron el funcionamiento eficiente del sistema financiero.

El dinamismo del crédito al sector privado estuvo en línea con los estímulos introducidos en coordinación con las autoridades de Gobierno, que indujo a una mayor oferta y demanda de fondos. En efecto, el alto crecimiento del crédito fue originado en mayores fondos disponibles en MN.

Asimismo, la demanda fue estimulada por la reducción de las tasas de interés activas del sistema bancario y por el lanzamiento de diferentes líneas de crédito de las entidades financieras. La expansión del crédito en MN fue de 53,2% durante la gestión, frente a una contracción de 12,5% en los créditos concedidos en ME. En todos los trimestres de la gestión, la cartera en MN aumentó, al contrario de aquella en ME (Cuadro 14). Como resultado, el índice de bolivianización de la cartera se incrementó en 13,2pp, situándose al cierre de la gestión en 69,5%.

CUADRO 14
Variación de los créditos concedidos al sector privado
(Flujos en millones de bolivianos)

	2010					Total	2011					Total
	I	II	III	IV			I	II	III	IV		
BANCOS	286	4.219	1.775	2.189	8.469	1.002	3.446	2.262	2.188	8.898		
MN	1.423	3.165	2.749	3.037	10.374	1.889	3.096	3.043	2.907	10.934		
ME	-1.137	1.054	-975	-848	-1.905	-887	350	-781	-719	-2.037		
EFNB	293	-1.843	505	738	-307	335	563	696	871	2.465		
MN	385	-486	621	687	1.206	568	769	826	969	3.132		
ME	-92	-1.357	-116	52	-1.513	-233	-206	-130	-97	-666		
E. FUNCIONAMIENTO	579	2.376	2.280	2.928	8.162	1.337	4.010	2.957	3.059	11.363		
MN	1.807	2.679	3.370	3.724	11.580	2.457	3.865	3.868	3.876	14.066		
ME	-1.229	-303	-1.090	-796	-3.418	-1.120	144	-911	-816	-2.703		
E. LIQUIDACIÓN	-178	-60	31	-23	-231	-66	-8	-35	-10	-118		
MN	-8	0	-2	-1	-11	-1	-1	0	-1	-3		
ME	-170	-60	32	-22	-220	-64	-7	-35	-9	-115		
TOTAL	401	2.316	2.310	2.904	7.931	1.271	4.002	2.922	3.050	11.245		
MN	1.800	2.679	3.368	3.722	11.569	2.456	3.864	3.868	3.875	14.063		
ME	-1.399	-363	-1.058	-818	-3.638	-1.185	138	-946	-825	-2.818		
Bolivianización	42,3%	46,4%	51,6%	56,3%		59,9%	62,7%	66,3%	69,5%			

Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
Elaboración: BCB – Asesoría de Política Económica
Notas: EFNB Entidades financieras no bancarias

Indicadores de solidez del Sistema Bancario

Los indicadores de calidad de cartera, solvencia, eficiencia y liquidez continuaron mejorando, reflejando la fortaleza del sector en distintos aspectos. La mejora en el Coeficiente de Adecuación Patrimonial (CAP) y de liquidez, aumentaron la capacidad del sistema para expandir el crédito (**Cuadro 15**). A ello se añade la baja exposición del sistema financiero a pasivos externos. Esta variación se explica principalmente por el crecimiento de la cartera de créditos que permitió mantener niveles muy bajos de mora.

CUADRO 15
Indicadores del sistema bancario
(En porcentajes)

TRIMESTRES	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Pesadez de Cartera (%)	8,7	5,6	4,3	3,5	2,2	1,7
Coeficiente de Adecuación Patrimonial (CAP)	13,3	12,6	13,7	13,3	11,9	12,3
ROE	13,3	21,2	20,3	20,6	17,3	19,5
(Disponibilidades+inversiones temporarias)/Activos	33,9	35,2	43,3	48,0	39,0	37,6

Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero – Banco Central de Bolivia
Elaboración: BCB – Asesoría de Política Económica.

Tasas de interés promedio activas y pasivas en MN y ME

Las tasas activas y pasivas en MN registraron incrementos graduales respecto a diciembre de 2010, en respuesta, entre otros factores, al comportamiento de las tasas del mercado monetario. En ME se presentaron incrementos en la mayor parte de las tasas activas y disminuciones en la mayoría de las tasas pasivas. De este modo, en los diferentes plazos, las tasas activas en MN fueron por lo general más bajas que las correspondientes en ME, mientras que en las tasas pasivas ocurrió lo contrario, en línea con las medidas implementadas para reducir la dolarización financiera (**Cuadro 16**).

CUADRO 16
Tasas de interés bancarias
(En porcentajes)

a) En moneda nacional

PLAZO	TASAS ACTIVAS				Var.p.b. Dic11 - Dic10
	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11	
1 a 30	6.62	1.94	4.85	6.77	191
31 a 60	8.96	6.79	5.64	7.00	136
61 a 90	8.62	6.00	5.47	6.59	112
91 a 180	9.11	5.46	4.99	6.32	132
181 a 360	10.27	5.92	5.20	6.78	158
361 a 720	17.14	7.82	11.35	9.89	(146)
721 a 1080	18.36	12.40	10.16	13.97	382
Mayores a 1080	14.23	6.95	8.07	9.39	132
PLAZO	TASAS PASIVAS				Var.p.b. Dic11 - Dic10
	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11	
1 a 30	2.97	0.10	0.05	0.40	35
31 a 60	4.08	0.26	0.15	0.74	59
61 a 90	5.16	0.32	0.13	0.61	49
91 a 180	5.38	0.69	0.13	0.90	77
181 a 360	6.39	0.80	0.53	0.87	33
361 a 720	7.87	1.12	0.60	2.00	140
721 a 1080	9.00	1.12	1.08	2.75	167
Mayores a 1080	10.20	2.72	2.24	3.46	122

b) En moneda extranjera

PLAZO	TASAS ACTIVAS				Var.p.b. Dic11 - Dic10
	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11	
1 a 30	9.29	8.58	6.14	4.52	(161)
31 a 60	8.68	6.39	6.60	6.83	22
61 a 90	8.77	6.75	4.85	5.96	111
91 a 180	8.75	6.67	5.64	6.70	106
181 a 360	9.66	6.06	5.53	6.57	103
361 a 720	12.77	8.22	11.95	8.55	(339)
721 a 1080	16.01	9.65	8.10	10.56	245
Mayores a 1080	11.27	7.27	6.44	8.30	186
PLAZO	TASAS PASIVAS				Var.p.b. Dic11 - Dic10
	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11	
1 a 30	0.94	0.14	0.02	0.02	(0)
31 a 60	1.93	0.19	0.03	0.02	(0)
61 a 90	3.68	0.43	0.24	0.14	(10)
91 a 180	5.24	0.70	0.21	0.19	(2)
181 a 360	6.31	0.95	0.75	1.02	27
361 a 720	7.19	1.42	0.81	0.82	1
721 a 1080	7.69	1.65	0.82	1.25	43
Mayores a 1080	8.63	2.24	3.77	3.77	(0)

Fuente: Banco Central de Bolivia - GEF
Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica

2.4 Evolución de las finanzas públicas

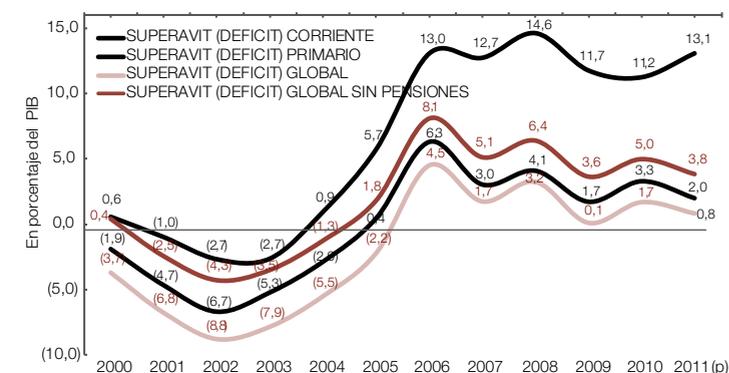
Después de años de constantes déficit fiscales, donde los gastos superaban ampliamente los ingresos, a partir de 2006 las finanzas públicas se caracterizaron por resultados fiscales positivos en el SPNF, registrándose en estos últimos seis años un superávit fiscal promedio de 2% del PIB.

En la gestión 2011, el resultado fiscal alcanzó a 0,8% del PIB, lo cual obedeció a las políticas de ingresos que se vienen implementando desde el 2006, los efectos de la nacionalización de los hidrocarburos, la operatividad de las empresas públicas y las medidas de austeridad en el gasto.

En efecto, los ingresos del SPNF se incrementaron gracias a la mayor eficiencia tributaria, al dinamismo de la economía, al incremento en los ingresos por hidrocarburos derivado del incremento en el valor de ventas de gas natural a Argentina y Brasil, y al incremento en las ventas de bienes y servicios de las empresas públicas no hidrocarburíferas principalmente.

Por su parte, el gasto público respecto al PIB mostró un ligero incremento explicado por la ejecución de la inversión de los gobiernos subnacionales, empresas públicas y otras entidades del sector público. En términos del PIB, el resultado fiscal en sus diferentes definiciones registró superávit (**Gráfico 21**).

GRÁFICO 21
Balance global, corriente y primario
(En porcentaje del PIB)



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas
Elaboración: MEFP-VTCP-Dirección General de Análisis y Políticas Fiscales
Nota: (p) preliminar

En 2011, los ingresos totales alcanzaron a Bs75.615 millones, gracias al incremento de 23,7% en los ingresos corrientes respecto a la gestión anterior. Los ingresos tributarios alcanzaron a Bs29.433 millones, con un crecimiento de 27,9% respecto a 2010, debido a la mayor eficiencia tributaria de las entidades recaudadoras, el dinamismo de la economía y el incremento en los precios y volúmenes de exportación de gas natural.

En materia de recaudación fiscal se ha impulsado una serie de medidas orientadas a aumentar en forma sostenida los ingresos tributarios, entre las que destacaron en la gestión 2011 las siguientes: nuevos impuestos en la estructura tributaria como el Impuesto al Juego (IJ) e Impuesto a la Participación en Juegos (IPJ),⁴ incremento de la alícuota del Impuesto al Consumo Específico (ICE)⁵ cuya recaudación se destina a programas y proyectos de apoyo al deporte, el mayor control y fiscalización de las entidades recaudadoras (Servicio de Impuestos Nacionales y la Aduana Nacional) así como litigios ganados y generación de conciencia tributaria en la población.

Por su parte, la recaudación proveniente de la renta interna alcanzó a Bs26.144 millones, que representó el 15,4% del PIB, superior al 15,0% de 2010. Por tipo de impuesto⁶, el Impuesto al Valor Agregado-Mercado Interno, Impuesto al Valor Agregado-Importaciones y el Impuesto sobre las Utilidades de las Empresas (IUE) registraron un incremento promedio de 39%, y explicaron más del 75% de la recaudación de renta interna. El incremento del IVA-Mercado Interno puede atribuirse al dinamismo de la economía, que se reflejó en mayor consumo, ventas y, por tanto, ingresos para el Estado a través de la facturación y las medidas de fiscalización y control del Servicio de Impuestos Nacionales. El aumento del IVA-Importaciones se debió principalmente al aumento en las importaciones totales, entre las que destacan equipo de transporte, sus piezas y accesorios (79%), alimentos y bebidas (46%), y combustibles y lubricantes (67%) con relación a 2010. El incremento del IUE se explicó por el buen desempeño del sector minero y de hidrocarburos.

Los ingresos que genera el sector hidrocarbúfero con la exportación de gas natural se incrementaron debido a los favorables precios de exportación y el crecimiento en los volúmenes de producción. A su vez, conviene señalar que este sector tuvo el aporte más importante en las exportaciones.

Los precios de venta de gas natural a Argentina en toda la gestión 2011 aumentaron paulatinamente hasta alcanzar la cifra de US\$10,2 por MMBTU⁷ en diciembre de 2011. Similarmente, los precios de venta de gas natural a Brasil registraron incrementos de US\$6,3 por MMBTU en abril a 8,3 US\$/ MMBTU en diciembre.

4. Se crearon los impuestos al Juego y a la Participación en el Juego mediante la Ley 060 de Juegos de Lotería y de Azar, del 27 de noviembre de 2010, y el Decreto reglamentario 0781, del 2 de febrero de 2011.
5. Mediante la Ley 066 de 15 de diciembre de 2010 y reglamentada en el Decreto Supremo 0744, de 22 de diciembre del mismo año, se crearon las alícuotas adicionales del ICE. Los energizantes pagan Bs3,50 por litro (\$us0,5 por litro aproximadamente). En el caso de los cigarrillos rubios, la alícuota subió de 50 a 55% y en las cervezas con grado alcohólico mayor a 0,5%, de 2,36 a 2,60. Los singanis y vinos pagan un 5% adicional; el ron, vodka y whisky, un 10%. La nueva ley impone alícuotas específicas para bebidas que antes no estaban gravadas como los energizantes. Las modificaciones al ICE tienen un carácter progresivo porque establecen alícuotas más altas para productos con mayor contenido alcohólico o de mayor precio de venta como el whisky, ron y vodka.
6. La descripción de la renta interna por impuestos considera la renta interna del Gobierno General la cual incluye las recaudaciones en el sector privado y empresas públicas.
7. Millón de British Thermal Units (BTU).

CUADRO 17
Operaciones del Sector Público, Enero-Diciembre 2010-2011 (p)
(En millones de Bs y porcentaje del PIB)

	2010	2011(p)	2010	2011(p)
INGRESOS TOTALES	61.562	75.615	44,7	44,6
INGRESOS CORRIENTES	59.995	74.240	43,5	43,8
Ingresos Tributarios	23.018	29.433	16,7	17,4
Renta interna	20.679	26.144	15,0	15,4
Renta Aduanera	1.545	2.096	1,1	1,2
Regalías Mineras	795	1.193	0,6	0,7
Ingresos por Hidrocarburos	28.646	33.262	20,8	19,6
IEHD	2.195	2.432	1,6	1,4
Regalías	58	0	0,0	0,0
Mercado Interno	14.214	14.836	10,3	8,8
Mercado Externo	12.179	15.994	8,8	9,4
Transferencias Corrientes	1.313	1.515	1,0	0,9
Otros Ingresos Corrientes	7.018	10.029	5,1	5,9
INGRESOS DE CAPITAL	1.577	1.374	1,1	0,8
GASTOS TOTALES	59.257	74.233	43,0	43,8
GASTOS CORRIENTES	44.519	52.119	32,3	30,8
Servicios Personales	14.050	16.726	10,2	9,9
Bienes y Servicios	5.668	8.932	4,1	5,3
Operaciones de Mayoreo	13.605	13.832	9,9	8,2
Intereses Deuda Externa	482	734	0,3	0,4
Intereses Deuda Interna	1.739	1.257	1,3	0,7
Transferencias al Sector Privado	2.733	3.775	2,0	2,2
Otros Egresos Corrientes	1.699	1.761	1,2	1,0
Pensiones	4.544	5.101	3,3	3,0
INVERSION	14.737	22.113	10,7	13,1
SUPERAVIT (DEFICIT) GLOBAL	2.316	1.382	1,7	0,8
FINANCIAMIENTO	-2.316	-1.382	-1,7	-0,8
Crédito Externo	1.415	2.965	1,0	1,7
Crédito Interno	-3.730	-4.347	-2,7	-2,6

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas
Elaboración: MEFP-VTCP-Dirección General de Análisis y Políticas Fiscales
Nota: (p) preliminar

El gasto total se situó en Bs74.233 millones, 43,8% en porcentaje del PIB, superior al registrado en 2010 debido principalmente al importante incremento en los gastos de capital (aproximadamente 50%).

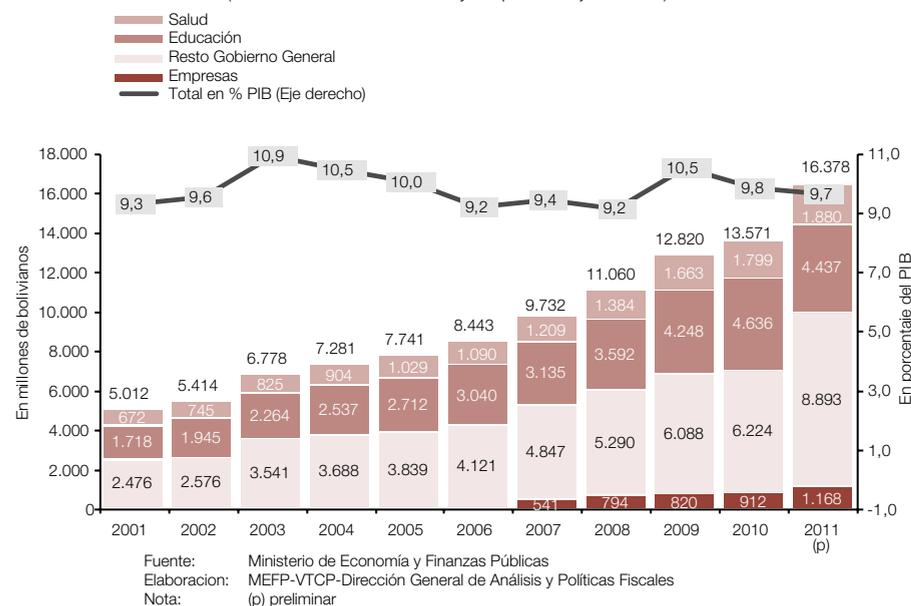
El gasto corriente ascendió a Bs52.119 millones, superior en nivel a la gestión anterior pero menor en términos relativos al PIB, descendiendo de 32,3% en 2010 a 30,8% en 2011. El incremento del gasto corriente estuvo focalizado en las políticas redistributivas y la mejora de los ingresos de la población, a partir de incrementos salariales en los sectores de educación, salud, policía y fuerzas armadas; el incremento del salario mínimo nacional, dirigido a mantener el poder adquisitivo de los salarios frente a los niveles de inflación observados; creación de ítems en educación y salud; y el incremento en los gastos por mayoreo y transferencias condicionadas a la población más vulnerable.

El gasto en salarios en 2011 (el principal componente de servicios personales) ascendió a Bs16.378 millones, cuyo incremento obedeció a la atención prioritaria que otorgó el Gobierno a los sectores de menores ingresos, traducido en los importantes incrementos salariales por encima de la inflación y la creación de nuevos ítems, particularmente en los sectores de educación y salud.

En comparación con el PIB, el gasto en salarios se situó en 9,7%, menor a los de 2009 y 2010 en procura de mantener el equilibrio en las cuentas fiscales. Los gastos salariales dirigidos a los sectores de educación y salud representaron más del 40% del gasto total salarial, y son considerados como el gasto más importante desde el punto de vista del gasto social, ya que en los últimos seis años se crearon 23.044 nuevos ítems para profesores y 4.583 nuevos ítems para médicos y enfermeras.

GRÁFICO 22
Gasto en salarios

(En millones de bolivianos y en porcentaje del PIB)



El gasto en bienes y servicios que considera los gastos operativos del Gobierno General (Administración central y subnacional) y empresas, alcanzó Bs8.932 millones en 2011, 5,3% en porcentaje del PIB, mayor al 4,1% de 2010. Este incremento obedeció a la mayor participación del Estado en la economía a través de las empresas productivas, cuyos gastos operativos incidieron en el incremento de este gasto.

El gasto en operaciones de mayoreo de hidrocarburos en el mercado interno, que fue asumido por Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB) a partir de la nacionalización de los hidrocarburos, se incrementó a Bs13.832 millones asociado principalmente a mayores gastos por reventa de combustibles debido a la mayor demanda en esta gestión. Después del gasto en salarios, éste representa el segundo gasto más importante en el grupo de gastos corrientes. En porcentaje del PIB, se registró una disminución de 9,9% en 2010 a 8,2% en 2011.

GRÁFICO 23
Gasto en bienes y servicios y operaciones de mayoreo

(En millones de bolivianos y en porcentaje del PIB)



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas
Elaboración: MEFP-VTCCP-Dirección General de Análisis y Políticas Fiscales
Nota: (p) preliminar

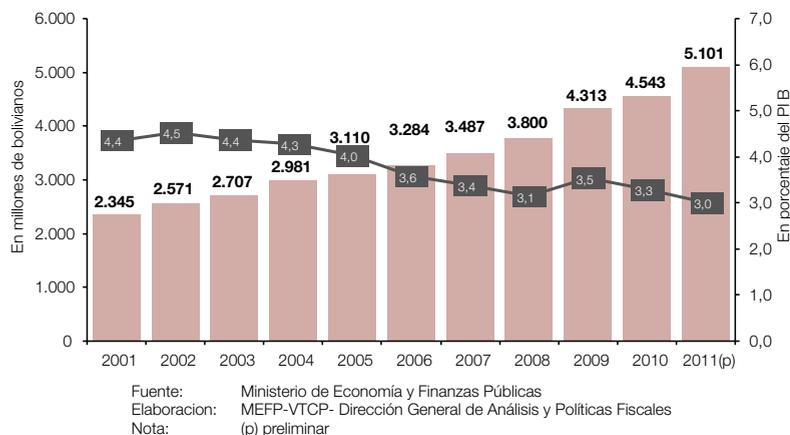
En diciembre de 2010 se promulgó la Nueva Ley de Pensiones N°065,⁸ cuyo principal objetivo es garantizar y facilitar el acceso de los bolivianos a la seguridad social de largo plazo. En 2011, el gasto en pensiones ascendió a Bs5.101 millones, reflejando un incremento de 12,3% con relación a 2010, atribuido al incremento del nivel de rentas en función a la variación de la UFV de la gestión anterior, incremento en la población, pagos realizados en el sistema de Compensación de Cotizaciones,⁹ y el incremento de pagos de Renta Básica y Complementaria,¹⁰ consecuencia de la política de seguridad social de largo plazo.

Desde 2006 una de las principales prioridades del Gobierno ha sido destinar recursos a los sectores más desprotegidos de la población. A través de la nacionalización de los hidrocarburos el Estado Boliviano implementó una política redistributiva de los ingresos, donde los excedentes generados por este sector y otras fuentes de financiamiento permitieron al Estado redistribuir los recursos a través de medidas de política social tales como los bonos: Juancito Pinto,¹¹ instituido como un subsidio de incentivo a la permanencia escolar; la Renta Dignidad,¹² otorgada a todos los bolivianos mayores a los 60 años; y el bono Juana Azurduy¹³, dirigido a reducir la tasa de mortalidad materno-infantil y la tasa de desnutrición crónica en niños y niñas menores de dos años de edad.

8. Este sistema está compuesto por : 1) Régimen Contributivo, contempla una jubilación financiada con ahorros de los trabajadores; 2) Régimen No Contributivo, comprende la Renta Dignidad que se otorga a bolivianos mayores de 60 años; y 3) Régimen Semi-Contributivo, que busca dar protección a los trabajadores con rentas bajas a través de una pensión solidaria.
9. La Compensación de Cotizaciones es el reconocimiento que otorga el Estado a los asegurados al Sistema de Reparto vigente hasta el 30 de abril de 1997, por los aportes efectuados a ese régimen y cuyo pago se encuentra a cargo del Tesoro General de la Nación.
10. La Renta Básica y Complementaria son el resultado de los aportes que realizó cada trabajador perteneciente al Sistema de Reparto y cuyo pago se realiza como pensión de jubilación. El régimen básico se refiere a los aportes realizados por los trabajadores al Seguro Social Obligatorio para los regímenes de invalidez, vejez y muerte. El régimen complementario está conformado por los aportes adicionales de los trabajadores de algunos sectores (mineros, maestros, banqueros, etc.).
11. Decreto Supremo N°28899 de 26 de Octubre de 2006.
12. Ley 3791 de Noviembre 2007, beneficia con Bs2.400 (\$us345 aproximadamente) a las personas mayores de 60 años que no reciben una pensión y con Bs1.800 (\$us259 aproximadamente) a los ancianos que tienen ingresos por su jubilación.
13. Aprobado el 3 de Abril de 2009, mediante el Decreto Supremo N° 0066 y aplicado desde el 27 de Mayo.

GRÁFICO 24
Gasto en pensiones

(En millones de bolivianos y en porcentaje del PIB)



En 2011 el gasto en transferencias al sector privado alcanzó a Bs3.775 millones, que representa 2,2% del PIB, de los cuales Bs2.171 millones corresponden a las transferencias al Fondo de la Renta Dignidad, Bs131 millones al pago del Bono Juana Azurduy y Bs385 millones al Bono Juancito Pinto.

En el marco del nuevo modelo económico que caracteriza al Estado Boliviano, la inversión pública tiene un rol preponderante en el aparato productivo, evidenciándose en la gestión 2011 en el elevado gasto de capital y en la mayor participación de las empresas públicas.

Es así que en 2011, el gasto de capital alcanzó la cifra récord de Bs22.113 millones, superior en 50% al registrado en 2010, explicado principalmente por la inversión de los gobiernos autónomos municipales que ascendió a Bs8.231 millones representando el 37% del total invertido. La Administradora Boliviana de Caminos (ABC) representó el 14% de la inversión, con importantes proyectos carreteros como el Corredor Norte, la Doble Vía La Paz-Oruro, la carretera Potosí-Uyuni, la carretera de Integración Sur, la pavimentación de la carretera Norte Santa Cruz y varios programas de mantenimiento, prevención y rehabilitación de carreteras.

Asimismo, se observó un cambio importante en la composición del gasto de capital. En los últimos años, las empresas públicas empezaron a desempeñar un rol más activo en la economía, ejecutando en la gestión 2011 el 14% del total del gasto de capital con Bs3.157 millones, mientras que el año 2005 esta participación llegaba apenas al 1%. Este incremento en la inversión se explica principalmente por YPFB, la principal empresa pública estratégica, que registró niveles récord de inversión en 2011, orientados a la ejecución de proyectos en las actividades de explotación, transporte, exploración, implementación de las Plantas Separadoras de Líquidos Río Grande y Gran Chaco, la instalación de redes de gas domiciliarias e implementación de estaciones de servicios a nivel nacional.

Por otro lado, dentro las Otras Instituciones resalta la inversión efectuada por el Tesoro General de la Nación en la compra del Satélite Túpac Katari.

CUADRO 18
Gastos de capital, 2009-2011 (p)

	En millones de Bolivianos			Participación			En porcentaje del PIB		
	2009	2010	2011(p)	2009	2010	2011(p)	2009	2010	2011(p)
Gastos de Capital	15.638	14.737	22.113	100	100	100	12,8	10,7	13,1
Municipios	8.037	6.545	8.231	51	44	37	6,6	4,7	4,9
Gobernaciones	3.210	2.657	2.685	21	18	12	2,6	1,9	1,6
ABC	2.053	2.336	3.076	13	16	14	1,7	1,7	1,8
Empresas Públicas	1.339	1.193	3.157	9	8	14	1,1	0,9	1,9
Otras Instituciones	998	2.006	4.964	6	14	22	0,8	1,5	2,9

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas
Elaboración: MEFP-VTGP- Dirección General de Análisis y Políticas Fiscales
Nota: (p) preliminar

El superávit fiscal de Bs1.382 millones, junto con el financiamiento externo obtenido en la gestión (equivalente a Bs2.965 millones), determinó una nueva disminución del financiamiento interno al sector público por Bs4.347 millones. De esta manera, durante 2011 el conjunto de las entidades del SPNF continuó acumulando recursos (**Cuadro 19**).

CUADRO 19
Financiamiento del Sector Público no Financiero
(En millones de bolivianos)

	Flujos en millones de Bs ^{1/}			En porcentajes del PIB ^{2/}			Variación	
	2009	2010	2011(p)	2009	2010	2011(p)	Absoluta	%
Financiamiento	-109	-2.136	-1.382	-0,1	-1,7	-0,8	934	40,3
Financiamiento externo	1.277	1.415	2.965	1,0	1,0	1,7	1.551	109,6
Desembolsos	3.784	5.609	7.760	3,1	4,1	4,6	2.151	38,3
Amortizaciones	-2.505	-4.159	-4.686	-2,1	-3,0	-2,8	-526	-12,7
Otros	-2	-35	-109	0,0	0,0	-0,1	-74	212,1
Financiamiento interno	-1.386	-3.730	-4.347	-1,1	-2,7	-2,6	-617	-16,5
Banco Central	-501	-6.749	-4.416	-0,4	-4,9	-2,6	2.333	34,6
Crédito	290	609	3.264	0,2	0,4	1,9	2.655	435,7
Depósitos	-685	-7.536	-7.274	-0,6	-5,5	-4,3	262	3,5
Cuasifiscal	-106	177	-406	-0,1	0,1	-0,2	-583	329,0
Sistema financiero ^{1/}	615	2.995	-600	0,5	2,2	-0,4	-3.595	120,0
d/c Sistema Bancario	892	-440	-1.092	0,7	-0,3	-0,6	-652	-148,1
Otro financiamiento interno ^{2/}	-1.501	24	669	-1,2	0,0	0,4	645	2.640,6

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas - Banco Central de Bolivia
Elaboración: Dirección General de Análisis y Políticas Fiscales
Notas: (p) Cifras preliminares
^{1/} Incluye resto del sistema bancario, depósitos no corrientes y colocación de títulos a entidades financieras.
^{2/} Incluye deuda flotante, certificados fiscales y otros.

El financiamiento externo al sector público provino principalmente de fuentes multilaterales y bilaterales. Entre las primeras destacan los créditos otorgados por la CAF, BID y Banco Mundial, mientras que en las bilaterales destaca la R.B. de Venezuela y Alemania (KfW). Los desembolsos por deuda pública externa se destinaron a financiar actividades en los sectores transporte (infraestructura caminera), hidrocarburos, fortalecimiento institucional, sociales y otros.

Cabe destacar la reducción del CIN del BCB al sector público como resultado principalmente del incremento de los depósitos (Bs7.274 millones) en el ente emisor,¹⁴ mayor a los créditos desembolsados (Bs3.264 millones). Estos últimos fueron otorgados en el marco del Crédito de Emergencia al TGN, YPFB, Empresas Públicas Nacionales Estratégicas (EPNE), Empresa Nacional de Electricidad (ENDE) y la Corporación Minera de Bolivia (COMIBOL) y de otros pasivos con el BCB relacionados con los procesos de cierre de entidades financieras en liquidación.

El financiamiento del resto del sistema financiero también registró una disminución de Bs600 millones como resultado, de las redenciones netas de títulos valores por parte del TGN, con el fin de disminuir el costo y ampliar los plazos. En la partida “Otro financiamiento interno” el SPNF recibió recursos por Bs669 millones, principalmente por deuda flotante que fue compensada parcialmente por la redención neta de certificados fiscales y bonos colocados en forma directa a las AFP.¹⁵

Los depósitos del SPNF en el BCB continuaron aumentando en 2011, manteniendo la tendencia creciente registrada en los últimos seis años (**Gráfico 25**). A fines de 2011, estos depósitos representaron el 21,6% del PIB, mayor al de diciembre 2010 en 0,4 pp.

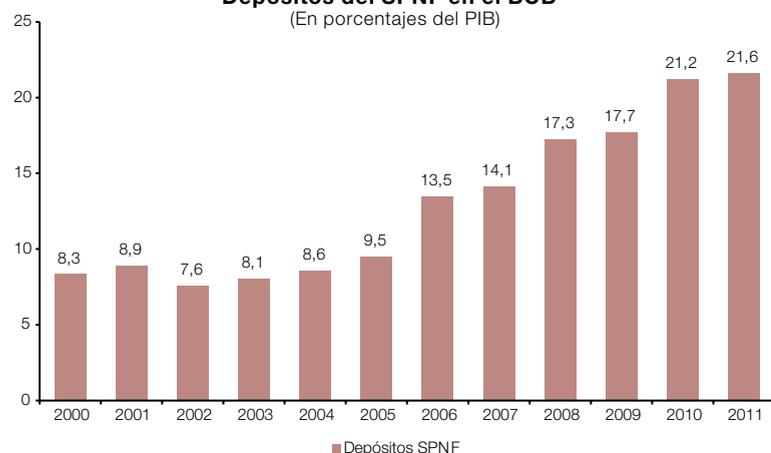
2.5 Indicadores de vulnerabilidad: medición del riesgo país

En 2011 la agencia calificadora de riesgo *Standard & Poor's* mejoró la calificación de riesgo de la deuda soberana de largo plazo de Bolivia al pasar de la categoría “B” a “B+”, gracias a los buenos resultados en materia fiscal que contribuyeron a la reducción del saldo de la deuda con respecto al PIB, y el fortalecimiento de los indicadores externos (reservas internacionales y saldos positivos de cuenta corriente y de posición de inversión internacional); asimismo, colocó en perspectiva positiva dicha calificación.

Respecto a las agencias *Fitch Ratings* y *Moody's Investors*, ambas mantuvieron sus calificaciones de riesgo después de mejorarlas en 2010.

El grado de vulnerabilidad de la economía boliviana para la gestión 2011 continuó siendo significativamente bajo respecto a años anteriores (**Cuadro 20**). Los elevados niveles de reservas internacionales, los bajos ratios de deuda pública, así como la solvencia y calidad de los activos del sistema bancario, continuaron mostrando la solidez de la situación financiera externa e interna del país.

GRÁFICO 25
Depósitos del SPNF en el BCB^{1/}
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Banco Central de Bolivia
Elaboración: BCB – Asesoría de Política Económica
Nota: 1/Valorados a tipo de cambio de fin de período, que es diferente al del financiamiento que considera tipo de cambio fijo.

14. Este aumento se constituye en un nuevo record para el país.

15. En fechas 18 de noviembre y 23 de diciembre 2011 el TGN canceló UFV35 millones y UFV 30 millones respectivamente, lo que equivale a Bs111 millones.

CUADRO 20
Indicadores de vulnerabilidad

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Cobertura de Liquidez								
Reservas Internacionales Netas (mill. de \$us)	1.123	1.714	3.178	5.319	7.722	8.580	9.730	12.019
RIN en porcentajes de:								
Depósitos en dólares	39	57	102	162	216	198	251	317
Depósitos totales	34	48	78	103	115	103	109	112
Dinero en sentido amplio (M'3)	30	40	62	77	86	80	80	83
Base Monetaria	157	174	224	231	241	202	208	197
RIN sin oro (mill. de \$us)	724	1.244	2.600	4.555	6.928	7.583	8.133	9.909
RIN sin oro en porcentajes de:								
Depósitos en dólares	25	42	84	139	194	175	210	261
Depósitos totales	22	35	63	88	103	91	91	92
Dinero en sentido amplio (M'3)	19	29	51	66	77	70	67	68
Activos Externos Netos de CP (AEN) del Sistema Financiero (mill. de \$us)	561	824	901	767	918	1.494	1.437	1.177
Activos Externos Netos de CP (AEN) Consolidados del Sistema Financiero (mill. de \$us)	1.684	2.538	4.079	6.086	8.640	10.075	11.166	13.196
AEN en porcentajes de:								
Depósitos en dólares	58	85	131	185	242	233	288	348
Depósitos totales	51	71	100	118	129	121	125	123
Dinero en sentido amplio (M'3)	45	59	80	88	96	94	92	91
Ratios de Deuda (% del PIB)								
Deuda Pública Total								
Deuda Interna:								
Del TGN	21,2	21,8	20,4	19,1	16,5	17,4	16,9	13,4
Del BCB	1,0	1,3	2,8	8,7	14,8	10,1	7,0	7,1
Deuda Pública Externa	57,4	51,6	28,2	16,7	14,6	14,8	14,6	14,2
Deuda Externa Privada Mediano y Largo Plazo	12,4	22,1	20,7	19,8	17,7	15,2	11,9	9,0 ^{2/}
Saldo de la Deuda Externa Pública en Valor Presente / Exportac de ByS promedio móvil	160,6	91,2	52,2	46,6	39,9	39,0	38,7	43,7
Deuda Externa de Corto Plazo/RIN ^{1/}	127,3	35,7	20,2	10,8	6,7	6,6	6,4	5,1
Dolarización Financiera (en porcentajes)								
Depósitos en dólares	89,0	83,9	76,1	63,9	53,1	52,5	43,9	36,0
Depósitos totales	96,2	92,5	85,6	80,8	66,0	61,7	43,7	30,6
Indicadores Bancarios								
Pesadez de Cartera (%)	14,0	11,3	8,7	5,6	4,3	3,5	2,2	1,7
Coefficiente de Adecuación Patrimonial (CAP)	14,9	14,7	13,3	12,6	13,7	13,3	11,9	12,3
ROE	-1,2	6,4	13,3	21,2	20,3	20,6	17,3	19,5
(Disponibilidades+inversiones temporarias)/Activos	28,3	30,7	33,9	35,2	43,3	48,0	39,0	37,6
Items de memorandum								
Balance Fiscal (acumulado en % del PIB)	-5,5	-2,2	4,5	1,7	3,2	0,1	1,7	0,8
Balanza Comercial (acumulada en mill. de \$us)	302	457	1.060	1.004	1.445	483	907	701
Balanza de Pagos en Cuenta Corriente ^{2/} (acumulada en % del PIB)	3,8	6,5	11,4	12,0	11,9	4,0	4,6	3,6 ^{2/}
Depósitos Totales del Sistema Financiero (mill. de \$us)	3.275	3.590	4.099	5.168	6.718	8.308	8.919	10.715
Del cual Depósitos a la Vista	685	736	867	1.084	1.411	1.896	2.127	2.479

Notas: Se utiliza el tipo de cambio de compra de fin de período
^{1/} No incluye deuda intrafirma de mediano y largo plazo
^{2/} Se calcula trimestralmente. El dato de diciembre de cada año corresponde al acumulado de todo el año
^{3/} Datos a septiembre 2011

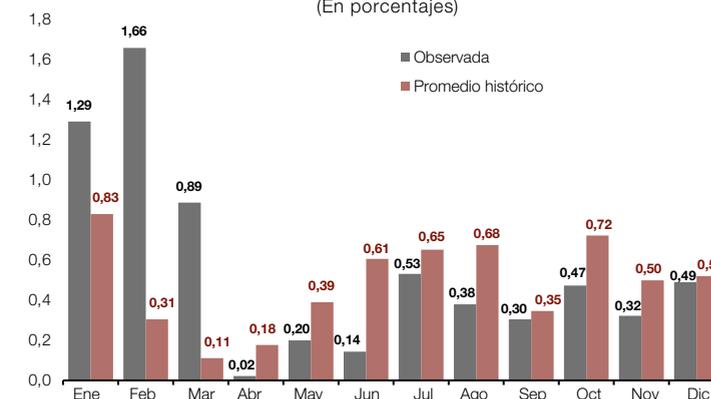
- (*) Definiciones:
- Dolarización de los depósitos, se refiere al total de los depósitos en moneda extranjera y mantenimiento de valor como porcentaje de los depósitos totales
 - Dolarización del crédito, se refiere al total de la cartera en moneda extranjera y mantenimiento de valor como porcentaje de la cartera total
 - Pesadez de Cartera, expresa la proporción de la cartera en mora sobre la cartera total
 - El Coeficiente de Adecuación Patrimonial (CAP) es un indicador resumido que muestra el grado en que el patrimonio de una entidad puede hacer frente a los riesgos inherentes a la intermediación de recursos que realiza.
 - ROE (Return on Equity), es la rentabilidad sobre recursos propios
 - (Disponibilidades + inversiones temporarias)/activos, mide la relación de activos líquidos sobre el total de activos de una entidad financiera.

III. CRITERIOS DE CONVERGENCIA Y GRADO DE CUMPLIMIENTO

3.1 Evolución de los precios

El primer criterio de convergencia de la CAN señala que la inflación no debe superar un dígito, aspecto que Bolivia cumplió en la gestión pasada. En efecto, al cierre de 2011 la variación a doce meses del IPC fue de 6,9%. Cerca del 60% de la inflación anual se acumuló en el primer trimestre (3,9pp), existiendo una clara diferenciación en la dinámica de precios respecto al resto del año, caracterizándose el primer período (enero-marzo) por una aceleración inflacionaria y, el segundo (abril-diciembre), por una fase de estabilización. En efecto, examinando el comportamiento de las tasas de inflación mensuales entre enero y marzo, éstas alcanzaron valores atípicos superando holgadamente a los promedios históricos, hecho que incidió notablemente en el comportamiento anual de los precios. Por el contrario, en los últimos nueve meses del año, las tasas se situaron de modo sistemático en niveles por debajo de las medias históricas, contribuyendo a profundizar la tendencia decreciente de la variación de precios (**Gráfico 26**).

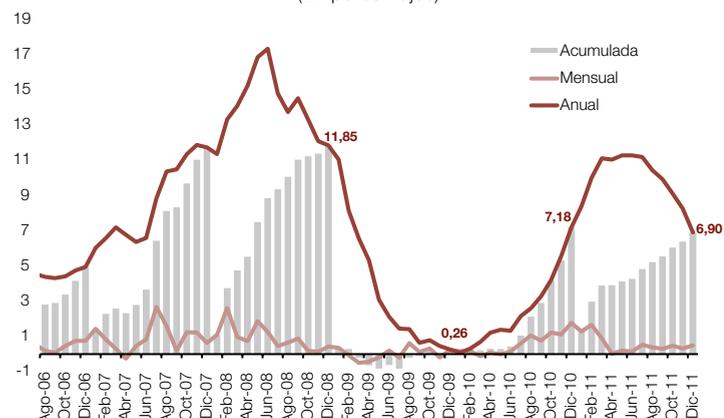
GRÁFICO 26
Inflación mensual y promedios históricos
(En porcentajes)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística
 Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica
 Nota: Los promedios históricos corresponden al período 1990-2010
 Los promedios fueron ajustados para excluir la influencia de outliers

En términos interanuales, entre enero y marzo de 2011 la variación de precios siguió una senda ascendente, continuando la tendencia iniciada en la segunda mitad de 2010. Posteriormente, en el segundo trimestre del año, la inflación moderó su ritmo de crecimiento e inició su estabilización oscilando alrededor del 11%. Finalmente, a partir de julio la inflación interanual cayó continuamente, mes a mes, convergiendo gradualmente a una tasa de 6,9% (**Gráfico 27**). Este comportamiento reflejó también el efecto estadístico del bajo registro inflacionario en el primer semestre de 2010 (0,4%) y la elevada tasa acumulada en la segunda mitad de ese año (6,7%).

GRÁFICO 27
Inflación mensual, acumulada y anual
(En porcentajes)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Elaboración: BCB – Asesoría de Política Económica

La moderación y gradual descenso de la inflación entre abril y diciembre de 2011 respondió principalmente a los siguientes factores internos y externos a la economía nacional: i) la mitigación de presiones inflacionarias externas; ii) la moderación de la inflación de alimentos como resultado de las políticas gubernamentales para normalizar el abastecimiento del mercado interno; y iii) expectativas inflacionarias a la baja por parte del público.

Estos factores fueron propiciados en gran medida por las políticas económicas del Órgano Ejecutivo y del BCB. En el primer caso por medio de una política fiscal austera, programas de abastecimiento a los mercados y la promoción a la producción de alimentos. En el segundo, a través de la contracción de la liquidez (con un incremento de la oferta de títulos de regulación monetaria, las reformas al encaje legal y la venta directa de bonos al público) y la política cambiaria de apreciación de la moneda nacional (para mitigar la inflación importada), junto a una activa política comunicacional con la población.

Es oportuno remarcar que el comportamiento de la inflación en 2011 fue plenamente consistente los objetivos de política económica planteados en el Acuerdo de Decisión de Ejecución del Programa Fiscal-Financiero suscrito entre el MEFP y el BCB a inicios de 2011, donde se fijó un objetivo de 6% para la inflación anual. La evolución de la inflación en el año fue también coherente con las proyecciones efectuadas en este documento y en los IPM del BCB de enero y julio de 2011.

3.2 Déficit del sector público

La política fiscal está orientada a un manejo prudente de las finanzas públicas contribuyendo a mantener la estabilidad macroeconómica. La disciplina fiscal comprometida quedó plasmada en el documento "Decisión de Ejecución del Programa Fiscal- Financiero 2011" firmado entre el MEFP y el BCB que establece metas fiscales y monetarias. En dicho programa se estimó un déficit fiscal de 4,2% del PIB para la gestión 2011.

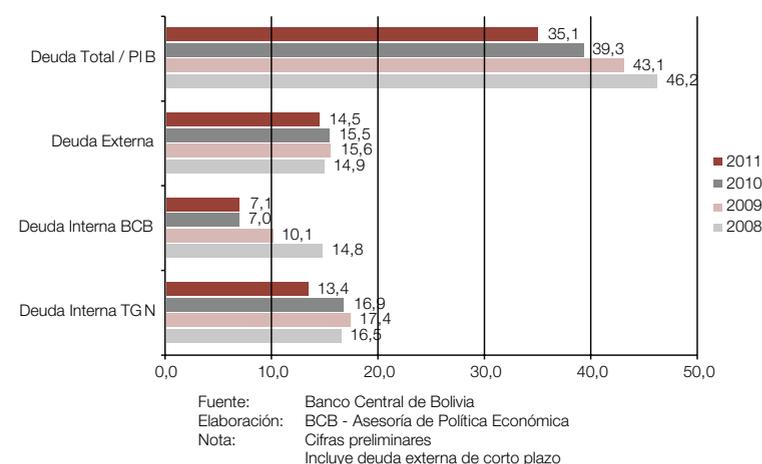
De acuerdo con los criterios de convergencia de la CAN, se determinó que el déficit del SPNF de cada país miembro no debe exceder el 3% del PIB. En 2011, de manera consecutiva y por sexta vez, las operaciones consolidadas del SPNF registraron un superávit (equivalente al 0,8% del PIB), cumpliendo de manera holgada el criterio de convergencia.

3.3 Endeudamiento público

El tercer criterio de convergencia se refiere al endeudamiento público y establece que el saldo de la deuda pública (externa e interna) del sector público consolidado no debe exceder al 50% del PIB al final de cada ejercicio económico.

A diciembre de 2011, el saldo de la deuda pública total alcanzó a \$us8.637 millones, del cual 41,4% correspondió a deuda externa total, 38,3% a deuda interna del SPNF y 20,3% a deuda interna del BCB. En el año 2011, el ratio Deuda Total / PIB fue de 35,1%, inferior al criterio de convergencia establecido (**Gráfico 28**).

GRÁFICO 28
Coeficientes de la Deuda Pública
(Valor Nominal de la Deuda / PIB)



Como resultado de un moderado comportamiento del saldo de la deuda pública y el incremento del PIB, el indicador de deuda pública mejoró en los últimos años. En 2008 el ratio Deuda Total / PIB fue de 46,2%, en 2009 y 2010 este indicador se ubicó en 43,1% y 39,3% respectivamente.

Entre los hechos relevantes que determinaron la evolución de la deuda externa pública, se cuentan los siguientes:

- En abril de 2008 el Gobierno de la República Popular de China condonó RMY35 millones, equivalente a \$us5 millones, para apoyar a Bolivia a desarrollar su economía.
- En diciembre de 2008, el Gobierno del E.P. de Bolivia efectuó el prepago de \$us207,5 millones correspondientes a tres créditos de la CAF. En el mismo mes, este organismo desembolsó \$us209,4 millones por tres nuevos préstamos en mejores condiciones financieras que los préstamos pre pagados.
- En septiembre de 2009 se suscribió el “Programa de Conversión de Deuda del E. P. de Bolivia frente al Reino de España” por un total de \$us77,6 millones y EUR 5,1 millones. El Acuerdo prevé la constitución de un Fondo “Bolivia-España” en el cual se depositará el 40% del servicio de la deuda sujeta a condonación, de acuerdo con el plan de pagos de cada crédito.
- En abril de 2009 el Gobierno del E.P. de Bolivia efectuó el prepago de \$us40,6 millones correspondientes a un préstamo de la CAF. En la misma fecha, la CAF desembolsó \$us40,9 millones en mejores condiciones financieras que el préstamo pre pagado.
- El 2010 se redimieron los bonos emitidos a favor del Fondo de Desarrollo Nacional (FDN) de Venezuela por un monto de \$us89,5 millones (capital e intereses).
- En la gestión 2011, el Gobierno del E.P. de Bolivia efectuó importantes pagos por concepto de deuda de corto plazo los cuales llegaron en total a \$us426,6 millones correspondientes a créditos con Petróleos de Venezuela S.A. (PDVSA).

Con relación a la deuda interna, en 2011 la deuda del BCB se incrementó en 27,4% mientras que la deuda del TGN disminuyó en 1,4% (**Cuadro 21**). En el caso de la primera, su crecimiento se debió a la mayor colocación de títulos en MN con fines de regulación monetaria mediante OMA.

Por su parte, la deuda del TGN que es contraída por el gobierno disminuyó en 1,4%, principalmente por la cancelación de Bonos C. No obstante que también se redimieron algunos vencimientos de Bonos AFP, el saldo por estos títulos aumentó debido al incremento regular de la cotización de la UFV.

CUADRO 21
Deuda pública interna con el sector privado
(En millones de dólares)

	Dic-10 (1)	Dic-11 (p) (2)	Variación (2) / (1)	
			Absoluta	%
A. TGN	3,336	3,289	-46	-1.4
TITULOS EMITIDOS POR EL TGN	3,206	3,160	-46	-1.4
LETRAS C	0			
BONOS C	1,397	1,253	-144	-10.3
BONOS AFP	1,809	1,907	97	5.4
OTROS BONOS				
OTROS^{1/}	129	129	0	0
B. TITULOS EMITIDOS POR EL BCB	1,377	1,754	377	27.4
LETRAS D	643	973	330	51.3
BONOS D	502	465	-38	-7.5
REQUERIMIENTO ACTIVOS LIQUIDOS	232	316	84	36.5
<i>Item pro memoria</i>				
Deuda en MN y UFV respecto al total (%)	83.3%	84.4%		

Fuente: Banco Central de Bolivia
Elaboración: BCB – Asesoría de Política Económica
Nota: (p) Cifras preliminares
^{1/} Incluye deuda parcial de municipios y otra deuda.

COLOMBIA



Foto: Colombia Travel

INFORME DE SEGUIMIENTO DE LAS METAS DE CONVERGENCIA MACROECONÓMICA DE COLOMBIA



Banco de la República
de Colombia



Ministerio de Hacienda y
Crédito Público
República de Colombia

La Economía Colombiana: resultados en 2011 y perspectivas para 2012

Después de que la economía mundial alcanzara un crecimiento de 5,2% en 2010, lo que parecía vislumbrar una salida definitiva de la crisis de 2008, el año pasado se produjo una desaceleración de la actividad global a una tasa de 3,8%, según estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI). Los factores que explican el menor crecimiento de 2011 se originaron en la crisis de la economía europea, la cual se fue profundizando a lo largo del año, hasta alcanzar un punto crítico en el cuarto trimestre. Si bien las dificultades de Grecia se conocían de tiempo atrás, en 2011 la situación de esa economía se agravó, ante la falta de un plan de rescate creíble que se fue posponiendo sucesivas veces en medio de las tensiones políticas entre los principales gobiernos europeos sobre cómo repartir los costos del mismo. Esa inacción tan prolongada frente a una crisis que empeoraba menoscabó la confianza en la región y generó síntomas de contagio que inicialmente afectaron a otros países como Irlanda y Portugal. Posteriormente, se extendió a las grandes economías de España e Italia, lo que hizo llegar a temer por la propia viabilidad del euro, ante el peligro de una insostenibilidad generalizada de la deuda pública en esos países.

La economía de los Estados Unidos, por su parte, ha venido mostrando señales encontradas a lo largo de 2011 y comienzos del presente año. Si bien su producto interno bruto (PIB) se desaceleró de 3% en 2010 a 1,7% en 2011, su desempeño ha venido mejorando paulatinamente. En el primer semestre de 2011 la interrupción de la cadena de suministros japonesa, el debate alrededor del techo de la deuda pública y los elevados precios del petróleo se reflejaron en un lento ritmo de la actividad económica estadounidense, que apenas alcanzó un crecimiento (trimestral anualizado) de 0,4% en el primer trimestre y de 1,3% en el segundo. No obstante, a medida que algunos de estos factores se fueron superando, y que dicha economía mostró resistencia frente a la crisis europea, la confianza se empezó a recuperar, el gasto de los hogares alcanzó mayor dinamismo, y la actividad manufacturera comenzó a expandirse. De esta manera, en el tercer trimestre el PIB de los Estados Unidos creció 1,8% (trimestral anualizado) y en el cuarto trimestre lo hizo en 3,0%. Este desempeño puede considerarse como favorable, si se tiene en cuenta que los desbalances estructurales que dieron origen a la crisis aún no han terminado de superarse. Como reflejo de esta mejoría, la tasa de desempleo en ese país ha comenzado a descender, las solicitudes de seguro de desempleo han caído, y la confianza de los consumidores y su nivel de consumo muestran signos positivos.

Al igual que en años anteriores, durante 2011 las economías emergentes lideraron el crecimiento mundial, aunque a un ritmo algo menor. El FMI estima que estos países se expandieron 6,2% en 2011 frente al 7,3% alcanzado en 2010. El menor ritmo de actividad obedeció, en parte, al deterioro de la demanda externa, así como al efecto rezagado de políticas monetarias y fiscales restrictivas que varios de estos países en Asia y América Latina adoptaron en 2010, al detectar síntomas de recalentamiento.

En este contexto mundial tan desigual, que continúa siendo incierto hacia futuro, la economía colombiana logró un comportamiento sobresaliente. El PIB, que en 2010 había alcanzado una expansión de 4,0%, en 2011 continuó reportando resultados cada vez mejores, hasta alcanzar un máximo de 7,5% en el tercer trimestre. Esta última tasa es comparable con algunos de los crecimientos trimestrales observados en 2006 y 2007, cuando la producción mundial se expandía a un elevado ritmo, y la demanda externa contribuía de forma importante a esta dinámica. Aunque en el cuarto trimestre la actividad económica se moderó (6,1%), como resultado del debilitamiento de la demanda externa y del retiro progresivo del estímulo monetario, para todo 2011 la economía colombiana alcanzó una cifra de 5,9%, que representa uno de los más altos crecimientos en décadas. Sin duda este resultado muestra que Colombia ha logrado resistir el choque negativo proveniente de la crisis europea, en condiciones en las que los Estados Unidos, su principal socio comercial, crece a tasas moderadas.

El crecimiento económico favorable en 2011, en medio de un contexto externo tan deteriorado e incierto, residió en el fortalecimiento de la demanda interna, la cual se expandió 8,8%, comparable con el período de auge registrado en 2006. Como se detalla en este informe, dentro de la demanda interna el gasto más dinámico fue la inversión en capital fijo, que creció a una tasa de 16,6%, la segunda más alta desde 2000. En este rubro, estimulado por los altos precios internacionales de productos básicos y por las bajas tasas de interés comerciales que predominaron en la mayor parte del año, se destaca la inversión en maquinaria y equipo, y equipo de transporte. Igualmente, la inversión en edificaciones (incluida vivienda) mostró un comportamiento dinámico aumentando 5,3%, lo que contrasta con dos años consecutivos de disminuciones. La inversión en obras civiles mantuvo también una expansión importante (6,7%), superior al promedio observado en los dos años anteriores.

Al igual que la inversión, en 2011 el consumo de los hogares mostró un dinamismo comparable con el de períodos de auge, al expandirse 6,5%, casi dos puntos porcentuales (pp) por encima del observado en 2010. Los rubros que más impulsaron este agregado fueron los bienes durables y semidurables, con tasas de crecimiento promedio cercanas al 20%. El consumo de este tipo de bienes estuvo favorecido por la abundancia de crédito a tasas de interés relativamente bajas, como también por la creciente confianza de los consumidores.

Desde el punto de vista de las ramas de actividad, las que más aportaron al crecimiento de 2011 fueron minería, transporte y comunicaciones, y comercio. Al igual que en los últimos cuatro años, el primer sector continúa mostrando ritmos de expansión de dos dígitos, impulsado por la creciente producción petrolera estimulada por los altos precios del crudo, las condiciones favorables para la inversión, y un relativo éxito en materia exploratoria. La extracción de carbón y de otros minerales también mostró un buen ritmo gracias a los altos precios internacionales y a los elevados flujos de inversión extranjera. De otra parte, el buen desempeño de los sectores de transporte y comunicaciones, y comercio, fue congruente con el comportamiento del consumo de los hogares.

El crecimiento económico de 2010 que continuó afianzándose en 2011 ha comenzado a tener efectos positivos en el mercado laboral. Al respecto se han venido observando importantes avances en materia de creación de empleo, con aumentos históricamente altos, lo que se ha traducido en una significativa reducción en la tasa de desempleo, llevándola a niveles que no se veían en décadas. En el nivel nacional la reducción en esta última tasa es particularmente significativa, si se tiene en cuenta que se ha producido en un contexto en el cual la oferta laboral, medida por la tasa global de participación, ha venido aumentando. Esto significa que aquellas personas que decidieron entrar a participar en el mercado laboral en búsqueda de un empleo han logrado encontrar oportunidades laborales. Los sectores que han tenido mayor dinamismo en la creación de puestos de trabajo han sido los de comercio, industria, construcción y servicios. Este comportamiento en el mercado laboral confirma el robusto crecimiento económico, impulsado en especial por la dinámica de la demanda interna. A pesar de lo anterior, la participación del sector informal en el mercado del trabajo es elevada y la tasa de desempleo de Colombia sigue siendo una de las más altas en América Latina.

La política monetaria ha venido acompañando este proceso de recuperación y consolidación del crecimiento económico, cumpliendo el papel que le corresponde, al propender por mantener la inflación alrededor de su meta y la utilización de los recursos de la economía cerca de su capacidad normal. Ello debe contribuir a que el crecimiento sea sostenible para no caer en los tradicionales excesos que la experiencia, de manera reiterada, ha demostrado que son muy costosos para el bienestar. Con ese propósito, a partir de febrero de 2011 se empezó a retirar paulatinamente el estímulo monetario, mediante nueve incrementos de 25 puntos básicos (pb) en la tasa de interés de política. Así, la tasa repo de expansión a un día pasó de un nivel de 3%, propio de una economía que amenazaba con entrar en recesión, a uno de 5,25%, más consistente con una demanda interna dinámica y con una brecha de producto positiva.

Cada decisión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) se ha tomado a partir de un riguroso análisis de la situación y perspectivas de la economía, y de una cuidadosa valoración de riesgos. En particular, cuando la amenaza de una crisis en Europa se agudizó a partir de septiembre pasado, se decidió hacer una pausa prolongada en el proceso de ajustes, a la espera de mayor información que permitiera tener más claridad sobre la suerte de la región y su capacidad de contagio a la economía colombiana. Este proceso se retomó en noviembre, cuando se llegó a la conclusión de que la economía colombiana mostraba un fuerte dinamismo a pesar de las condiciones externas adversas.

El incremento de la tasa de política llevado a cabo en Colombia se ha venido transmitiendo a las tasas de interés activas y pasivas de la economía, tanto en términos nominales como reales. Esto ha contribuido a que la rápida tendencia al endeudamiento que se observó a lo largo de 2011 empiece a moderarse, especialmente el de las empresas. No obstante, el crédito sigue creciendo a tasas altas. En febrero de este año la cartera total del sistema financiero aumentó a una tasa anual real promedio cercana al 16% y el crédito de consumo lo ha venido haciendo al 21%. Este es un comportamiento que durante el último año se ha observado en varios países de América Latina, donde, al igual que en Colombia, la participación de la cartera como proporción del PIB se ha incrementado.

Ante la rápida dinámica de la expansión del crédito en nuestro país, la JDBR ha sido en especial cuidadosa al hacer periódicamente un monitoreo de la calidad del crédito y de los riesgos para el sistema financiero. Como se reporta en este informe, no se advierte ningún incremento en los indicadores de mora ni deterioro en la calidad de la cartera, los cuales pudieran comprometer la estabilidad del sistema financiero. Sin embargo, durante el cuarto trimestre de 2011, el crecimiento de la cartera riesgosa para consumo y microcrédito ha venido aumentando, por lo cual es importante continuar vigilando estos indicadores.

En un contexto de elevado crecimiento económico, expansión de la demanda interna y dinámica generalizada del crédito como el descrito, la inflación en 2011 tuvo una tendencia creciente, al concluir el año en 3,73% frente a 3,17% observado en 2010. Aunque no es un resultado que pudiera catalogarse como un desborde inflacionario —pues se sitúa en el rango de 2% a 4%—, sí es un comportamiento que despierta la preocupación de la JDBR, al ver que en 2011 la inflación continuó alejándose de la meta de 3% establecida para el largo plazo. La autoridad monetaria no puede ser complaciente con esta situación, en un entorno en que las expectativas de inflación a uno o más años se sitúan cerca de 4%, y donde la demanda crece a niveles que pudieran llevar al agotamiento de la capacidad ociosa. Por esta razón, la JDBR ha venido adoptando las decisiones que considera oportunas y adecuadas, tal como se anotó.

La evolución de la inflación anual al consumidor en los dos primeros meses de 2012 comienza a mostrar resultados alentadores. En febrero la variación anual del IPC se situó en 3,55%, descendiendo casi 20 pb frente al dato de finales de 2011, interrumpiendo así su tendencia a alejarse de la meta de 3%. En el mismo período el promedio de los indicadores de inflación básica también descendió ligeramente de 3,15% a 3,05%. Este mejor comportamiento se logró a pesar de que los precios de los combustibles han continuado aumentando, como resultado de las mayores cotizaciones internacionales del petróleo. Dos rubros contribuyeron a esta mejoría. En primer lugar, la variación anual en el precio de los alimentos comenzó a ceder gracias a que la normalización de las lluvias ha permitido recuperar la oferta en este sector. De otro lado, la variación en el precio de los bienes transables también ha disminuido, en parte por la menor tasa de cambio. La corrección que se advierte en la inflación básica en los primeros dos meses del año podría ser un síntoma de que el ajuste de la política monetaria comienza a operar en forma debida. Los pronósticos del equipo técnico indican que esta tendencia favorable de la inflación al consumidor podría continuar en los próximos meses.

Durante 2011 las condiciones cambiantes de la economía nacional e internacional determinaron períodos distintos en el comportamiento de la tasa de cambio nominal, en un contexto donde el Banco de la República intervino en el mercado cambiario durante los primeros nueve meses del año, mediante subastas diarias de US\$20 millones (m). Fue así como entre enero y finales de junio de 2011 el peso colombiano tendió a apreciarse en medio de una disminución de las primas de riesgo y de las expectativas de una mejora en la calificación de la deuda pública, que finalmente le fue otorgada al país en mayo y junio. Posteriormente, entre agosto y diciembre de 2011 se observó una tendencia a la depreciación del peso, asociada con el nerviosismo de los mercados por la agudización de la crisis en Grecia y otros países europeos y las

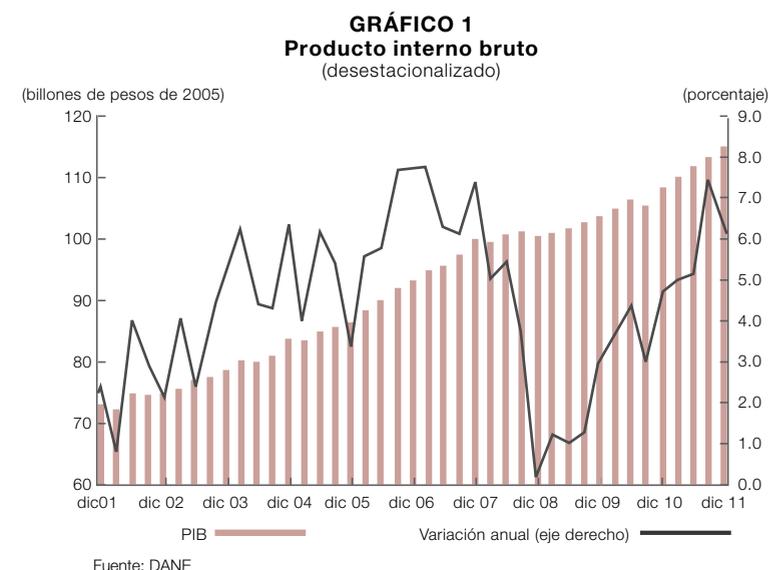
menores perspectivas de crecimiento de la economía mundial anunciadas por el FMI. Estos comportamientos opuestos de la tasa de cambio del peso frente al dólar en el transcurso del año tendieron a compensarse, por lo cual la comparación de la tasa de cambio nominal entre finales de 2011 y un año atrás solo registra una depreciación de 1,5%. Por su parte, la tasa de cambio real, al tener en cuenta los diferenciales de inflación entre países sugiere un mejor diagnóstico sobre la competitividad de Colombia, mostrando que durante 2011 el peso colombiano se depreció frente a las monedas de los principales socios comerciales. El Informe presenta un análisis detallado de estos indicadores y de las variables que los determinan.

Durante los dos primeros meses de 2012 de nuevo empieza a manifestarse una tendencia a la apreciación tanto en términos nominales como reales. Ello como resultado de la menor incertidumbre sobre la suerte de la economía europea, los mejores datos que se han dado a conocer sobre el desempeño de la economía de los Estados Unidos, y la renovada confianza en la economía colombiana, respaldada por su buen desempeño durante 2011 y las perspectivas favorables para el presente año. En este contexto, el pasado 6 de febrero se reinició el programa de intervenciones mediante subastas competitivas por US\$20 m diarios, que se había interrumpido el 30 de septiembre de 2011. Hasta el momento la JDBR ha anunciado que dichas intervenciones se prolongarán al menos hasta el mes de agosto, por montos de por lo menos US\$20 m diarios.

Como se describe en este Informe, las perspectivas económicas para 2012 son positivas, con un crecimiento que se estima podría ubicarse en un rango entre 4% y 6%, dependiendo de lo que pueda ocurrir con la situación en Europa y sus efectos sobre la economía mundial y la colombiana. Si bien es previsible un menor dinamismo de la demanda mundial, la expansión de las economías emergentes contribuirá a mantener elevados los precios de las materias primas, favoreciendo el flujo de inversión extranjera hacia el país y el ingreso nacional mediante favorables términos de intercambio. También cabe esperar que se mantenga el dinamismo de la demanda privada, como resultado de la confianza de consumidores e inversionistas que continúa en niveles históricamente altos. Lo anterior probablemente será complementado por el crecimiento de la inversión pública. Los indicadores líderes de actividad económica para los primeros dos meses de 2012 confirman el buen desempeño que continúa teniendo la economía colombiana.

I. ACTIVIDAD ECONÓMICA

De acuerdo con el DANE, en 2011 el PIB colombiano creció 5,9%, lo que representa el mejor desempeño en cuatro años. La economía nacional comenzó 2011 registrando una tasa de expansión algo superior a su promedio desde 2000; continuó ganando momentum conforme avanzaba el año y alcanzó su pico en el tercer trimestre, cuando creció 7,5%, uno de los mayores aumentos de las últimas décadas. Posteriormente, en el cuarto trimestre se observó una desaceleración que, de todas formas, implicó una tasa de crecimiento (6,1%) por encima de la registrada en el primer semestre del año (**Gráfico 1**).



A grandes rasgos se puede afirmar que en el segundo semestre de 2011 Colombia supo resistir en buena medida los embates de los problemas económicos internacionales y en particular los provenientes de Europa. A pesar de que algunas de las economías de esta región figuran entre los principales socios comerciales del país, sus problemas no parecen haber golpeado de manera significativa las exportaciones colombianas. La situación externa tampoco parece haber afectado de manera importante la confianza de los inversionistas y de los consumidores, ni se vio reflejada en un incremento de la prima de riesgo.

La delicada situación internacional no impidió que la demanda interna creciera a una tasa que se equipara con las más altas desde 1990 (8,8%) y comparable con la registrada en 2006 (8,8%), cuando la economía colombiana se encontraba en pleno auge. Parte de este desempeño fue posible por unos altos términos de intercambio y por abundantes flujos de inversión extranjera directa (IED), la cual alcanzó récords históricos, en particular la destinada al sector petrolero y a la minería.

1.1 Crecimiento del PIB por tipo de gasto en 2011

Dentro de la demanda interna el gasto más dinámico y el que más contribuyó a la expansión del PIB fue la inversión en capital fijo, la cual creció a una tasa de 16,6%; la segunda más alta desde el año 2000 (**Cuadro 1**). El buen desempeño de este agregado se explicó, a su vez, por la dinámica que mostraron las inversiones en maquinaria y equipo de transporte, que aumentaron a tasas muy por encima de sus promedios. Durante 2011 estos componentes se vieron favorecidos por unas tasas de interés comerciales que se mantuvieron bajas durante todo el año, así como por una apreciación de la tasa de cambio que en términos relativos ayudó a abaratar los bienes de capital importados.

CUADRO 1
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2009	2010	2011				2011
	Año Completo	Año Completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año Completo
Consumo total	1.6	5.1	5.0	6.8	5.9	5.5	5.8
Consumo de hogares	0.6	5.0	5.5	7.8	6.7	6.1	6.5
Bienes no durables	1.3	1.8	2.4	6.2	4.9	3.7	4.3
Bienes semidurables	(3.7)	9.8	13.6	19.4	13.8	13.7	15.1
Bienes durables	(6.0)	20.9	36.7	34.4	19.6	8.5	23.9
Servicios	2.2	3.5	3.3	4.4	5.1	5.3	4.6
Consumo final del Gobierno	5.9	5.5	2.4	2.6	2.6	3.0	2.6
Formación bruta de capital	(4.1)	7.3	16.0	18.3	22.4	12.4	17.2
Formación bruta de capital fijo	(1.3)	4.6	12.7	13.8	23.7	16.5	16.6
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	2.6	5.5	3.0	3.1	1.9	1.3	2.3
Maquinaria y equipo	(12.1)	20.2	26.7	28.9	28.0	20.2	25.8
Equipo de transporte	(5.4)	12.0	51.9	52.2	40.5	39.1	45.2
Construcción y edificaciones	(4.9)	(2.0)	1.1	5.2	13.2	2.3	5.3
Obras civiles	13.1	(2.0)	(10.8)	(13.1)	22.2	15.5	6.7
Servicios	1.1	9.6	5.7	6.3	8.9	1.4	5.5
Demanda interna	0.3	5.6	7.9	9.7	9.8	7.9	8.8
Exportaciones totales	(2.8)	1.3	10.1	7.6	12.3	15.8	11.4
Importaciones totales	(9.1)	10.5	21.1	24.7	20.3	20.1	21.5
PIB	1.7	4.0	5.0	5.1	7.5	6.1	5.9

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La inversión destinada a la construcción de edificaciones (incluida vivienda) y a trabajos de obras civiles también creció, pero menos que el grupo anterior. Contrastando con las disminuciones de los dos años anteriores, el primero de estos agregados aumentó 5,3% en todo 2011. A pesar de esto, el nivel de inversión en la construcción de edificaciones aún es menor que el máximo registrado en 2008 (cuando esta creció 13,2%), lo que implica que este tipo de gasto es el único que no se ha recuperado totalmente luego de la crisis que comenzó en dicho año. En cuanto a la inversión

en obras civiles, esta mantuvo un ritmo de expansión importante (6,7%), superior al observado en promedio en los dos años anteriores. Este comportamiento se explicó por una fuerte dinámica en el segundo semestre, que compensó el lento comienzo de año.

Paralelamente, en 2011 se registró una importante acumulación de existencias duplicando las acumuladas en 2010. De esta forma, la inversión total mostró un crecimiento considerable del orden del 17%, lo que incrementó su participación dentro del PIB, alcanzando un 27,1%, cuando en el año 2000 esta representaba apenas el 14,5%. Esta dinámica da buenos indicios sobre la posibilidad de futuras expansiones del PIB potencial.

Al igual que la inversión, en 2011 el consumo de los hogares mostró un dinamismo solo comparable con el observado en períodos de auge económico. En el año este agregado se expandió 6,5%, casi 2 pp más que en 2010. Los grandes impulsores de dicho consumo fueron los bienes durables y semidurables, los cuales crecieron a una tasa promedio de 20% anual. Las compras de estos tipos de bienes se vieron beneficiadas por tasas de interés que durante todo el año permanecieron por debajo de sus promedios históricos calculados desde 1998 y por un sistema financiero sólido que estuvo en capacidad de ofrecer suficientes fondos para cubrir las necesidades de crédito de los agentes (la cartera de consumo en términos reales creció cerca del 20% en 2011). De igual forma, tal como en el caso de la inversión, el consumo privado se vio beneficiado por la leve apreciación del tipo de cambio que contribuyó a abaratar los bienes durables, con los vehículos como ítem principal. Es así como en 2011 se rompieron de nuevo los récords de ventas de estos bienes, aunque en el segundo semestre del año se registró una desaceleración en su tasa de crecimiento.

Los bienes no durables y los servicios también mostraron un buen desempeño. Estos gastos se aceleraron en 2011 y contribuyeron en conjunto con más de la mitad del crecimiento del consumo de los hogares. En términos generales, este último aumentó en un contexto caracterizado por un mercado laboral que mostró menores tasas de desempleo, una confianza de los hogares, que, a pesar de su dispar comportamiento durante el año, mostró niveles que pueden considerarse altos, y por un leve incremento de las remesas.

En contraste con lo registrado por el consumo privado, el del Gobierno mostró una tasa de expansión más modesta (2,6%) y se constituyó, por tanto, en el componente menos dinámico de la demanda. El comportamiento de este agregado en el primer semestre fue particularmente pobre, pero en la segunda mitad del año, con la aceleración de los giros del Gobierno nacional central (GNC), su desempeño mejoró ostensiblemente.

Respecto al flujo internacional de bienes y servicios, 2011 se caracterizó por un aumento significativo en el grado de apertura del país. Durante este año, tanto las importaciones como las exportaciones mostraron los crecimientos más altos desde 2000, a pesar de los problemas internacionales y del moderado comportamiento de los Estados Unidos (nuestro principal socio comercial). En el caso particular de las importaciones se observó un incremento real anual de 21,5% anual, gracias, principalmente, a las compras de bienes de capital y de materias primas. Aunque

las exportaciones, por su parte, aumentaron a una tasa comparativamente menor (11,4%), de todas maneras significó una aceleración importante, dado el crecimiento promedio cercano a cero, observado, en los dos años anteriores. Todo esto llevó a que la contribución de la demanda externa neta al PIB haya sido negativa y de mayor magnitud a la que se obtuvo en 2010.

1.2 Crecimiento del PIB por ramas de actividad en 2011

En 2011 las ramas de actividad de mayor dinamismo fueron, en su orden, la minería, el transporte y comunicaciones y el comercio (**Cuadro 2**). En el caso del sector minero, este completó cuatro años consecutivos mostrando los mayores ritmos de expansión entre todas las grandes ramas de actividad, con tasas de crecimiento de dos dígitos. Buena parte de este resultado se debió a la producción petrolera, que, aunque no alcanzó la meta del millón de barriles diarios, sí estuvo muy cerca de esa cifra al finalizar el año, lo que se tradujo en un aumento de 16,4% de la producción respecto al año anterior. En particular, la actividad petrolera siguió impulsada por los altos precios del crudo, las condiciones favorables para la inversión y un relativo éxito en materia exploratoria. A este último respecto cabe anotar que 2011 marcó registros máximos en pozos perforados (126) con un alto porcentaje de éxito.

Pero no solamente el petróleo explicó la importante dinámica del PIB minero en 2011. La producción de carbón creció 15,5% respecto al año anterior, y su valor agregado se expandió a la mayor tasa de los últimos cinco años. Si bien este alto crecimiento obedeció, en parte, al efecto estadístico producido por la caída de la producción en el segundo semestre de 2010 (debido a la fuerte estación lluviosa), la cantidad de carbón producido en todo 2011 (85,8 millones de toneladas) configura el máximo registro anual desde que se tiene información. Al igual que con el petróleo, la extracción de carbón y de otros minerales sigue estimulada por los buenos precios internacionales y por los flujos de IED en el sector, que han permitido la ejecución de grandes proyectos con destino a la exportación.

En el caso del sector de transporte y comunicaciones se registró un crecimiento de 6,9% anual, el más alto desde 2007. La mayor contribución a su expansión la realizó el subsector de telecomunicaciones, impulsado en especial por el incremento en las coberturas de internet y de televisión por suscripción a tasas de dos dígitos. En lo que se refiere al transporte, también se evidenció un buen comportamiento en todas las modalidades, pero con un resultado sobresaliente en el caso del aéreo. En particular, este último se expandió a la mayor tasa de los últimos cinco años, explicado, principalmente, por el número de pasajeros, que según cifras de la Aeronáutica Civil (Aerocivil) superó los 14,5 y 6,5 millones para los destinos nacionales e internacionales, respectivamente. Estas cifras constituyen los máximos registros de las series, y en el caso de los internacionales implicaron una tasa de crecimiento superior al 10%.

En cuanto al favorable desempeño del comercio, este se debió en buena parte al segmento minorista, que en general fue congruente con el buen comportamiento del consumo de los hogares. En 2011 las ventas al detal crecieron 10,8%, jalonadas en especial por los de automóviles (sobre todo en el primer semestre, pues en el segundo perdieron dinamismo), así como por textiles, prendas de vestir y electrodomésticos. Gran parte de la importante dinámica de estas compras se debió a que los consumidores enfrentaron tasas de interés reales bajas y encontraron una buena disponibilidad de crédito, permitiendo un incremento notorio de las ventas de bienes durables y semidurables.

Otros sectores que también aportaron al crecimiento de la economía en 2011 fueron los servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas; la industria, y la construcción. En el primer caso, el sector de mayor peso en el valor agregado total (21%), su comportamiento obedeció en especial al buen desempeño de los servicios financieros, en particular al de la intermediación financiera, cuyo valor agregado aumentó a tasas de dos dígitos. Este hecho fue producto del importante dinamismo de la demanda por crédito, en un contexto donde los bancos comerciales mantuvieron activa su oferta. Por su parte, la expansión de la producción industrial (3,9% en el año) estuvo impulsada por las importantes inversiones en maquinaria y equipo, lo que les permitió a los industriales renovar su capacidad instalada y, por tanto, tener ganancias en productividad sin generar presiones importantes sobre su utilización. En el caso de la construcción, si bien se registraron incrementos tanto en las obras de infraestructura como en las edificaciones, se destacó en mayor medida el inicio y avance de obras en el segmento residencial, cuyo componente más dinámico fue el destinado a vivienda de interés social.

CUADRO 2
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica
(Variación anual)

	2009	2010	2011				2011
	Año Completo	Año Completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año Completo
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	(0.7)	1.0	7.8	1.6	1.7	(2.0)	2.2
Explotación de minas y canteras	11.1	12.3	9.2	10.8	18.9	18.1	14.3
Industria manufacturera	(4.1)	2.9	3.8	2.0	5.6	4.1	3.9
Electricidad, gas y agua	1.9	1.2	(0.8)	1.9	3.4	2.7	1.8
Construcción	5.3	(1.7)	(1.9)	(3.4)	18.4	10.7	5.7
Edificaciones	(1.6)	(2.1)	1.4	5.1	12.4	1.6	5.0
Obras civiles	13.2	(1.3)	(10.6)	(13.1)	21.9	15.1	6.5
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	(0.3)	5.1	5.7	6.6	6.0	5.3	5.9
Transporte, almacenamiento y comunicación	(1.4)	5.0	6.4	7.0	8.1	6.0	6.9
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas	3.1	2.9	4.3	5.8	6.4	6.4	5.8
Servicios sociales, comunales y personales	4.4	4.8	2.4	2.9	3.7	3.2	3.1
Subtotal valor agregado	2.0	3.8	4.4	4.4	7.3	5.9	5.5
Impuestos menos subsidios	(1.7)	6.4	10.5	13.5	10.3	9.0	10.8
PIB	1.7	4.0	5.0	5.1	7.5	6.1	5.9

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República

Ninguna rama de actividad registró una contracción de su valor agregado durante 2011. La de más pobre desempeño, pero creciendo de todas maneras, fue la de electricidad, gas y agua. Su comportamiento estuvo asociado tanto con la débil expansión de la demanda de energía eléctrica, variable que representa más del 60% en el total del PIB del sector y que creció solo 1,8% en el año (tasa menor a la registrada en 2010 y similar a la de 2009), como con la contracción registrada por el gas. A este último respecto cabe anotar que su caída fue resultado tanto del proceso de sustitución que se efectuó en la generación de energía¹ como a problemas de transporte.

1.3. Perspectivas de la actividad económica para 2012

Al igual que para el resto de países emergentes, en 2012 el crecimiento de la economía colombiana dependerá de la magnitud y el desenvolvimiento de la crisis europea y de la manera como esta repercute en el desempeño de la producción local, mediante los distintos canales de transmisión. En la medida en que no se observe un deterioro más profundo en Europa, lo que se considera como más probable, es de esperar un efecto limitado sobre la economía colombiana. Esto excluiría la posibilidad de un contagio fuerte en 2012 para el país, tal como ocurrió en el segundo semestre de 2011.

En este contexto, se prevé un menor dinamismo de la demanda por las exportaciones colombianas respecto a lo observado el año pasado. Sin embargo, la expansión prevista para las economías emergentes llevará a que los precios de las materias primas continúen altos, favoreciendo el flujo de IED hacia el país y el ingreso nacional gracias a unos altos términos de intercambio. A lo anterior se suma el probable impulso que brindaría la inversión local a la demanda interna, en particular en sectores como la construcción, así como el hecho de que la economía seguirá contando con un sistema financiero sólido que continuará otorgando crédito a tasas relativamente bajas.

En este escenario más probable la percepción de riesgo se mantendría baja y no se daría un deterioro de la confianza de los agentes. Estos dos factores no permitirán una transmisión significativa de la turbulencia externa y favorecerán el crecimiento de la economía colombiana a una tasa por encima de su promedio de los últimos años.

Las proyecciones más recientes para 2012 basadas en los anteriores supuestos permiten esperar un buen comportamiento para los diferentes tipos de gasto, aunque con desaceleración para casi todos ellos. Así, por ejemplo, para el consumo de los hogares se estima un crecimiento superior a su promedio desde 2000, impulsado por las compras de bienes durables y semidurables, aunque menor que el del año pasado. De continuar la tendencia que comenzó a observarse en la segunda mitad de 2011, para el presente año se destacaría la expansión del gasto de los hogares en servicios, el cual, gracias a su gran ponderación, contribuirá de manera importante a la dinámica del consumo privado. Estas previsiones tienen en cuenta el efecto de los aumentos recientes de la tasa de intervención del Banco de la República, los cuales, como se sabe, actúan con rezago sobre los niveles de endeudamiento y de gasto de los hogares.

1. Pues se pasó de fuentes térmicas, las cuales son demandantes de gas, a fuentes hidráulicas con el fin de aprovechar los altos niveles de precipitaciones que se presentaron en el país durante el año.

El consumo del Gobierno, por su lado, sería el único componente de la demanda que se aceleraría en 2012. Se espera que este agregado crezca a una tasa cercana al doble de la observada un año atrás (cuando fue 2,6%), teniendo en cuenta que por lo general se observa un gasto más dinámico durante el segundo año de mandato del GNC. Además, para 2012 se espera la continuación y terminación de proyectos iniciados un año atrás. Cabe anotar que desde la segunda mitad de 2011 esta variable ya empezó a mostrar un mayor dinamismo.

Aunque se prevé que la inversión en capital fijo en 2012 crezca cerca del 10%, la dinámica dentro de sus componentes sería diferente a la observada el año anterior. En particular, para este año se proyecta una desaceleración en el gasto en maquinaria así como en equipo de transporte, frente a los muy altos registros de 2011. A pesar de lo anterior, el desempeño de estos rubros sería positivo en el presente año y, de esta forma completaría tres años de recuperación tras la crisis de 2009. De hecho, el nivel de las inversiones en maquinaria y en equipo de transporte al finalizar 2012 sería aproximadamente 50% y 100% mayor, respectivamente, con respecto a tres años atrás.

En contraste con lo previsto para la inversión de la industria (representada en maquinaria y equipo) y para el sector de transporte, el crecimiento de la inversión en construcción, tanto en edificaciones como en obras civiles, se aceleraría en 2012. La expansión más pronunciada se espera en el componente de obras civiles, como resultado de la entrega de proyectos de infraestructura eléctrica y para el transporte de gas y petróleo, entre otros, así como por el inicio de obras viales en puertos y aeropuertos, con los que se busca preparar al país con miras a la implementación de los tratados de libre comercio firmados recientemente. En cuanto a la construcción de edificaciones, el mayor crecimiento con respecto al registrado en 2011 se explica por el buen comportamiento de las licencias de construcción aprobadas en dicho año; por los planes del GNC tendientes a la construcción de cerca de un millón de viviendas de interés social en los próximos años; por las expectativas de valorización del precio de la vivienda, y por la amplia disponibilidad de crédito.

Con respecto al comercio internacional, en 2012 se observaría una desaceleración significativa en el crecimiento de las importaciones, paralela a una de menor magnitud en las exportaciones. Las compras de bienes y servicios externos por parte de Colombia se expandirían este año a un ritmo menor que el promedio desde 2000, de la mano de la moderación de la demanda interna. Las exportaciones, por su parte, lo harían a una tasa superior a su promedio, consolidando el buen desempeño que mostraron el año pasado. Este relativo buen comportamiento de las ventas colombianas al extranjero, en el marco de una economía internacional turbulenta, sería posible dados los positivos aunque moderados pronósticos de crecimiento para los Estados Unidos, nuestro principal socio comercial. Lo anterior implicaría una contribución de la demanda externa neta al aumento del PIB levemente negativa.

Por el lado de las ramas de actividad, se espera que en 2012 continúe el buen comportamiento de la minería y la construcción, ambas con incrementos superiores a 8%. En el caso del sector minero, se prevé que la producción de petróleo se acerque al millón setenta mil barriles de crudo diarios a finales de año. Esta cifra, si bien es consecuente con los hallazgos de la actividad exploratoria de 2011, supone que se

resuelven algunos cuellos de botella en el transporte de crudo. Adicionalmente, se espera que la producción de carbón supere los 95 millones de toneladas, lo cual, unido a la dinámica prevista en materia de petróleo, le permitirá a la minería alcanzar un buen guarismo. Por su parte, en el caso de la construcción, el favorable resultado reflejará la dinámica esperada de la inversión en el sector, principalmente en los proyectos de infraestructura comentados y en el segmento residencial, dados los inicios de obra observados en 2011.

En materia de riesgos, el más importante contemplado en las proyecciones se relaciona con un empeoramiento significativo de la situación europea, lo cual implicaría que las medidas tomadas por las autoridades económicas de dicho continente no tengan la efectividad esperada para estabilizar su economía. En este escenario el contagio sobre la economía colombiana ganaría fuerza, afectando en mayor medida la confianza y la percepción de riesgo de los agentes y mermando el crecimiento pronosticado para la mayoría de agregados.

Así las cosas, considerando tanto el contexto más probable como los distintos riesgos a los que se enfrenta dicho escenario, los pronósticos sugieren que la economía colombiana podría expandirse a una tasa entre 4% y 6% en 2012. El crecimiento se ubicaría alrededor del punto medio del rango de pronóstico en caso de que no exista un deterioro adicional de la situación europea, en el cual se presente una recesión más profunda y prolongada que la anticipada y una parálisis mayor de los canales de crédito. Por otro lado, si los riesgos en Europa se materializan y las medidas adoptadas por sus autoridades económicas resultan insuficientes, el crecimiento en Colombia tendería a acercarse al límite inferior del intervalo de pronóstico. Tampoco se puede descartar plenamente una expansión por debajo del 4% si las circunstancias externas replican la magnitud de la crisis de 2008-2009. Sin embargo, a estos últimos escenarios se les asigna una probabilidad baja.

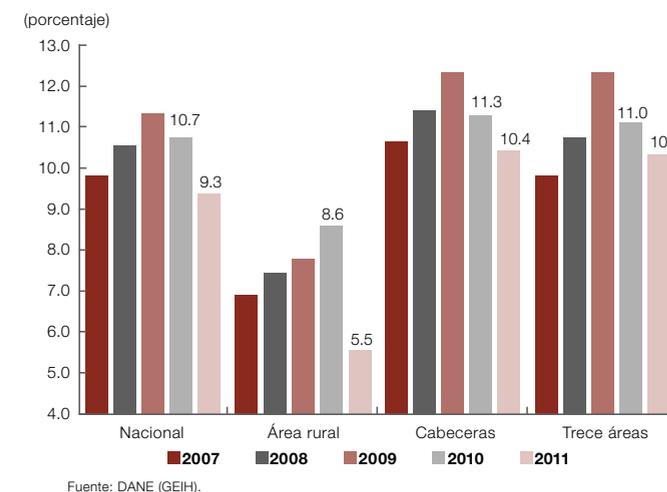
II. MERCADO LABORAL

El buen desempeño que vivió la economía colombiana durante el año 2011 tuvo efectos positivos en el mercado laboral. En términos generales, se observaron importantes avances en materia de creación de empleo en los diferentes dominios geográficos del país por tercer año consecutivo, con un aumento de cerca de un millón de nuevos puestos de trabajo en promedio en el año. Además, se registraron considerables disminuciones en la tasa de desempleo (TD). El Recuadro 2, pp. 104-105, hace un análisis completo del mercado de trabajo en Colombia.

2.1 Desempleo

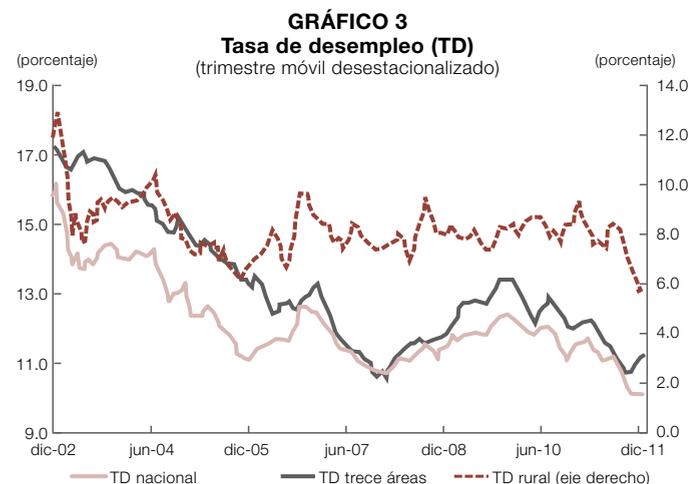
Según la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH) del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), en 2011 la TD registró disminuciones importantes y significativas con respecto a lo observado un año atrás. Con información del trimestre móvil octubre a diciembre, la TD del total nacional alcanzó 9,3%, 1,4 pp por debajo del mismo registro de 2010. En cuanto a las trece áreas metropolitanas y las cabeceras, se observaron tasas de 10,3% y 10,4%, respectivamente, también menores frente a las del año anterior (11,0% y 11,3%, en su orden). El dominio en el que se percibieron mayores variaciones negativas fue en el área rural²: la TD registrada allí fue de 5,5%, sensiblemente menor al 8,6% obtenido para el mismo período del año 2010 (**Gráfico 2**).

GRÁFICO 2
Tasa de desempleo
(trimestre móvil octubre-noviembre-diciembre)



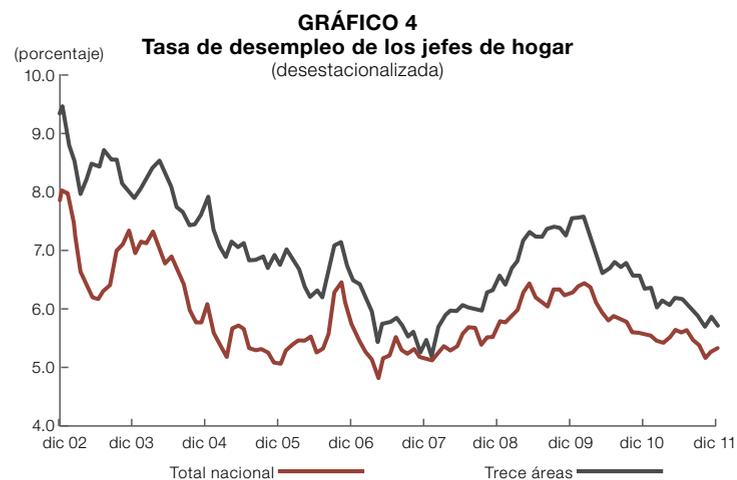
2. En este informe se asocia al área rural con el dominio geográfico que el DANE denomina "resto".

Un examen de las series desestacionalizadas³ confirma que la TD mantuvo una tendencia a la baja en todos los dominios durante el año 2011, especialmente marcada entre el segundo y tercer trimestres (**Gráfico 3**). La escasa caída observada en los últimos meses del año puede ser explicada por una aceleración de la participación laboral.



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

El descenso a lo largo del 2011 se presentó también en la TD de los jefes de hogar, tanto en el nivel nacional como en las trece áreas. Según las series desestacionalizadas, los niveles alcanzados a finales del año son equiparables con los valores mínimos observados para los últimos diez años. El análisis de esta variable permite la eliminación de efectos demográficos o de participación. Su comportamiento confirma que la buena situación de la economía en 2011 se tradujo en una mejoría de las condiciones del mercado laboral (**Gráfico 4**).



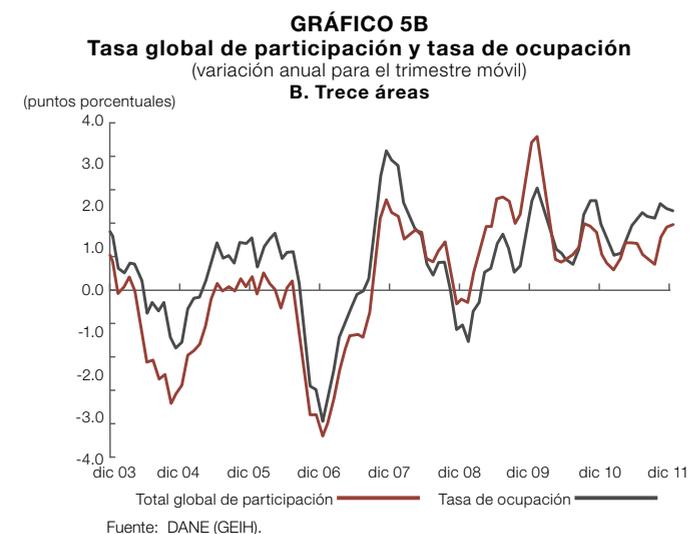
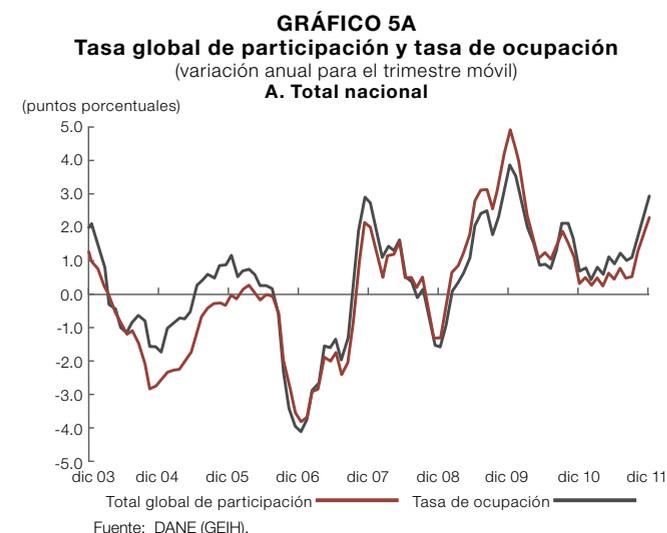
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

3. La información del mercado laboral suele presentar problemas de estacionalidad; es decir, los registros de distintos períodos no pueden ser comparados con el inmediatamente siguiente o anterior pues, dada la época del año, son determinados por distintos contextos. Por ejemplo, la TD suele ser más alta a principios de año, y tiende a descender a lo largo del mismo, por lo que no se pueden comparar directamente estos valores con otros meses del año. Por eso, es conveniente estudiar las series desestacionalizadas.

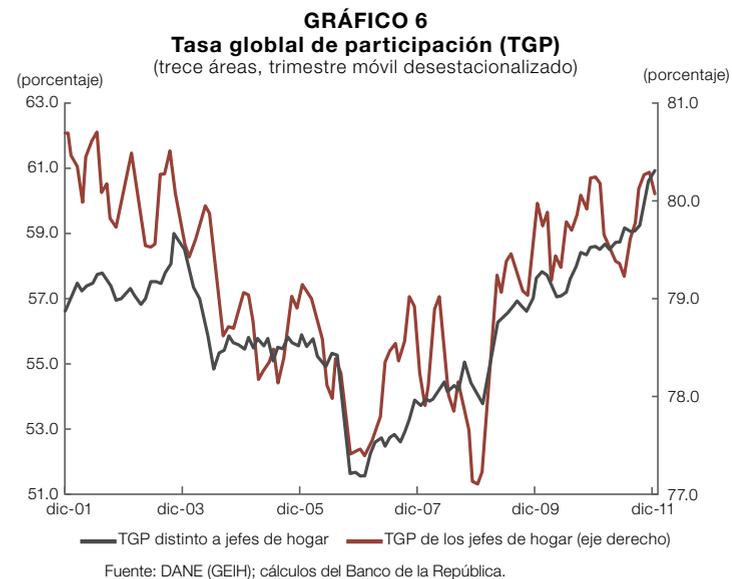
2.2. Oferta y demanda de trabajo

El desempleo puede entenderse como el desequilibrio entre la demanda y la oferta de trabajo, por lo que en la práctica su dinámica se asocia con el comportamiento de la tasa global de participación (TGP), entendida como la oferta laboral, y la tasa de ocupación (TO), entendida como la demanda por trabajo.

Según lo anterior, si la demanda (TO) crece a un mayor ritmo que la oferta (TGP), el resultado sería una caída en la TD, lo cual fue consistente con lo observado durante el año 2011. En los dominios de interés la TO presentó variaciones anuales regularmente mayores a aquellas mostradas por la TGP (**Gráfico 5**). Para ese año el promedio del crecimiento de la TO fue de 1,3% y 1,0% para el total nacional y las trece áreas, respectivamente, mientras que en el caso de la TGP fue de 0,8% y 1,0%.



Por otro lado, la oferta laboral también se incrementó, en especial por la entrada al mercado de trabajadores distintos a los jefes de hogar. Cabe señalar que desde mediados del año 2006 la TGP de este grupo de personas ha venido creciendo de manera fuerte y continua (**Gráfico 6**).



En todo caso, durante 2011 el crecimiento de la participación laboral fue absorbido por la ocupación. En el **Gráfico 7** se evidencia que la población ocupada de todos los dominios, en términos absolutos, está creciendo a tasas alrededor del 5%.

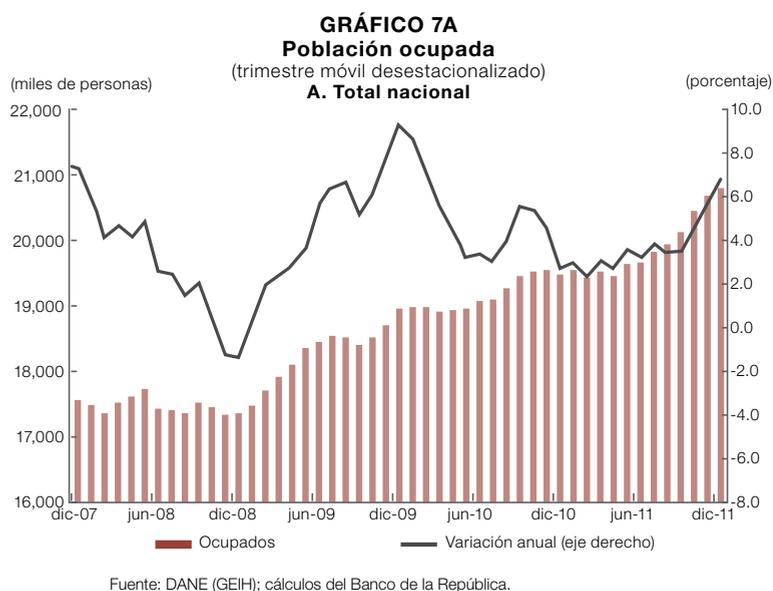


GRÁFICO 7B
Población ocupada
(trimestre móvil desestacionalizado)
B. Trece áreas

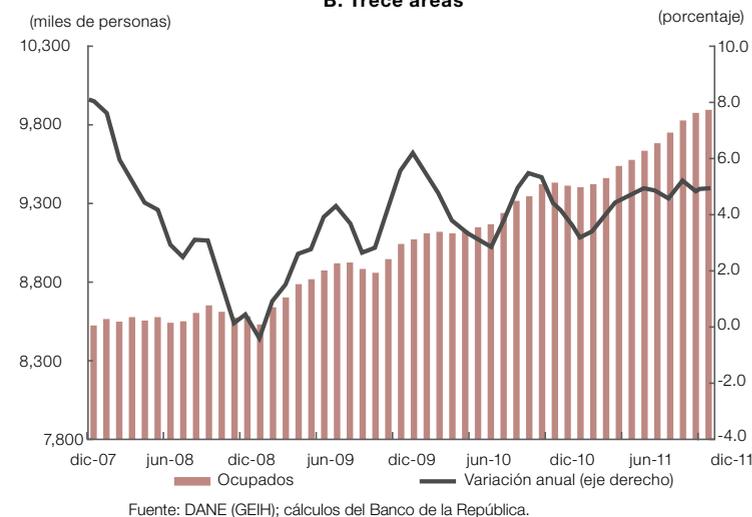
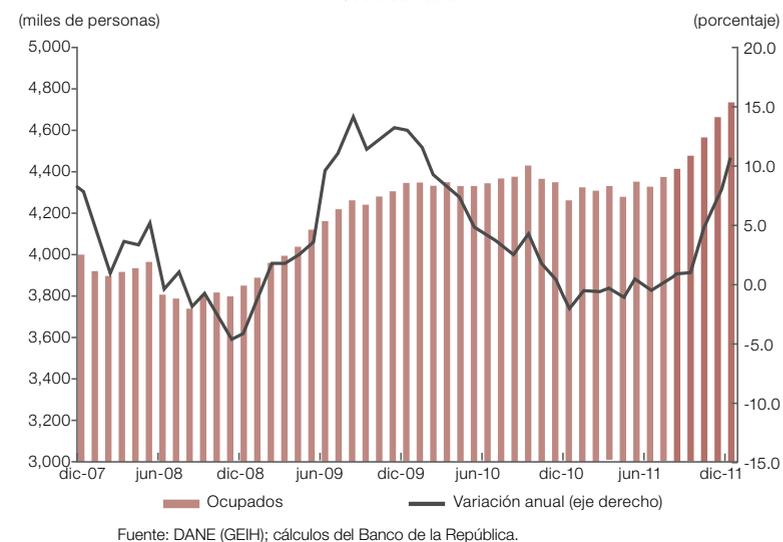


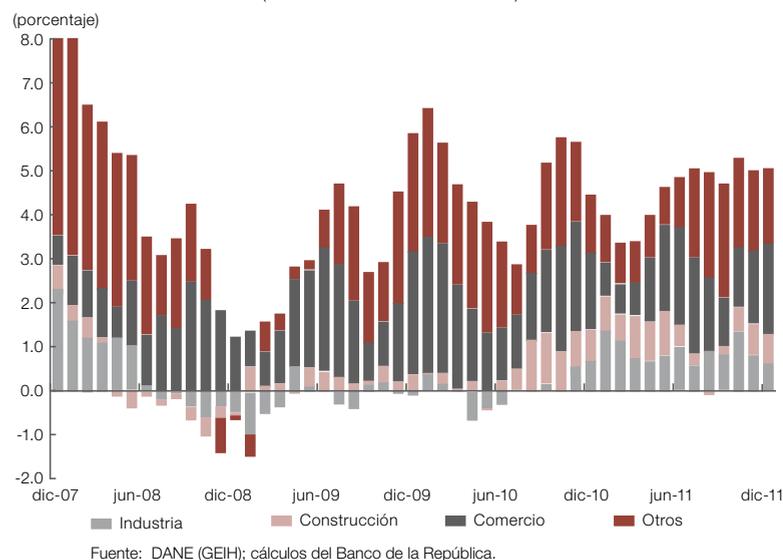
GRÁFICO 7C
Población ocupada
(trimestre móvil desestacionalizado)
C. Área rural



En 2011 la variación en el número de ocupados fue mayor que la del número de inactivos, con lo cual el número absoluto de desocupados cayó. Es decir, aquellas personas que antes hacían parte de la población económicamente inactiva y entraron a la económicamente activa (PEA) no engrosaron las filas del desempleo. Por el contrario, el ya reseñado dinamismo en la creación de empleo está no solo recibiendo a los integrados a la PEA, sino que está favoreciendo la caída en la TD.

Analizando por sectores, se observa que durante 2011 el que mayor participación tuvo dentro del aumento de los ocupados de las trece áreas metropolitanas fue el comercio. A diferencia de lo vivido durante 2010, la industria y la construcción también tuvieron participaciones positivas (**Gráfico 8**). Esta información confirma el robusto crecimiento económico impulsado, principalmente, por la dinámica del consumo interno.

GRÁFICO 8
Contribución sectorial al crecimiento del número de ocupados, trece áreas
(mensual desestacionalizado)



Por el lado de los salarios, no se evidencian grandes ajustes para la mayoría de sectores, a pesar del buen momento por el que atraviesa la economía y por un mercado laboral menos holgado. Cuando los salarios nominales se deflactan por un indicador de inflación básica como el índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos ni regulados, se observaron ajustes en términos reales a tasas promedio de 2% a lo largo del año. Estos ajustes fueron menores que los observados en 2010 (2,6% en promedio) (**Gráfico 9**).

GRÁFICO 9A
Salarios reales y variación anual
(desestacionalizados, deflactado por el IPC sin alimentos ni regulados)
A. Salarios reales

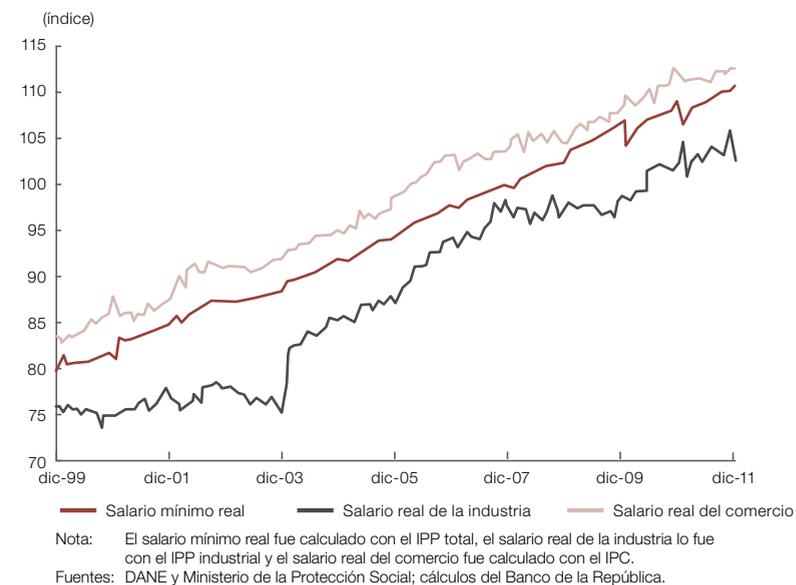
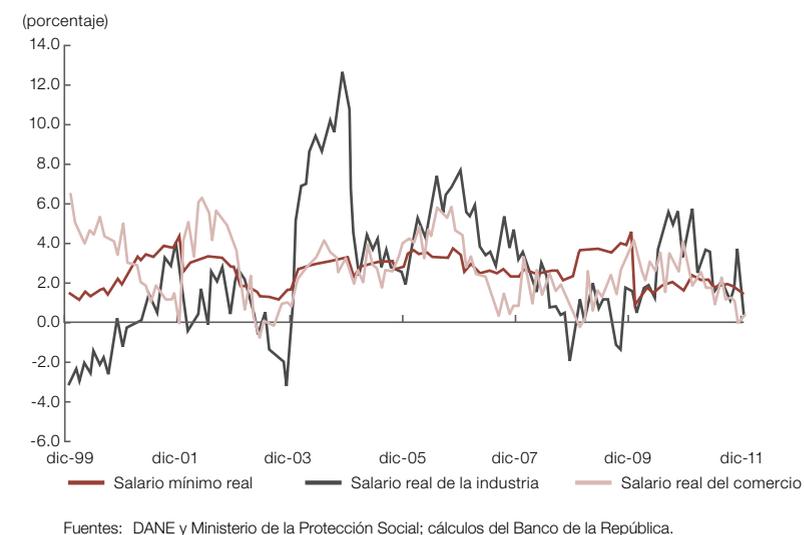
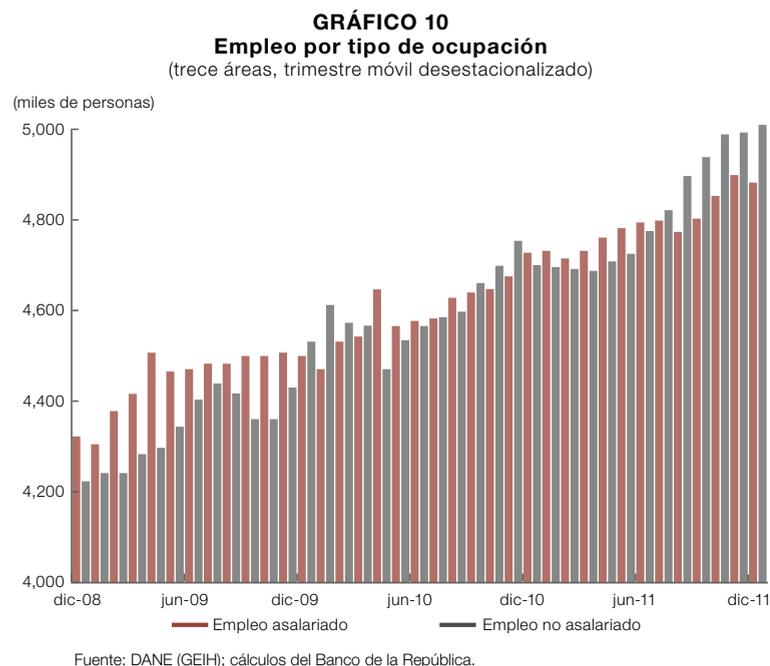


GRÁFICO 9B
Salarios reales y variación anual
(desestacionalizados)
B. Variación anual



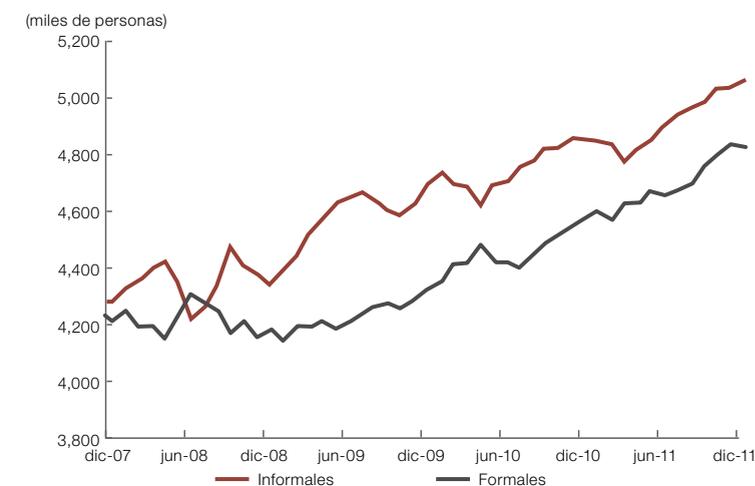
2.3. Calidad del empleo y condiciones del mercado laboral

A pesar del buen desempeño general del mercado laboral, aún existen preocupaciones relacionadas con la calidad del empleo. Si bien el número de ocupados está creciendo a tasas altas, el número de trabajadores catalogados como no asalariados⁴ (en las 13 áreas) ha venido aumentando aún más rápido. Esto fue evidente en el segundo semestre del año, pues en el primero el empleo asalariado creció a mayores tasas que el no asalariado (**Gráfico 10**).



Adicionalmente, con la clasificación alternativa del DANE, el número de ocupados informales⁵ aún es superior al número de ocupados formales, a pesar de las mayores tasas de crecimiento que presentaron estos últimos a lo largo del año 2011 (**Gráfico 11**).

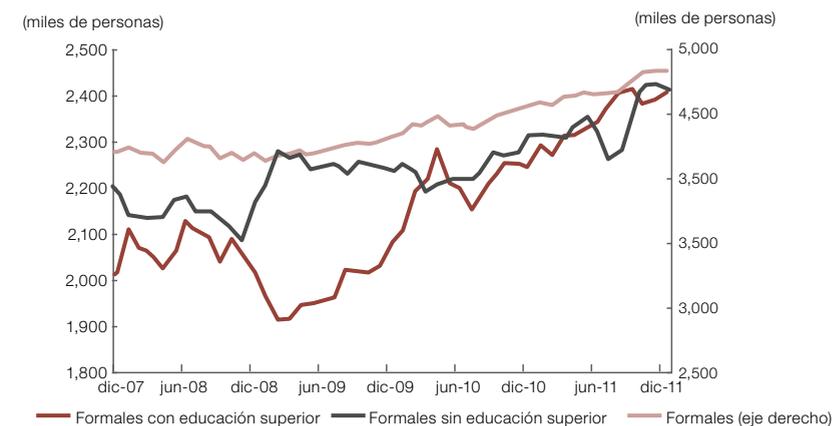
GRÁFICO 11
Número de ocupados formales e informales
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



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

Un análisis más detallado revela que, por el lado de los empleados formales, la expansión se ha dado, relativamente, por igual entre aquellos con y sin educación superior. En cuanto a los informales, se ha evidenciado una aceleración en el número de personas con educación superior, que si bien aún son una proporción muy baja del total de este grupo, crecieron a una tasa promedio anual de 9,7%, mayor a aquella presentada por personas sin educación superior (2,5%) (**Gráfico 12**).

GRÁFICO 12A
Número de ocupados por nivel de calificación
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)
A. Formales

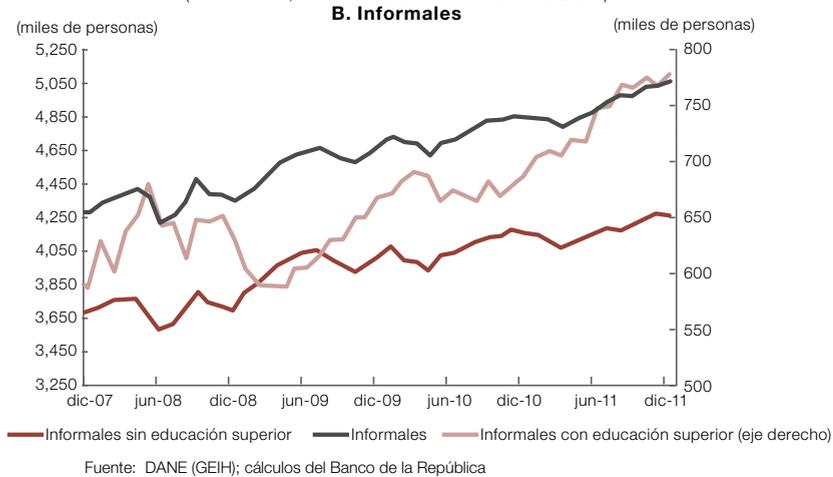


Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República

4. Según el DANE, se define como ocupado no asalariado a todo aquel que sea empleado doméstico, trabajador cuenta propia, patrón o empleador, trabajador familiar sin remuneración, trabajador sin remuneración en otras empresas, jornalero o peón, entre otros.

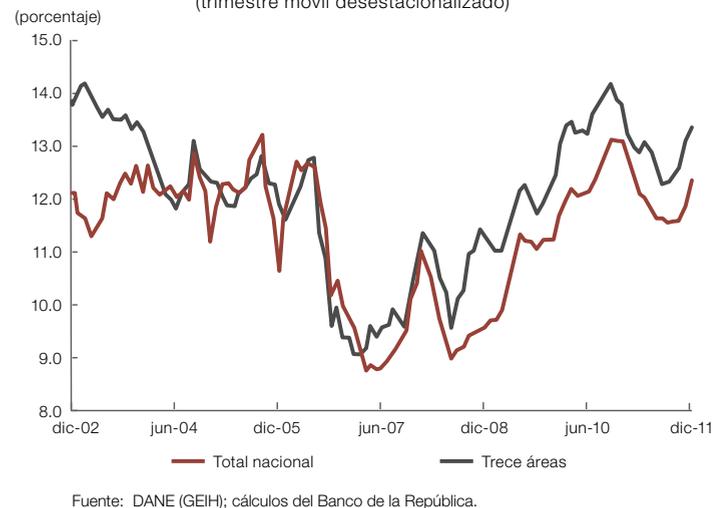
5. La informalidad se define, según el DANE, como todos aquellos empleados y patronos en empresas de menos de cinco trabajadores, los cuenta propia sin educación profesional, empleados domésticos y trabajadores sin remuneración.

GRÁFICO 12B
Número de ocupados por nivel de calificación
 (trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



Finalmente, el subempleo tuvo comportamientos diversos a lo largo del año 2011. Luego de corregir por estacionalidad, durante el primer semestre la tasa de subempleo objetivo⁶ (TSO) mostró una marcada tendencia decreciente, que hacia finales del año se revirtió. En diciembre la TSO se ubicó en 13,3% para las trece áreas y 12,3% para el total nacional, similares a los niveles observados en diciembre de 2010 (**Gráfico 13**) y mayores a aquellos registrados en los demás meses del cuarto trimestre de 2011. Sin embargo, con la información disponible, es aún prematuro conjeturar un empeoramiento en la calidad del empleo.

GRÁFICO 13
Tasa de subempleo objetivo
 (trimestre móvil desestacionalizado)



2.4. Previsiones para 2012

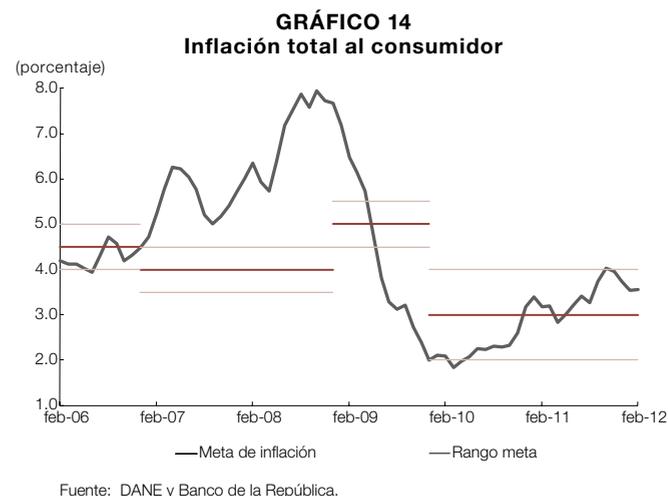
Para 2012 se espera que el desempleo continúe con su tendencia decreciente en todos los dominios y entre los distintos grupos poblacionales. Es posible que a comienzos del año la TD aumente de nuevo y se sitúe en niveles de dos dígitos, pero esto obedecería al comportamiento estacional propio de la serie. A enero de 2012 la información reportada por el DANE indicó que la TD se ubicó en 13,3% para las trece áreas y 12,5% para el total nacional, por encima de lo observado en diciembre, como se esperaba, pero menor que las del mismo mes de 2011 en 1,4 y 1,1 pp, respectivamente. Cabe destacar que para el total nacional esta fue la menor TD registrada de todos los meses de enero de la década reciente. A medida que avance el año y se confirmen los pronósticos de crecimiento presentados en la sección anterior, se espera que el empleo siga aumentando de manera similar a como lo hizo el año pasado. En este entorno será más probable que la TD siga reduciéndose y se consolide por debajo de dos dígitos, al tiempo que se pueden presentar mayores presiones sobre los salarios.

6. Según el DANE, el subempleo objetivo se define como la condición del trabajador que manifiesta deseo de mejorar sus ingresos, número de horas trabajadas o tener una labor más apropiada de acuerdo con sus competencias y habilidades. Además de ello, ha hecho lo posible por materializar su aspiración, y está en disposición de efectuar el cambio.

III. INFLACIÓN

3.1 Los precios al consumidor en 2011

Luego de varios aumentos a lo largo de 2011, la inflación anual al consumidor se redujo 29 pb entre octubre y diciembre, terminando el año en 3,73%, cifra dentro del rango meta de largo plazo establecido por la JDBR (de 2% a 4%). Este resultado está 56 pb por encima del observado un año atrás (**Gráfico 14 y Cuadro 3**).



CUADRO 3
Indicadores de inflación al consumidor
(a febrero de 2012)

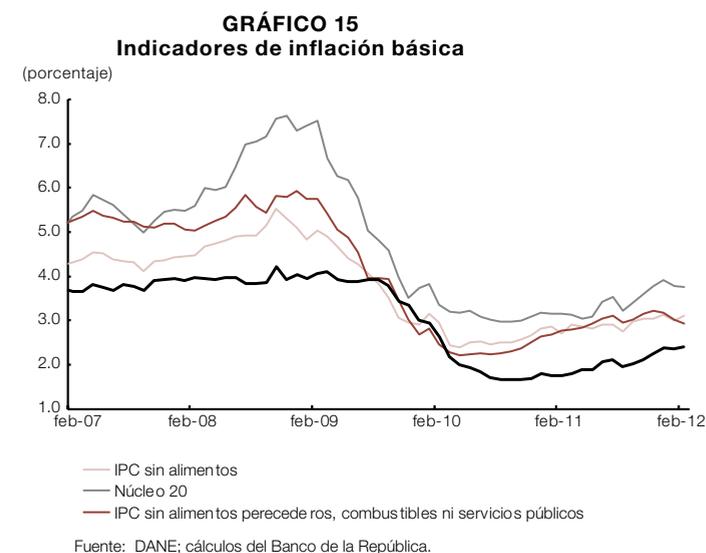
Descripción	Ponderación	Dic-10	Mar-11	Jun-11	Sep-11	Dic-11	Ene-12	Feb-12
Total	100.00	3.17	3.19	3.23	3.73	3.73	3.54	3.55
Sin alimentos	71.79	2.82	2.90	2.91	2.98	3.13	3.00	3.10
Transables	26.00	-0.29	-0.17	-0.13	0.16	0.80	0.72	0.73
No transables	30.52	3.52	3.40	3.83	3.49	3.64	3.64	3.70
Regulados	15.26	6.64	6.91	5.96	6.45	5.81	5.27	5.58
Alimentos	28.21	4.09	3.93	4.08	5.71	5.27	4.94	4.70
Perecederos	3.88	10.96	3.09	5.27	13.54	7.73	6.39	5.69
Procesados	16.26	2.32	3.48	3.30	4.09	4.50	4.05	3.94
Comidas fuera del hogar	8.07	4.52	5.17	4.97	5.26	5.59	5.93	5.65
Indicadores de inflación básica								
Sin alimentos		2.82	2.90	2.91	2.98	3.13	3.00	3.10
Núcleo 20		3.17	3.12	3.43	3.40	3.92	3.78	3.76
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos		2.65	2.79	3.05	3.02	3.18	3.01	2.94
Inflación sin alimentos ni regulados		1.79	1.80	2.06	2.01	2.38	2.35	2.39
			2.20	2.41	2.44	2.76	2.53	2.59
Promedio de todos los indicadores		2.61	2.65	2.86	2.85	3.15	3.03	3.05

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Aunque la inflación nunca se situó por encima del techo de dicho intervalo, sí se mantuvo por encima de su punto medio durante casi todo el año, llegando a alcanzar el 4% en el mes de octubre. Este comportamiento contrasta con el de un año atrás, cuando los resultados nunca superaron el 3%, excepto en diciembre (**Gráfico 14**).

La inflación básica también mostró una tendencia ascendente a lo largo del año, a juzgar por el comportamiento del promedio de los cuatro indicadores⁷, que pasó de 2,6% en diciembre de 2010 a 3,2% un año después. No obstante, como se señalará, esta tendencia ascendente se revirtió a comienzos de 2012, lo que puede ser, en parte, atribuido a los ajustes en las tasas de interés que se comenzaron a adoptar a partir de febrero de 2011.

Un examen de cada uno de los indicadores de inflación básica muestra algunas diferencias en su comportamiento, con un aumento más marcado en el caso del núcleo 20, el cual terminó el año en 3,9%, esto es, 75 pb más que en 2010. El IPC sin alimentos ni regulados también presentó aumentos de consideración, aunque manteniendo el menor registro entre los cuatro indicadores (2,4% a diciembre de 2011). Por el contrario, el IPC sin alimentos subió 31 pb, terminando en diciembre en 3,1% (**Gráfico 15**).



En general, durante 2011 la inflación al consumidor en Colombia estuvo sometida a varios tipos de presiones alcistas. La primera de ellas fue por cuenta de los aumentos que registraron los precios internacionales de los alimentos en la segunda mitad de 2010 y comienzos de 2011 y que se transmitieron durante buena parte de este último año a los precios internos. La segunda se relaciona con choques climáticos asociados con el exceso de lluvias de 2010 y el primer semestre de 2011. En tercer lugar se señala el comportamiento del ciclo agrícola para ciertos alimentos perecederos, que condujo a una baja oferta en buena parte de 2011.

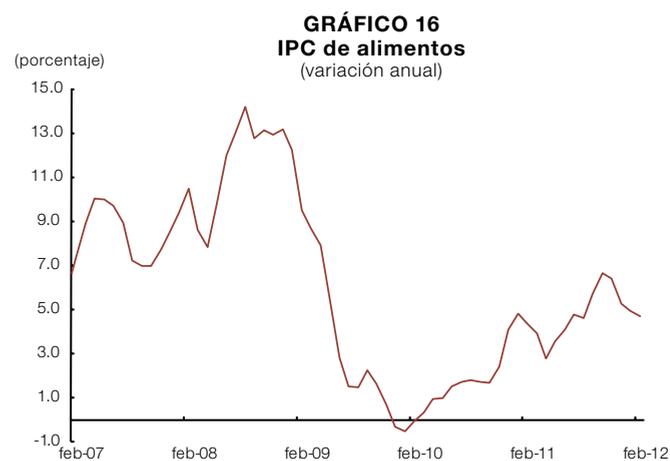
7. Estos son: IPC sin alimentos, núcleo 20, IPC sin perecederos, combustibles ni servicios públicos y el IPC sin alimentos ni regulados.

Otra fuente de presiones provino del repunte del precio internacional de los combustibles hacia finales de 2010 y en el primer semestre de 2011, lo que se tradujo en reajustes anuales superiores al 5,0% durante todo el año en el precio interno de la gasolina y en las tarifas de transporte. A esto se sumaron los problemas de transporte de gas. Estas dos circunstancias llevaron a incrementos relativamente altos en el IPC de regulados, similares a los observados en 2010.

Además, los factores anteriores se dieron en medio de un fuerte crecimiento económico y una reducción de los excesos de capacidad instalada, por lo que los precios de bienes y servicios no transables, que en otras circunstancias hubieran podido compensar aquellas presiones alcistas citadas anteriormente, no lo hicieron esta vez. Así, sus tasas de ajuste anual se mantuvieron en los niveles relativamente altos y similares a los observados en 2010, con alguna aceleración en la segunda mitad del año.

En 2011 no se hicieron evidentes presiones por cuenta de los ajustes de los salarios, como lo sugieren los aumentos que se observaron en los sectores de la industria y de la construcción, los cuales no superaron el 5,0%, en línea con las meta del Banco. En el comercio los aumentos de salarios fueron similares, aunque se aceleraron a finales de año. Respecto al tipo de cambio, la apreciación de la primera mitad del año pudo haber amortiguado algunas de las presiones alcistas provenientes del exterior, pero durante la segunda mitad, al revertirse su tendencia, se evidenciaron alzas en los precios de varios bienes transables que no se habían observado en más de un año.

Por subcanastas, los mayores aumentos en precios se observaron en los alimentos y en los bienes y servicios regulados. En el primer caso, la variación anual llegó a situarse por encima de 6,0% en octubre y noviembre, pero cedió en diciembre a 5,3% (Gráfico 16). Entre mayo y octubre se presentaron aumentos de precios en varios alimentos perecederos y semiprocados, con especial fuerza en el caso de la papa y los productos de origen avícola, que habrían obedecido a los efectos de las fuertes lluvias de finales de 2010 y del primer semestre de 2011. Adicionalmente, en el caso de la papa y otros productos, es posible que durante 2010 sus bajos precios en términos relativos hayan desestimulado la oferta un año después; sin embargo, hacia finales de 2011 ambos factores empezaron a ceder.

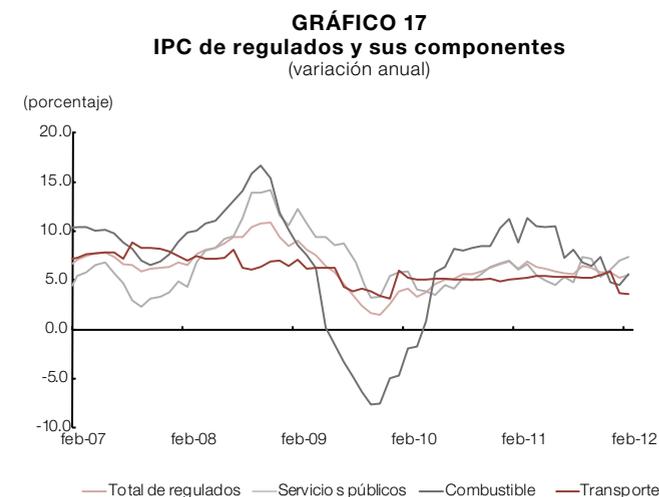


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Los mayores precios internacionales de los alimentos en 2011 frente a 2010, junto con el comportamiento de la tasa de cambio en la segunda mitad del año, también provocaron alzas en los precios al consumidor de productos de origen importado como aceites, cereales y sus derivados. Aunque estos incrementos no fueron sustanciales, al ser comparados con las caídas de 2010, se observa una acumulación positiva a la aceleración de la inflación anual. Adicionalmente, las favorables condiciones de la demanda interna permitieron ajustes altos y crecientes en el rubro de comidas fuera del hogar (que representa 8,1% en la canasta del IPC), siendo esta probablemente la principal evidencia de presiones de demanda (Cuadro 3).

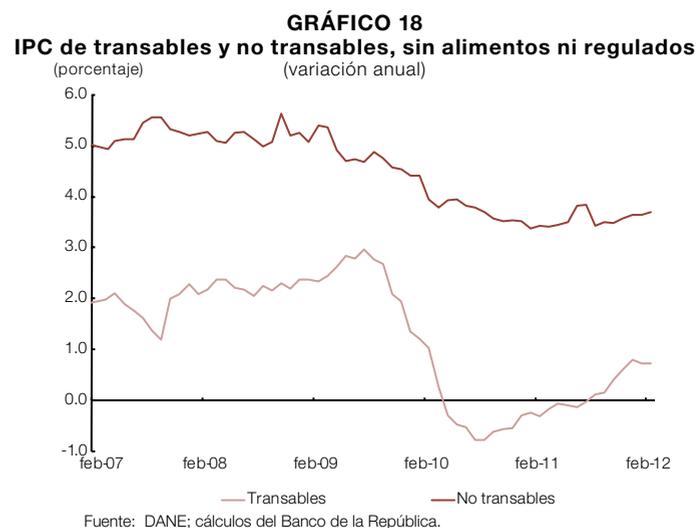
Respecto al IPC de regulados, su variación anual se mantuvo cerca o por encima de 6,0% durante todo el año y solo en noviembre se redujo y terminó el año en 5,8%. Los precios de esta subcanasta han ejercido presiones inflacionarias desde mediados de 2010, una vez las cotizaciones internacionales del petróleo se recuperaron de la caída ocasionada por la recesión mundial de 2008-2009. Durante 2011 el precio del petróleo se mantuvo en niveles históricamente altos y ello implicó ajustes anuales superiores al 6,0% en el precio interno de la gasolina durante casi todo el año, aunque menores que los observados en 2010 y a un ritmo cada vez menor. Hay que tener en cuenta que una parte del precio interno de la gasolina está vinculado con la cotización internacional y con el tipo de cambio mediante fórmulas establecidas por el Gobierno, lo que hace que en el largo plazo sus movimientos estén algo correlacionados, pero no necesariamente en el corto y mediano plazos.

Dentro de los regulados, también se observaron ajustes de consideración en el precio del gas, a los cuales contribuyó una insuficiente capacidad de transporte para atender el auge en la demanda. Los anteriores fenómenos se reflejaron, a su vez, en alzas de alguna consideración en las tarifas de energía eléctrica y del transporte público urbano (Gráfico 17, Cuadro 3).

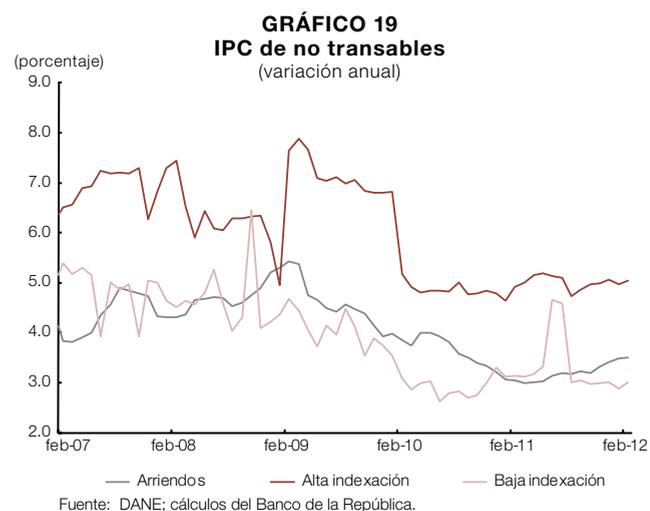


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En 2011 se presentó un cambio en la tendencia de los precios transables sin alimentos ni regulados, cuya variación anual retornó a terreno positivo a mediados de año, después de cuatro trimestres de contracción, situándose a diciembre de 2011 en 0,8% (**Gráfico 18**). Los precios de varios bienes transables, dentro de los que sobresalen vehículos, dejaron de caer y registraron al final del año, algunas alzas moderadas. El quiebre en la tendencia coincidió con la depreciación del peso a partir de agosto y aunque podría explicarse en parte por ella, también se pudo haber dado por el dinamismo de la demanda interna.



La variación anual del IPC de no transables sin alimentos ni regulados no presentó una tendencia definida en 2011 y fluctuó alrededor de 3,5%, salvo algunos incrementos transitorios a mediados de año. Este comportamiento contrasta con el observado en los dos años anteriores, cuando esta se redujo desde niveles superiores al 5,0% como repuesta al debilitamiento de la demanda y a las menores expectativas de inflación ocasionadas por la recesión mundial (**Gráfico 19**).



La estabilidad de los no transables no permite inferir la existencia de presiones sobre precios atribuibles a la demanda interna; sin embargo, un examen de los componentes de esta subcanasta podría sugerir la existencia de algunas. Es el caso de los arriendos, donde se observó una aceleración en los ajustes anuales en la segunda mitad del año (de 3,0% en mayo a 3,4% en diciembre). Este comportamiento se dio pese a que la construcción de vivienda, y por tanto su oferta, cobraron dinamismo en los últimos trimestres de 2011.

3.2. La inflación en 2012: primeros resultados y perspectivas

En los primeros dos meses del año la inflación anual al consumidor descendió frente a los resultados de finales del año pasado, situándose en 3,55% en febrero. La inflación básica también disminuyó en enero, y en febrero registró pocos cambios, cuando el promedio de los cuatro indicadores se situó en 3,05%, ligeramente por debajo del dato de diciembre (**Gráficos 14 y 15 y Cuadro 3**).

En general, por grupos los resultados han estado dentro de lo previsto por el mercado y por el equipo técnico del Banco de la República. El descenso en el primer bimestre ha sido posible por una reducción en la variación anual de alimentos y de regulados. Por el contrario, las cifras para los IPC de transables y no transables se han mantenido en niveles similares a los de diciembre del año pasado.

En alimentos unas buenas condiciones de oferta han seguido permitiendo reducciones en los precios de algunos productos perecederos como la papa, mientras que la apreciación del peso en estos dos primeros meses ha limitado los incrementos de los precios de los alimentos de origen importado, pese a algunas alzas en el ámbito internacional. Estas buenas noticias, sin embargo, fueron compensadas parcialmente por incrementos en el rubro de comidas fuera del hogar, que pueden estar vinculados con el aumento del consumo y del salario mínimo de 5,8%. Al respecto, cabe señalar que trabajos de investigación adelantados en el Banco muestran que existe una estrecha relación entre los incrementos del salario mínimo y los ajustes en el precio de las comidas fuera del hogar⁸ (**Gráfico 16**).

Por el lado del IPC de regulados, el descenso en su variación anual fue el resultado de un reajuste menor al esperado en el grueso de las tarifas del transporte público en Bogotá, a diferencia de lo que aconteció a comienzos de 2011. Sin embargo, en el primer bimestre continuaron aumentos de importancia en los precios de la gasolina, el gas y la energía, que en especial son atribuibles a las alzas en la cotización internacional del petróleo (**Gráfico 17**).

El fortalecimiento del peso pudo haber frenado la aceleración de la variación anual de transables sin alimentos ni regulados, la cual se situó en febrero en 0,7%; sin embargo, el hecho de que este indicador no haya descendido como sucedió en ocasiones anteriores puede ser un síntoma de la fortaleza del consumo.

Respecto al IPC de no transables sin alimentos ni regulados, los datos a febrero (3,7%) aumentaron solo un poco frente a diciembre; no obstante, rubros de gran importancia como el de arriendos y el de servicios de la salud continuaron acelerándose, algo que

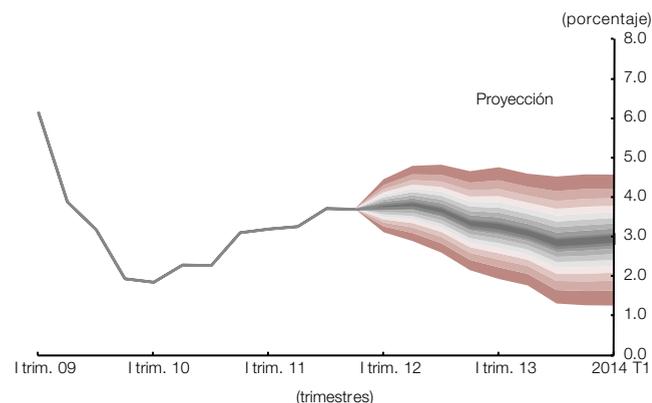
8. Véase L. E. Arango; L. Ardila; M. Gómez (2010). "Efecto del cambio del salario mínimo en el precio de las comidas fuera del hogar en Colombia", Borradores de Economía, núm. 584, Banco de la República.

se esperaba dado el dinamismo de la demanda y la importancia de los mecanismos de indexación en la fijación de estos precios. Estos aumentos han sido compensados por eventos puntuales como la generalización de la gratuidad en educación⁹ y por los límites a los ajustes de las tarifas de los servicios financieros¹⁰.

La tendencia que desde hace varios meses trae los arriendos podría sugerir una expansión importante de la demanda que no ha sido fácilmente satisfecha por la oferta, pese a la fuerza que ha venido ganando la construcción de vivienda. En efecto, la inversión de edificaciones (que corresponde principalmente a vivienda) creció 5,3% en todo 2011, con una aceleración en la segunda mitad del año.

Para el resto del año los pronósticos del equipo técnico del Banco muestran que la inflación anual al consumidor se mantendrá en niveles similares o algo superiores a los actuales hasta el tercer trimestre, y luego descenderá hacia el cuarto. Aunque la inflación no deberá superar el techo del intervalo meta (de 2% a 4%), tampoco se prevé que se sitúe por debajo de su punto medio (3%). Cabe señalar que los pronósticos mencionados incluyen el efecto de los ajustes a la política monetaria **(Gráfico 20)**.

GRÁFICO 20
Fan chart de la inflación total



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En la medida en que se espera una moderación del crecimiento económico, como se señala en las secciones precedentes, y que las decisiones sobre tasas de interés adoptadas por la JDBR en meses pasados impedirán el desbordamiento del crédito y deberán mantener a raya las expectativas de inflación, las presiones sobre precios provenientes de la demanda seguirían contenidas. De esta manera, la variación anual del IPC de no transables sin alimentos ni regulados solo aumentaría un poco a lo largo de 2012, para luego descender el año siguiente. Algo similar deberá acontecer con otros componentes del IPC altamente sensibles a la demanda, como comidas fuera del hogar, por ejemplo.

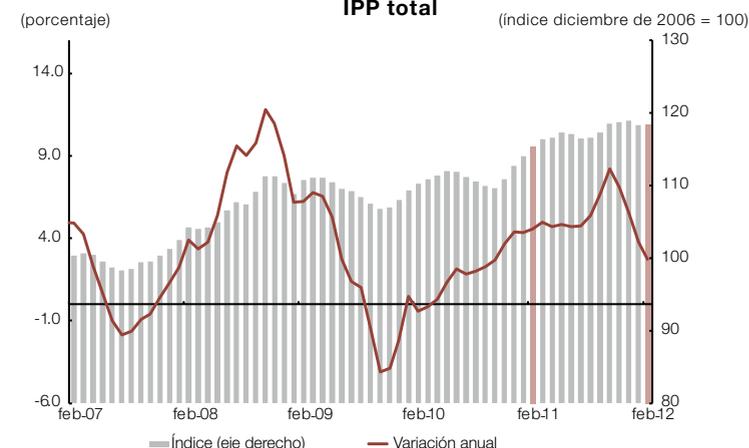
Además, la moderación de la demanda, junto con un impacto bajo esperado de la tasa de cambio, atenuarán los ajustes de los precios de los bienes transables. Aun así, en el caso de la variación anual del IPC de transables sin alimentos ni regulados

se sigue anticipando un aumento hasta el tercer trimestre del año, aunque siempre manteniéndose por debajo del piso del rango meta.

La senda central de pronóstico contempla ajustes todavía importantes para los precios de regulados y de alimentos, superiores a aquellos que se observarían en las canastas de transables y no transables, aunque menores que los de 2011. Detrás de los aumentos relativamente importantes se supone que los precios internacionales del petróleo y los alimentos conservarán los altos niveles del año anterior, lo que continuará presionando los costos de producción y comercialización de alimentos importados y producidos en el país, y de servicios como los de transporte público, energía y gas.

Sin embargo, cabe señalar que el comportamiento esperado del tipo de cambio podría amortiguar estas presiones sobre costos. Algo de esto se ha visto en los últimos meses con el descenso de la variación anual del índice de precios del productor (IPP) y que, en buena parte, ha sido posible por un retroceso en la variación de los precios de las materias primas importadas asociada con la apreciación del peso de comienzos de año **(Gráfico 21)**.

GRÁFICO 21
IPP total



Fuente: DANE

Por otro lado, en el clima se proyectan condiciones normales desde mediados del segundo trimestre, una vez el fenómeno de La Niña desaparezca. Esta circunstancia y precios todavía altos en algunos productos perecederos permiten confiar en una oferta agropecuaria relativamente favorable que impedirá ajustes mayores que en 2011.

Así las cosas, la probabilidad de que la inflación total al consumidor se sitúe en el rango meta en 2012 es alta, algo similar también puede afirmarse sobre la inflación básica. Dicha senda supone que los efectos de la reducción de aranceles por cuenta de la implementación del Tratado de Libre Comercio con los Estados Unidos ocurrirían en 2013 o en los años siguientes.

Estos pronósticos, sin embargo, enfrentan algunos riesgos al alza. El más importante de ellos es el que proviene de los altos precios internacionales de los combustibles, como consecuencia de los problemas geopolíticos y de la fortaleza de la demanda en economías emergentes. A mediados de marzo la cotización del

9. Véase el Decreto 4807 del 20 de diciembre de 2011 del Ministerio de Educación Nacional.

10. Véase el Decreto 4809 del 20 de diciembre de 2011 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

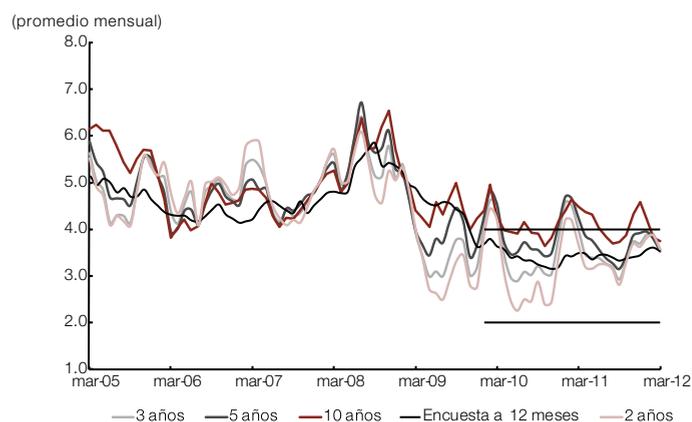
petróleo Brent se situó en US\$122 el barril, cifra mayor que la contemplada en los pronósticos de inflación (US\$108 para el promedio del año). Si estos niveles no ceden, podrían observarse alzas en los costos externos e internos de producción y transporte, con repercusiones importantes en la inflación al consumidor en Colombia mediante el IPC de combustibles y transporte y las expectativas de inflación, tal y como sucedió entre 2007 y 2008.

El dinamismo de la demanda interna también genera riesgos alcistas sobre la inflación, en especial si los aumentos en la tasa de interés de referencia efectuados en meses anteriores resultaran insuficientes para moderar la expansión del crédito de manera oportuna. Aunque en los años anteriores el esfuerzo en materia de inversión efectuado por el país fue importante y se espera algo similar en 2012, hoy en día diferentes indicadores y modelos sugieren que los excesos de capacidad productiva se han agotado considerablemente. Hacia la segunda mitad del año pasado y comienzos de este empezaron a evidenciarse algunos cuellos de botella en sectores como el de gas natural y en transporte. En un entorno como este, un crecimiento económico mayor al previsto (de alrededor de 5%) puede traducirse en aumentos de precios no compatibles con el cumplimiento de la meta de largo plazo.

El ajuste del salario mínimo de 5,8% para 2012 también conlleva riesgos. Hay que tener en cuenta que en Colombia las ganancias en productividad del trabajo no suelen superar el 1,0% por año, por lo que un aumento del salario como el decretado puede comportar aumentos en los costos laborales por unidad de producto superiores al 3,0%. Además, dados los diferentes mecanismos de indexación, esto puede repercutir en las revisiones de otros salarios y de algunos precios.

El último riesgo alcista son las expectativas de inflación a uno o más años, que superan el 3,5% (**Gráfico 22**). Así, un choque transitorio de precios puede afectar las expectativas de inflación y por tanto el cumplimiento de la meta de largo plazo.

GRÁFICO 22
Break-even inflation a 2, 3, 5 y 10 años^{a/}



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

IV. SECTOR FINANCIERO Y TASAS DE INTERÉS

A finales de 2008 las proyecciones de crecimiento y de aumento de precios para 2009 mostraban una economía y una inflación que se desacelerarían fuertemente como consecuencia de la crisis financiera internacional. Por lo anterior, la JDBR redujo en varias oportunidades y de manera sustancial la tasa de interés de referencia. Así, desde diciembre de 2008 y hasta abril de 2010 la tasa repo de expansión a un día se redujo de 10% a 3%.

Luego, en febrero de 2011 la JDBR decidió que el estímulo monetario debía reducirse e inició una serie de aumentos graduales en su tasa de intervención. Esto se dio en un contexto de una demanda interna dinámica y de una inflación que se aceleraba de forma lenta, pero continua. El precio de la vivienda relativo al IPC continuaba creciendo y alcanzó niveles históricamente altos, mientras que el crédito, en especial el dirigido al consumo, registraba aumentos cada vez a mayores tasas anuales muy superiores que las del PIB nominal. Así, entre febrero de 2011 y un año después se realizaron nueve incrementos en la tasa de referencia, cuyo nivel pasó de 3% a 5,25%.

El aumento en la tasa de referencia se transmitió a la tasa interbancaria (TIB) y a las tasas promedio de captación y de colocación, las cuales registraron incrementos similares¹¹. Por destino de crédito, y exceptuando las tasas de interés de préstamos hipotecarios, todas se han incrementado más que la tasa repo de expansión a un día.

Por su parte, entre finales de 2009 y el tercer trimestre de 2011 el crecimiento de la cartera presentó una aceleración importante. Su variación real anual en moneda nacional pasó de 1,6% en noviembre de 2009 a 18% en agosto de 2011. A partir de entonces este comportamiento se estabilizó y en febrero de 2012 se situó en 16%. La cartera de consumo es la más dinámica y registra aumentos anuales reales cercanos a cuatro veces el crecimiento económico estimado para el presente año.

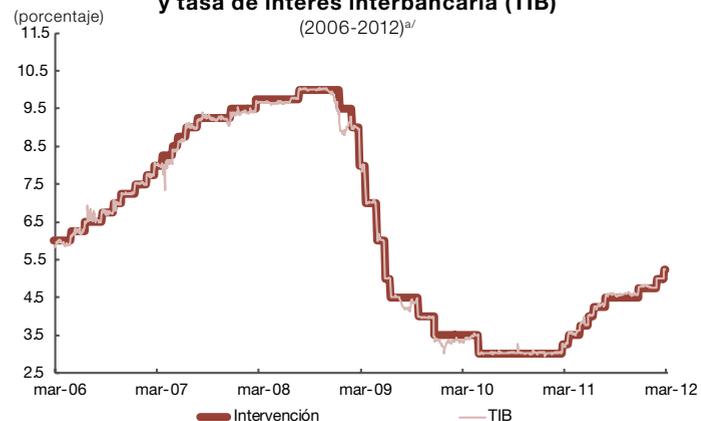
4.1 Comportamiento de las tasas de interés durante 2011

a. Tasas de interés de mercado

Como se mencionó, desde el cambio de postura monetaria, la JDBR ha aumentado en nueve oportunidades la tasa de interés de referencia desde un nivel de 3,0% el 25 de febrero de 2011 a 5,25% actualmente (225 pb en total). Durante el mismo período, la TIB a un día aumentó en 218 pb, desde un nivel de 3,05% a 5,23% el 2 de marzo de 2012 (**Gráfico 23**).

11. Las comparaciones anuales de las tasas de interés en este documento corresponden a las observadas al cierre de mes monetario; así, las tasas de febrero de 2011 corresponden al cierre del 25 de dicho mes y las de febrero de 2012 al cierre del 2 de marzo.

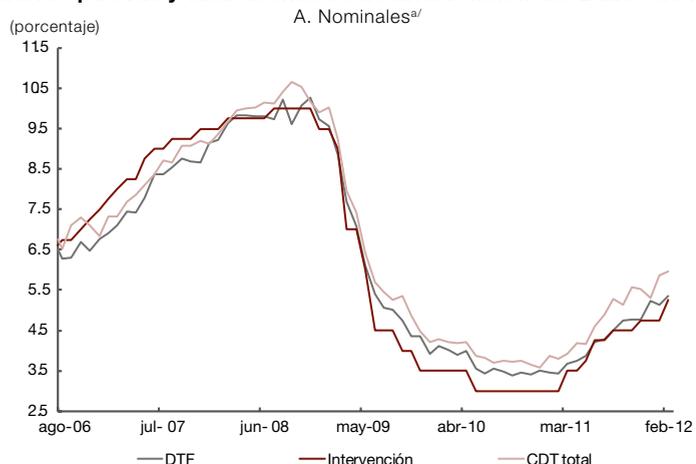
GRÁFICO 23
Tasa de interés de intervención del Banco de la República
y tasa de interés interbancaria (TIB)



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el dato más reciente corresponde al 2 de marzo de 2012.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

El cambio de postura de la JDBR se ha reflejado en aumentos generalizados de las tasas de interés, tanto activas como pasivas. Con respecto a estas últimas, desde febrero de 2011 y hasta finales del mismo mes de 2012 la DTF aumentó 193 pb y se ubicó en 5,35%¹²; a su vez, la tasa de interés promedio de los CDT a todos los plazos aumentó 216 pb y se situó en 5,96%¹³ (Gráfico 24).

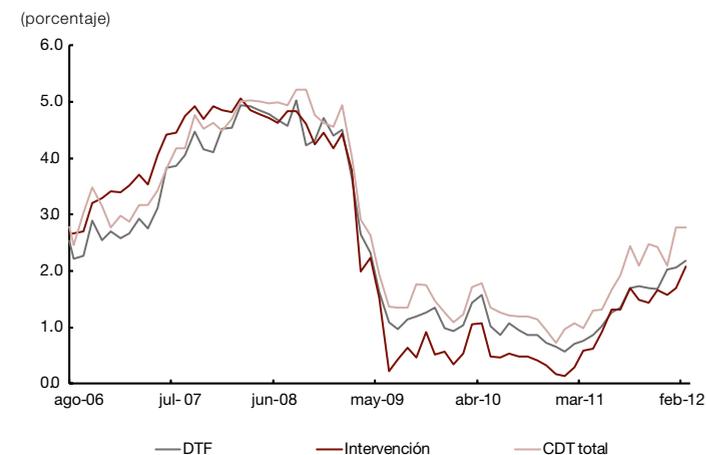
GRÁFICO 24A
Tasas de interés pasivas y tasa de interés de intervención del Banco de la República



a/ La información corresponde al cierre del mes monetario. La DTF corresponde a la tasa en el momento de la captación (operación), la cual tiene vigencia en la siguiente semana.
Fuentes: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia.

12. Este es el nivel de la DTF en la semana de cálculo, la cual tiene vigencia para la semana siguiente. En particular, la DTF corresponde a la tasa de captación de CDT a noventa días de bancos, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial.
13. La tasa de captación de los CDT corresponde a la tasa a todos los plazos, reportada por todos los establecimientos de crédito a la Superintendencia Financiera de Colombia.

GRÁFICO 24B
Tasas de interés pasivas y tasa de interés de intervención del Banco de la República



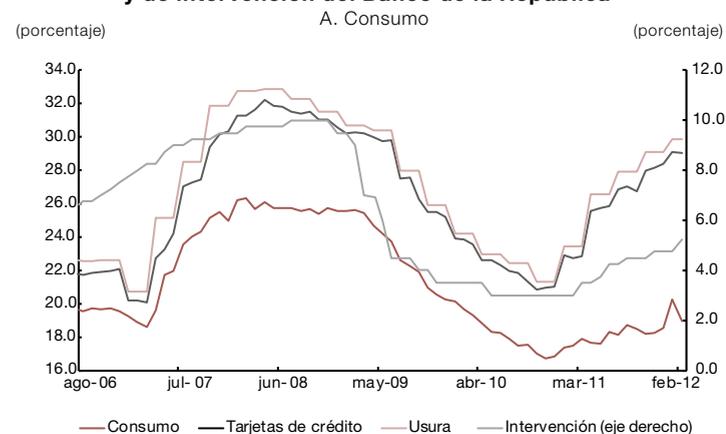
b/ La información corresponde al cierre del mes monetario. Deflactado con el IPC sin alimentos.
Fuentes: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia.

En cuanto a las tasas de interés activas, como se ha explicado en ocasiones anteriores, al inicio de 2011 y previo al cambio de postura de la política monetaria se presentó una fuerte caída en la demanda de créditos comerciales, como respuesta a la reforma tributaria de finales de 2010 y en particular a los cambios sobre el gravamen a los movimientos financieros (GMF: 4×1.000)¹⁴. En consecuencia, los desembolsos de los créditos de consumo, que se realizan a tasas de interés más altas, aumentaron su participación. Este hecho, junto con el aumento de la tasa de interés de usura, terminó por afectar de manera importante la tasa de interés promedio ponderada activa de todo el sistema en los primeros meses de 2011.

Del lado de los hogares, la tasa de interés de la cartera de consumo pasó de 17,5% en febrero de 2011 a 18,52% a finales de diciembre del mismo año y a 18,96% en febrero de 2012. Con respecto a las otras líneas de crédito destinadas a las familias, se tiene que en el último año la tasa de interés de tarjeta de crédito aumentó 632 pb¹⁵, en línea con el incremento en la tasa de usura de 647 pb en el mismo lapso. Mientras que, la tasa de interés de vivienda aumentó 81 pb, al pasar de 12,77% a 13,58% (Gráfico 25).

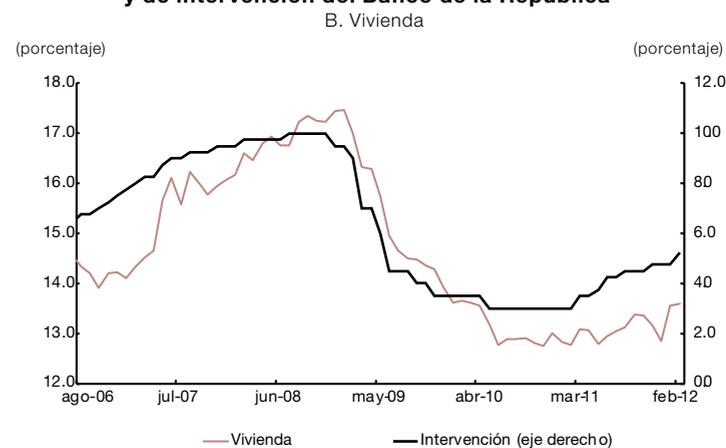
14. Durante 2010 los desembolsos semanales promedio de las carteras comercial y de consumo ascendieron a \$4.094 mm y a \$512 mm, respectivamente, mientras que en 2011 estos promedios fueron \$2.321 mm y \$629 mm. Por tanto, los desembolsos de la cartera comercial, los cuales presentan menores tasas de interés, perdieron participación en el total de desembolsos.
15. De 22,72% a 29,05% entre febrero de 2011 y febrero de 2012.

GRÁFICO 25A
Tasas nominales de interés de créditos a hogares
y de intervención del Banco de la República^{a/}



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

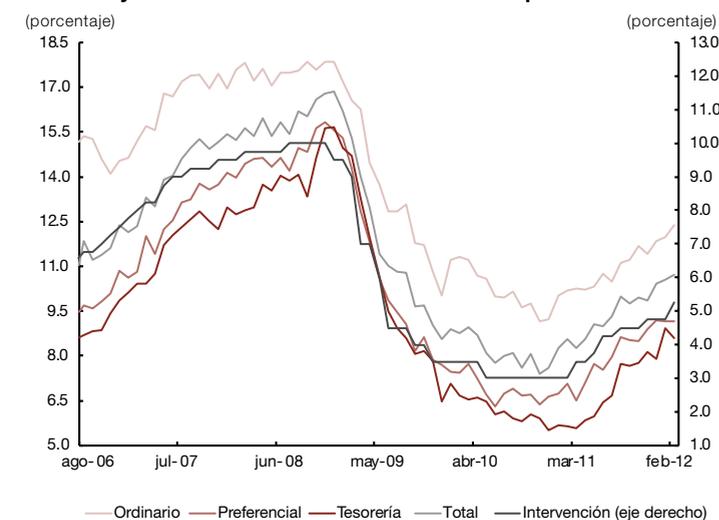
GRÁFICO 25B
Tasas nominales de interés de créditos a hogares
y de intervención del Banco de la República^{a/}



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

En el caso de los créditos comerciales, su tasa de interés pasó de 8,55% en febrero de 2011 a 10,72% un año después (217 pb)¹⁶. Por modalidad, el incremento en las tasas fue: para los créditos ordinarios, de 10,19% a 12,39% (221 pb); para los preferenciales, de 7,06% a 9,17% (211 pb), y para los de tesorería de 5,64% a 8,59% (295 pb) (**Gráfico 26**).

GRÁFICO 26
Tasas nominales de interés de créditos comerciales
y de intervención del Banco de la República^{a/}

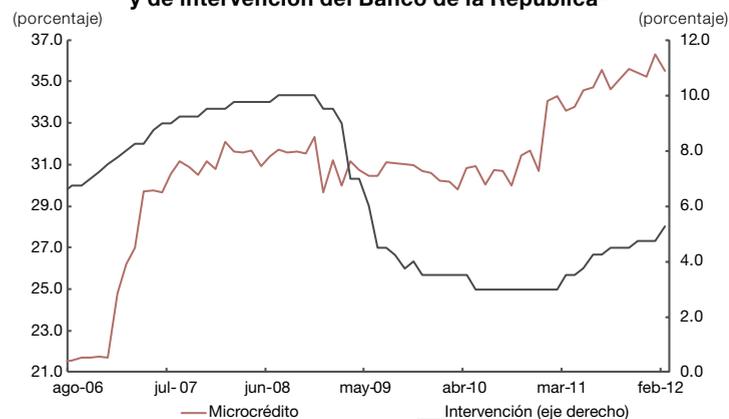


a/ Los datos corresponden al fin del mes monetario. Para el cálculo de la tasa de interés comercial total, debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso.
Fuentes: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia.

La tasa de interés de microcrédito aumentó de 34,29% en febrero de 2011 a 35,52% a finales de febrero de 2012 (123 pb) (**Gráfico 27**).

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

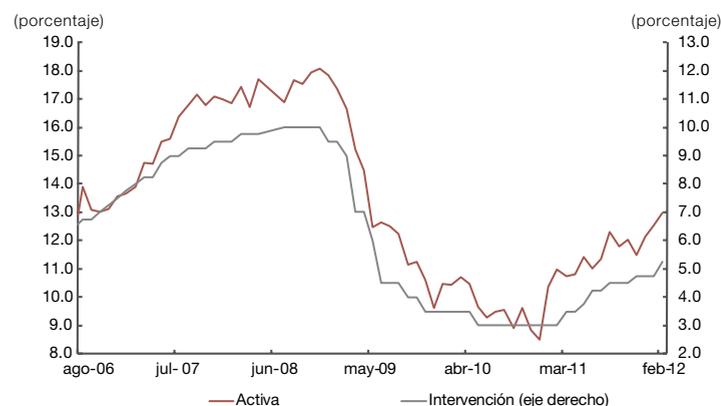
GRÁFICO 27
Tasas nominales de interés para microcréditos
y de intervención del Banco de la República^{a/}



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

El promedio ponderado de las tasas de interés de consumo y comercial, calculado por el Banco de la República, aumentó de 10,97% en febrero de 2011 a 12,97% en el mismo mes de 2012 (201 pb)¹⁷ (Gráfico 28).

GRÁFICO 28
Tasas de intervención del Banco de la República
y tasa activa del sistema^{a/}



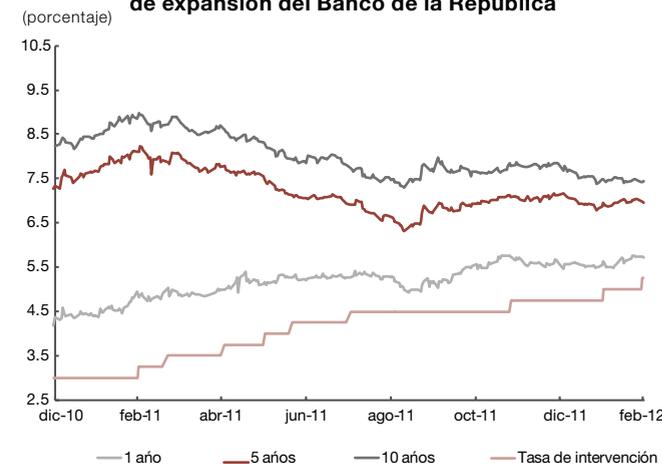
a/ Los datos corresponden al fin del mes monetario. La tasa activa es el promedio ponderado por monto de las tasas de los créditos de consumo, preferencial, ordinario y tesorería. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se calcula considerando una quinta parte de su desembolso.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

17. La tasa de interés activa calculada por el Emisor considera los créditos comerciales y de consumo. Para el primero se toman las modalidades de crédito ordinario, preferencial y tesorería. Debido a la alta rotación de este último, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso.

b. El mercado de deuda pública

En 2011 las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos presentaron un comportamiento mixto. Las tasas de los títulos que vencen entre 0 y 2 años y entre 2 y 5 años registraron en promedio incrementos de 116 pb y 14 pb, respectivamente, mientras que las tasas entre 5 y 15 años disminuyeron en promedio 43 pb¹⁸ (Gráfico 29). Lo anterior implicó un aplanamiento de la curva de 159 pb aproximadamente en todo el año.

GRÁFICO 29
Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de subasta
de expansión del Banco de la República



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

En los primeros dos meses de 2011 la curva de TES presentó desvalorizaciones en todos los plazos ante el aumento en las expectativas de inflación a causa de la ola invernal, y la publicación del dato de inflación de diciembre de 2010, que resultó superior al esperado por el mercado¹⁹. En este contexto, surgieron expectativas de que el Banco de la República comenzaría el retiro del estímulo monetario en el primer semestre del año, lo cual fue confirmado en las seis reuniones de JDBR a partir del 25 de febrero, período en el cual realizó incrementos consecutivos de 25 pb de la tasa de referencia. Un incremento adicional se realizó en noviembre, y la tasa repo a un día terminó en 4,75% en 2011.

Las desvalorizaciones de los títulos en el primer bimestre del año estuvieron atenuadas por algunos anuncios en materia fiscal que generaron tranquilidad entre los agentes del mercado de deuda pública, al reducir las expectativas de mayores emisiones de TES. En enero el Ministerio de Hacienda presentó su plan para la atención de la emergencia invernal, aclarando que no realizaría una emisión adicional de TES para conseguir los recursos necesarios²⁰, y posteriormente dio a conocer los resultados preliminares del

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

19. En diciembre de 2010 la inflación anual fue 3,17%, mientras que el mercado esperaba 2,78%.

20. La entidad señaló que estos recursos (entre \$14,3 billones (b) y \$16,3 b entre 2011 y 2014) serían adquiridos con el recaudo del impuesto al patrimonio (\$3,3 b), el gravamen a los movimientos financieros (\$2 b), excedentes de tesorería de 2010 (\$1,0 b) y la venta de un porcentaje de Ecopetrol (entre \$8,0 y \$10,0 b).

balance fiscal del GNC para 2010, en los cuales se evidenciaba un menor déficit fiscal al estimado inicialmente²¹.

Luego, las tasas de corto plazo aumentaron a medida que se incorporaban los incrementos en la tasa de referencia por parte del Emisor colombiano, los cuales en su mayoría fueron anticipados por el mercado. Por su parte, los precios de los títulos de mediano y largo plazos presentaron una tendencia de valorización hasta principios de septiembre, en respuesta a diversos factores, dentro de los cuales se destacan: i) la credibilidad de las acciones de política monetaria que se estaban implementando; ii) la publicación de datos de inflación²² inferiores a los pronosticados por el mercado, junto con la reducción del precio de la gasolina²³; iii) anuncios positivos en materia fiscal, tales como un recaudo tributario adicional al presupuestado durante el primer trimestre del año y el incremento de la meta de recaudo²⁴, la aprobación de la Ley de la Regla Fiscal por parte del Congreso de la República, la reducción del déficit proyectado para el año 2012²⁵ y los resultados favorables en la colocación de un bono global²⁶; iv) la mejora a grado de inversión, que las agencias Standard & Poors, Moody's y Fitch Ratings hicieron a la calificación de la deuda en moneda extranjera de Colombia, en marzo, mayo y junio, respectivamente²⁷; y v) el dato de crecimiento del PIB de la primera parte del año por encima de las expectativas de los analistas.

A partir de septiembre y hasta finales del año los bonos se desvalorizaron, aunque los de largo plazo lo hicieron en menor grado frente a las valorizaciones registradas hasta el tercer trimestre del año. El aumento de las tasas de corto plazo estuvo asociado con el incremento de la tasa de referencia de 25 pb en el mes de noviembre. Por su parte, el comportamiento de las tasas de mediano y largo plazos estuvo relacionado con el canje de deuda del Gobierno colombiano²⁸ y con el aumento de la percepción de riesgo internacional, ocasionado por la mayor probabilidad de incumplimiento por parte de Grecia, así como el mal desempeño de otras economías de la región europea.

En lo corrido de 2012 (hasta el 29 de febrero) los TES denominados en pesos han presentado comportamientos mixtos. Las tasas de títulos que vencen entre 0 y 2 años han registrado en promedio un incremento de 13 pb, mientras que las tasas de 2 a 5 años y de 5 a 15 años han disminuido, en promedio, 10 pb y 31 pb, respectivamente. Esto implica un aplanamiento de la curva de 45 pb en lo corrido del año. Hasta mediados de febrero las tasas de corto plazo presentaron un comportamiento estable debido a que el efecto alcista, producto del aumento de la tasa de referencia de 25 pb en la reunión de enero (hasta 5,0%), fue compensado por la respuesta del mercado al anuncio del Ministerio de Hacienda de suspender las subastas de bonos de corto plazo²⁹. Posteriormente, las tasas aumentaron ante expectativas de un nuevo incremento de la tasa de referencia en febrero, que efectivamente se llevó a cabo, dejándola en 5,25%.

En cuanto a las tasas de mediano y largo plazos, al parecer su comportamiento está relacionado con el optimismo de los participantes del mercado ante anuncios positivos en materia fiscal³⁰, la colocación exitosa de bonos de deuda externa³¹, así como algunas señales de recuperación económica en los Estados Unidos, las cuales han contribuido a reducir la percepción de riesgo de los agentes locales. Adicionalmente, las tasas han estado influenciadas por la disminución de las expectativas de inflación ante las últimas decisiones de política monetaria y el dato de inflación de febrero, que resultó inferior al pronosticado por el mercado.

4.2 Base monetaria, crédito y fuentes de financiamiento del sistema financiero

En un esquema en el cual el banco central suministra toda la liquidez necesaria para mantener las tasas de interés de mercado alineadas con la de política, el comportamiento de la base y de otros agregados monetarios refleja, principalmente, la demanda de dinero del sector real y de liquidez primaria por parte del sistema financiero. Por otro lado, el desempeño del crédito está determinado tanto por las necesidades de gasto de todos los agentes como por la oferta de los establecimientos de crédito.

21. Sin incluir el efecto de la ola invernal, el déficit del GNC se redujo en 0,6 pp frente a lo proyectado en la revisión del plan financiero de 2011 realizada en septiembre de 2010, ubicándose en 3,7% del PIB. Al incluir el costo fiscal de la emergencia invernal, el déficit del GNC ascendió a 3,9% del PIB, inferior al observado en 2009 (4,1%).

22. Febrero, marzo, abril y agosto.

23. En agosto se anunció un recorte de \$100 en su precio.

24. El Gobierno anunció un recaudo tributario adicional al presupuestado de \$1,0 b durante el primer trimestre del año, y manifestó que era posible que en 2011 se recaudaran en el mejor de los casos \$4,0 b adicionales a los estimados inicialmente. Posteriormente, el 30 de agosto el Gobierno modificó la meta de recaudo de 2011 de \$76,1 b a \$79,2 b, y manifestó que el recaudo podría llegar hasta un valor entre \$80 b y \$85 b.

25. En el Marco fiscal de mediano plazo (MFMP) y el Plan financiero, 2012 presentados al Congreso de la República, el Ministerio de Hacienda anunció una reducción del déficit fiscal del GNC de 4% del PIB en 2011 (con emergencia invernal incluida) a 2,4% del PIB en 2014. Para el año 2012 se esperaba que el déficit del GNC se redujera a 3,5% del PIB (con emergencia invernal), lo que representaría una disminución de 0,5% frente al déficit proyectado para 2011.

26. El Gobierno realizó la colocación por US\$2.000 m de un bono denominado en dólares con vencimiento en 2021 y cupón de 4,375%. La demanda por esta emisión ascendió a US\$7.300 m (bid to cover: 3,65 veces) y la tasa de la emisión se ubicó en 4,425%, de tal manera que el spread fue de 130 pb con respecto al bono del Tesoro de estadounidense de igual plazo. El Gobierno anunció que los recursos adquiridos serían utilizados para el pago del servicio de deuda externa, y resaltó que la tasa de financiación había sido la más baja del Gobierno en los mercados internacionales de largo plazo.

27. El 16 de marzo Standard & Poors pasó la calificación de largo plazo de BB+ a BBB-, y la de corto plazo de B a A3, con panorama estable. Moody's aumentó la calificación de Ba1 a Baa3 el 31 de mayo. El día 22 de junio Fitch Ratings aumentó la calificación desde BB+ a BBB-, con perspectiva estable.

28. El canje, llevado a cabo el 20 de septiembre, tuvo una demanda de \$8,7 b, de los cuales se aprobaron \$6,4 b. El canje de deuda pública interna consistió en recoger del mercado títulos con vencimiento en 2012, 2013 y 2014, a cambio de la entrega de TES con vencimiento en 2015, 2018 y 2026, de los cuales la última referencia correspondía a una emisión nueva. El Gobierno señaló que fue el canje más grande realizado hasta ese momento en el país, y que con la operación se había mejorado el perfil de vencimientos y se habían reducido las necesidades de colocación de TES por subasta para los próximos tres años (para 2012 en \$1,7 b; 2013 en \$2,2 b y 2014 en \$2,5 b).

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

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

31. Se colocaron US\$1.500 m a treinta años a una tasa inferior a las tasas de colocación de bonos que anteriormente se subastaron a plazos similares: los bonos vencen en 2041 y fueron colocados a una tasa de 4,964% después de recibir demandas por cerca de US\$3.600 m. En 2009 estos bonos fueron colocados a una tasa de 6,198%. Los bonos que vencen en 2037 fueron colocados en 2006 y 2008 a tasas entre 6,601% y 7,453%, los que vencen en 2033 fueron colocados en 2003 a 11,250% y 8,947%, y los que vencen en 2028 fueron colocados a 11,587% en el año 2000. Estos recursos fueron utilizados para recomprar bonos de deuda externa con vencimiento entre 2013 y 2027, y el remanente sería utilizado para financiar necesidades presupuestales de 2012 en dólares.

a. Base monetaria: fuentes y usos

i. Fuentes de expansión de la base

La liquidez primaria de la economía es suministrada por el Banco de la República mediante operaciones con el resto de agentes, en especial con las entidades financieras. El Banco inyecta liquidez a la economía cuando aumenta sus activos o reduce sus pasivos no monetarios y viceversa.

En diciembre de 2011 el crecimiento nominal anual de la base monetaria fue 14,4%, lo que implicó un aumento de su saldo de \$6.464 mm. Como se aprecia en el **Cuadro 4**, las principales operaciones que explican la expansión de la liquidez en pesos fueron: las compras netas de divisas del Emisor en el mercado cambiario por \$6.790 mm (US\$3.720 m), y la mayor liquidez otorgada por el Banco de la República en operaciones con el sistema financiero (\$1.534 mm), en particular, el aumento de repos por \$1.210 mm y la reducción de depósitos remunerados no constitutivos de encaje por \$323 mm.

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

Concepto	2010					2011				
	I Trim	II Trim	III Trim	VI Trim	Total	I Trim	II Trim	III Trim	VI Trim	Total
I. Gobierno	-3,363	-2,914	-3,466	8,974	-769	-8,782	-2,795	-3,229	12,443	-2,363
Traslado de utilidades ^{b)}	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pesos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósitos en el Banco de la República	-3,363	-2,914	-3,466	8,974	-769	-8,782	-2,795	-3,229	12,443	-2,363
II. TES regulación	-805	-1,250	-57	-334	-2,446	-5	-258	-27	-36	-325
Compras definitivas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ventas definitivas	-800	-1,199	0	0	-1,999	0	0	0	0	0
Vencimiento	-5	-52	-57	-334	-448	-5	-258	-27	-36	-325
III. Operación de liquidez del Emisor	-158	4,366	1,627	-3,862	1,974	2,995	2,108	64	-3,634	1,534
Expansión ^{c)}	526	3,174	1,412	-3,033	2,079	2,160	2,014	78	-3,042	1,210
Contracción	-683	1,192	215	-829	-105	835	94	-14	-592	323
IV. Divisas ^{d)}	764	2,341	433	2,283	5,822	2,329	2,193	2,267	0	6,790
Opciones put para control de volatilidad	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Opciones call para control de volatilidad	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Subasta de compra directa	764	2,341	433	2,283	5,822	2,329	2,193	2,267	0	6,790
V. Otros ^{e)}	238	173	134	205	750	202	196	150	280	828
Variación total de la base	-3,323	2,716	-1,329	7,267	5,330	-3,261	1,445	-774	9,053	6,464
Saldo de la base monetaria	36,222	38,937	37,608	44,875	44,875	41,614	43,060	42,286	51,339	51,339

^{a)} Estas cifras corresponden al cierre del mes calendario.

^{b)} Incluye repos a un día, overnight y a mediano plazo.

^{c)} No se incluyen las operaciones con organismos internacionales.

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

Fuente: Banco de la República.

Esto fue contrarrestado parcialmente por el mayor saldo de depósitos de la Dirección General del Tesoro Nacional y Crédito Público (DGTNCP) en el Banco de la República³² (\$2.363 mm) y, en menor medida, por la reducción en el saldo del portafolio de TES en poder del Emisor como resultado de vencimientos por \$325 mm.

ii. Usos de la base monetaria

En 2011 la demanda de la base monetaria presentó una variación promedio anual de 15%, superior en 3,8 pp a la observada en el mismo período de 2010. En términos reales, este resultado implicó un aumento de 11,2%, mayor en 2,5 pp al observado en 2010 (**Gráfico 30**).

GRÁFICO 30
Base monetaria real
(variación porcentual anual de promedios mensuales)



Fuentes: Banco de la República.

Lo anterior fue producto del incremento de efectivo en poder del público y de la reserva bancaria del sistema financiero, cuyos promedios anuales en 2011 se situaron en 15,2% y 14,8%, respectivamente (11,4% y 11% en términos reales). Estos crecimientos nominales del efectivo y de la reserva fueron mayores en 4,9 pp y 1,8 pp, en su orden, a los observados en 2010.

b. Fuentes y usos de los establecimientos de crédito

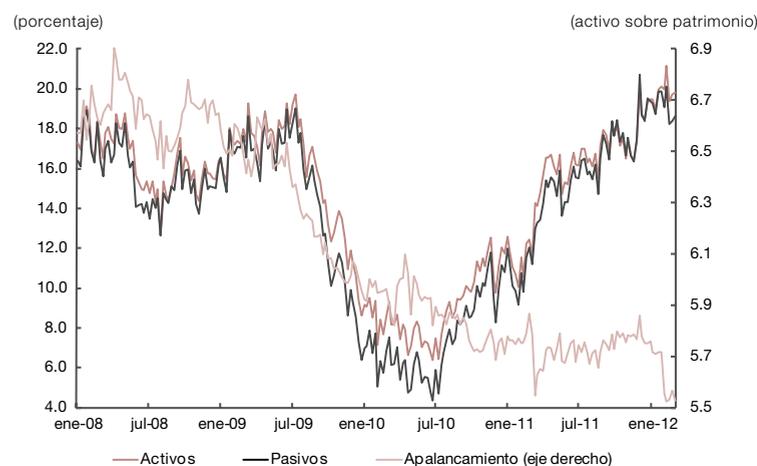
Al analizar las principales cuentas del balance de los establecimientos de crédito se observa que la cartera y las inversiones representan sus principales activos³³, mientras que los pasivos sujetos a encaje (PSE) constituyen sus principales obligaciones. En 2011 continuó acelerándose el ritmo de crecimiento de la cartera, en especial la de consumo; no obstante, en el último trimestre del año ese comportamiento se estabilizó.

32. A partir de junio de 2005, la DGTNCP deposita sus excedentes en pesos en cuentas del Emisor colombiano, el que a su vez remunera el saldo de estos depósitos a tasas de interés de mercado.

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

El nivel de apalancamiento, medido como la relación activos/patrimonio, presentó una reducción durante todo 2009 y hasta el segundo trimestre de 2010. Este hecho estuvo acompañado por una desaceleración continua tanto en el crecimiento de los activos como en el de los pasivos de los establecimientos de crédito hasta el segundo trimestre de 2010 (**Gráfico 31**). A partir de ese momento la tendencia se revirtió y se ha observado una aceleración en el incremento de las cuentas del balance en general, fenómeno que no ha estado acompañado de cambios importantes en el nivel de apalancamiento. A finales de 2011 las expansiones nominales anuales del activo y del pasivo fueron 19,4% en ambos casos.

GRÁFICO 31
Crecimiento porcentual anual de los activos y pasivos de los establecimientos de crédito, y nivel de apalancamiento^{a/}



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

i. Fuentes

En 2011 la principal fuente de financiación de los establecimientos de crédito correspondió a los PSE (**Cuadro 5**). En particular, a finales de diciembre el saldo de los PSE presentó un incremento anual de \$36.221 mm (19%). Esta variación se explica por el mayor saldo en cuentas de ahorro y de CDT por \$17.614 mm y \$12.755 mm, respectivamente, equivalentes a variaciones nominales anuales de 22,5% y 23%. En cuanto a los saldos de cuentas corrientes y de bonos, estos aumentaron \$3.072 mm (9,5%) y \$2.341 mm (14,9%), en su orden. Es importante anotar que, frente a lo observado en 2010 y la primera parte de 2011, los depósitos a plazo presentaron una mayor dinámica y aumentaron su ritmo de crecimiento.

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

Concepto	Saldos fin de mes			Variación anual absoluta		Variación porcentual anual	
	dic-09	dic-10	dic-11	dic-10	DIC-11	dic-10	dic-11
Activo^{a/}							
Posición propia de contado ^{b/}	1,245	440	773	-746	325	59.9	73.9
Reserva bancaria	13,756	15,105	17,940	1,350	2,835	9.8	18.8
OMA pasiva del Banco de la República y depósitos remunerados no constitutivos de encaje	746	490	588	-256	98	(34.3)	20.0
Total cartera bruta con <i>leasing</i> en moneda nacional	144,448	163,762	198,568	19,314	34,806	13.4	21.3
Cartera bruta	131,147	149,484	180,552	18,337	31,069	14.0	20.8
Cartera bruta con <i>leasing</i>	13,301	14,278	18,016	977	3,737	7.3	26.2
Inversiones	49,561	57,039	59,691	7,477	2,652	15.1	4.6
Otros activos netos (OAN) ^{c/}	-2,646	-3,705	908	-1,118	4,622	40.0	(124.5)
Total	207,110	233,131	278,468	26,021	45,337	12.6	19.4
Pasivo							
Repos con el Banco de la República	441	2,496	3,595	2,055	1,099	466.0	44.0
PSE	171,693	190,294	226,515	18,601	36,221	10.8	19.0
Cuentas corrientes	26,967	32,321	35,394	5,354	3,072	19.9	9.5
Ahorros	65,748	78,306	95,920	12,558	17,614	19.1	22.5
CDT	59,312	55,481	68,236	-3,830	12,755	(6.5)	23.0
Bonos	11,502	15,680	18,020	4,178	2,341	36.3	14.9
Depósitos fiduciarios	4,044	4,077	4,219	33	142	0.8	3.5
Depósitos a la vista	3,554	4,423	4,726	869	304	24.5	6.9
Repos con el sector real	567	6	0	-560	-6	(98.9)	(100.0)
Patrimonio	34,976	40,340	48,358	5,364	8,018	15.3	19.9
Total	207,110	233,131	278,468	26,021	45,337	12.6	19.4

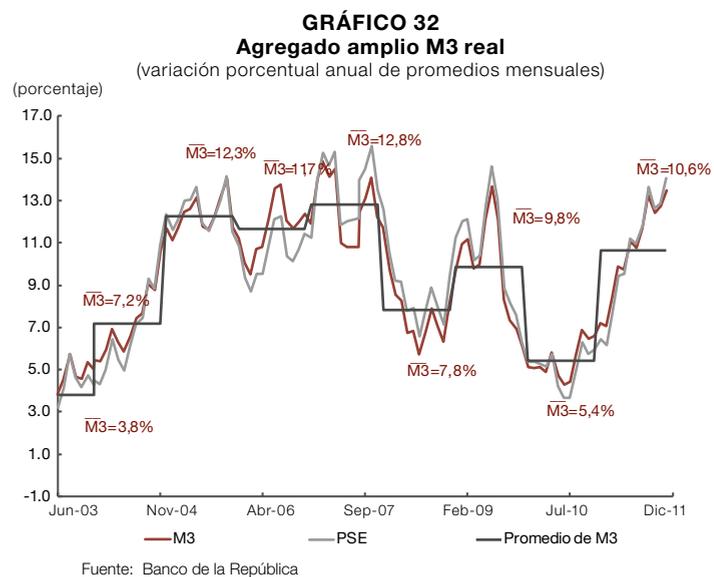
^{a/} Neto de patrimonio y de los pasivos de los establecimientos de crédito diferentes a repos con el Banco de la República y PSE.

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

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

Fuente: Banco de la República.

El comportamiento de los PSE condujo a un crecimiento promedio anual del M3 de 14,4% en 2011 (10,6% en términos reales) (**Gráfico 32**). Por otra parte, al discriminar el M3 entre los sectores público y privado, los incrementos nominales fueron 13,9% y 19%, respectivamente (**Cuadro 6**).



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

Concepto	Saldos a diciembre		Crecimiento anual %
	2010	2011	
M3 privado	186,273	221,716	19.0
Efectivo	29,720	33,404	12.4
PSE	156,553	188,312	20.3
Cuentas corrientes	24,476	27,597	12.7
CDT	52,055	64,222	23.4
Ahorro ^{a/}	62,660	76,661	22.3
Otros	17,361	19,833	14.2
M3 público	33,556	38,213	13.9
Cuentas corrientes	7,859	7,859	0.0
CDT	3,426	4,014	17.1
Ahorro	15,653	19,062	21.8
Otros	6,617	7,279	10.0
M3 total	219,828	259,930	18.2
Efectivo	29,720	33,404	12.4
PSE	190,108	226,525	19.2
Cuentas corrientes	32,335	35,456	9.7
CDT	55,481	68,235	23.0
Ahorro	78,313	95,722	22.2
Otros	23,979	27,112	13.1

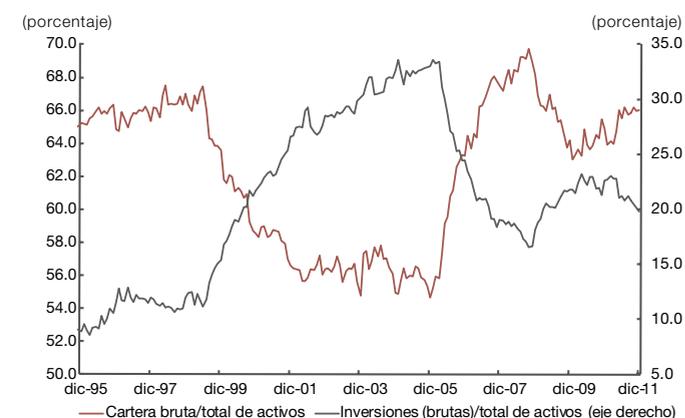
a/ Esta serie no incluye los depósitos de la Caja de Vivienda Militar creada en julio de 2006.

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

ii. Usos

En 2010 los activos de los establecimientos de crédito estuvieron dirigidos más hacia el crédito que hacia las inversiones. En 2011 esta situación se repitió, e incluso hacia finales de año el saldo de la cartera ganó aún más participación en el total de los activos, comparado con el saldo de las inversiones (**Cuadro 5 y Gráfico 33**). En particular, mientras que el saldo de las inversiones en moneda nacional en 2011 presentó un incremento anual de \$2.652 mm (4,6%), el saldo de balance de la cartera bruta de los establecimientos de crédito en la misma moneda presentó una variación anual de \$34.806 mm (21,3%). Al incluir las titularizaciones dentro de esta cartera, su saldo fue \$204.822 mm en diciembre de 2011, con una variación anual de \$33.799 mm (19,8%) (**Cuadro 7**).

GRÁFICO 33
Cartera e inversiones (brutas)/total de activos^{a/}
(moneda total)



a/ Sin entidades financieras especiales.

Fuente: Banco de la República.

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

	Saldo en miles de millones de pesos			Crecimiento porcentual anual		
	fin de diciembre de			fin de diciembre de		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
A. Moneda nacional	149,196	171,023	204,822	4.4	14.6	19.8
Comercial ^{b/}	88,233	100,123	117,172	4.0	13.5	17.0
Consumo ^{c/}	41,198	48,080	59,929	1.3	16.7	24.6
Hipotecaria ajustada ^{d/}	15,925	18,514	21,765	11.5	16.3	17.6
Microcrédito ^{e/}	3,840	4,305	5,956	24.6	12.1	38.4
B. Moneda extranjera	4,720	10,171	14,273	(37.5)	115.5	40.3
Total cartera ajustada (A + B)	153,916	181,194	219,095	2.3	17.7	20.9
Memo ítem						
Hipotecaria ^{f/}	11,178	11,254	15,511	11.4	0.7	37.8

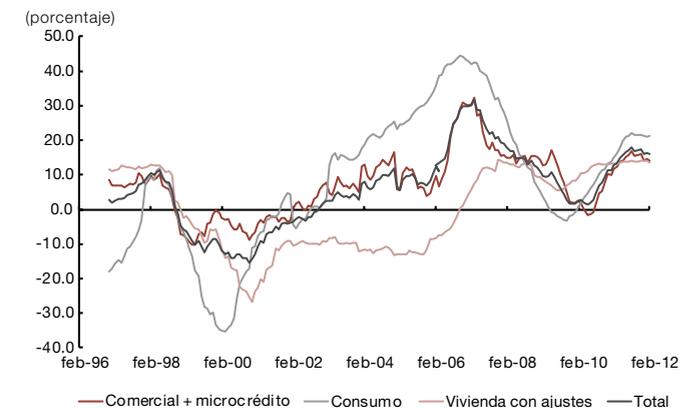
- a/ Sin FEN, sin entidades financieras especiales y sin entidades en liquidación. Incluye leasing. Para el cálculo de las variaciones anuales se tomaron los siguientes cierres: 2008: 1 de enero de 2009, y 2009: 2 de enero de 2010.
- b/ Créditos distintos a los de vivienda, de consumo y microcrédito definidos en los literales c/, d/, e/ y f/.
- c/ Créditos otorgados a personas naturales cuyo objeto sea financiar la adquisición de bienes de consumo o el pago de servicios para fines no comerciales o empresariales, independientemente de su monto.
- d/ Son créditos de vivienda, independientemente del monto, aquellos otorgados a personas naturales destinados a la adquisición de vivienda nueva o usada, o a la construcción de vivienda individual. Corresponde a las cuentas de los créditos hipotecarios de los establecimientos de crédito ajustadas por las titularizaciones.
- e/ Crédito otorgado a microempresas cuyo saldo de endeudamiento con la respectiva entidad no supere ciento veinte (120) salarios mínimos legales mensuales vigentes (Decreto 919 de 2008).
- f/ Son créditos de vivienda, independientemente del monto, aquellos otorgados a personas naturales destinados a la adquisición de vivienda nueva o usada, o a la construcción de vivienda individual. Corresponde a las cuentas de los créditos hipotecarios de los establecimientos de crédito.

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

En 2011 continuó el dinamismo en el ritmo de crecimiento de todas las modalidades de cartera en moneda legal. En el caso de los créditos comercial y de consumo, las variaciones nominales anuales a diciembre de 2011 fueron 17,0% y 24,6%, respectivamente; superiores en 3,6 pp y 7,9 pp a lo observado un año antes. La expansión de la cartera hipotecaria ajustada por titularizaciones fue 17,6% en diciembre de 2011, superior en 1,3 pp a lo registrado en 2010.

En términos reales³⁴ el saldo de la cartera ajustada en moneda nacional presentó una recuperación importante a partir del segundo trimestre de 2010. Así, su variación anual pasó de 1,4% en mayo de 2010 a 18% en agosto de 2011 (**Gráfico 34**). A partir de entonces, este crecimiento se redujo levemente y en diciembre de 2011 fue 16,1%, similar al observado en febrero de 2012. Por modalidad de crédito, a finales de 2011 la variación anual real de la cartera comercial más microcrédito (en moneda local) fue 14,2% y la de consumo 21,2%.

GRÁFICO 34
Variación porcentual de la cartera bruta real^{a/}
(moneda legal)



Nota: Se utilizó el IPC sin alimentos

a/ Incluye FEN, ahora Financiera de Desarrollo Nacional

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

4.3 Algunas medidas de riesgo del sistema financiero

En esta sección se analiza la exposición de los principales establecimientos del sistema financiero a los riesgos de crédito, de mercado y de liquidez, utilizando algunos indicadores con información hasta diciembre de 2011. Por su parte, el Recuadro 3 hace un análisis del comportamiento del crédito en América Latina.

En el caso del riesgo de crédito se utiliza el indicador de mora (IM) definido como la razón entre la cartera en mora³⁵ y la cartera total, y el indicador de calidad de cartera (IC) calculado como la proporción que representa la cartera riesgosa³⁶ dentro de la cartera total.

Durante 2011 el elevado crecimiento de los préstamos en sus diferentes modalidades fue superior al aumento de las carteras vencida y riesgosa, hecho que se reflejó en una tendencia decreciente de los indicadores de riesgo de crédito. Si bien en los nuevos créditos se observó un deterioro en el IC, sus niveles en todas las modalidades son históricamente bajos.

En cuanto al riesgo de mercado, se analiza la evolución del saldo total del portafolio propio y administrado de TES de las entidades financieras. Adicionalmente, se realiza un ejercicio de sensibilidad, que tiene como objetivo cuantificar las pérdidas por valoración del portafolio en que incurrirían las entidades financieras ante un cambio adverso en las condiciones de mercado. Como se verá, de acuerdo con la información disponible al 10 de febrero de 2012 estos ejercicios muestran que la exposición al riesgo de mercado de los bancos comerciales, las administradoras de fondos de pensiones (AFP) y los fondos administrados por las sociedades fiduciarias (SFD) aumentó, explicada por un incremento en el saldo y la duración de sus portafolios de TES.

34. Utilizando el IPC sin alimentos.

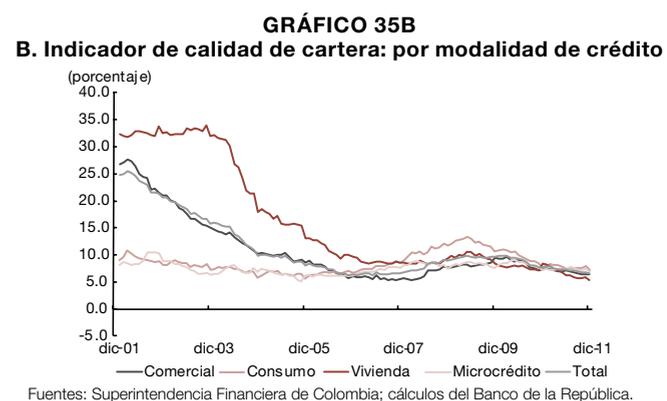
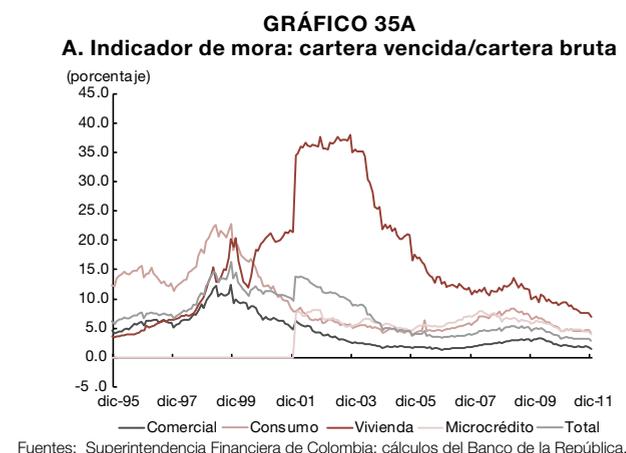
35. La cartera en mora es aquella que presenta un incumplimiento igual o superior a treinta días.

36. La cartera riesgosa está compuesta por todos los créditos cuya calificación es diferente de A.

Finalmente, para analizar la exposición al riesgo de liquidez de fondeo se utiliza el indicador de riesgo de liquidez (IRL) escalado por los activos ilíquidos de cada entidad³⁷. Este se construye como una brecha de liquidez de corto plazo que se calcula para un horizonte de siete, quince y treinta días. Un valor positivo del indicador muestra que las entidades cuentan con los recursos suficientes para suplir sus necesidades de liquidez de corto plazo; mientras que un valor negativo sugiere que estos no cuentan con los fondos necesarios para cubrir dichas necesidades. Así mismo, se realiza un ejercicio de sensibilidad donde se supone un retiro inesperado de depósitos y se analiza el comportamiento del IRL escalado ante esta situación. En el transcurso del segundo semestre de 2011 este indicador presentó un comportamiento estable para los diferentes grupos de entidades, los cuales siguen presentando una posición holgada que les permite sobrellevar choques importantes en sus depósitos.

a. Riesgo de crédito

Durante el segundo semestre de 2011 se observó un alto crecimiento del portafolio de créditos de los intermediarios financieros. Pese a que las carteras riesgosa y vencida de consumo y de microcrédito han aumentado, los indicadores de riesgo siguen mostrando una tendencia decreciente en todas las modalidades (**Gráfico 35**).



De acuerdo con lo observado en diciembre de 2011, el IC y el IM se redujeron para las diferentes carteras. Para el total de la cartera, estos indicadores se ubicaron en 6,7% y 2,8% en diciembre de 2011, en su orden, lo que refleja una disminución de 1,1 pp y 40 pb frente a lo reportado en el mismo mes de 2010 (**Cuadro 8**). La cartera riesgosa, sin embargo, presentó un crecimiento real anual positivo para las modalidades de consumo y microcrédito, de 11,9% y 27,8%, respectivamente, mientras que la cartera riesgosa total aumentó en 2,2% (**Gráfico 36**). De manera similar, la cartera vencida para estas modalidades mostró un incremento de 14,6% y 22,1%, mientras que para el total de la cartera el crecimiento fue de 2,7% (**Gráfico 37**).

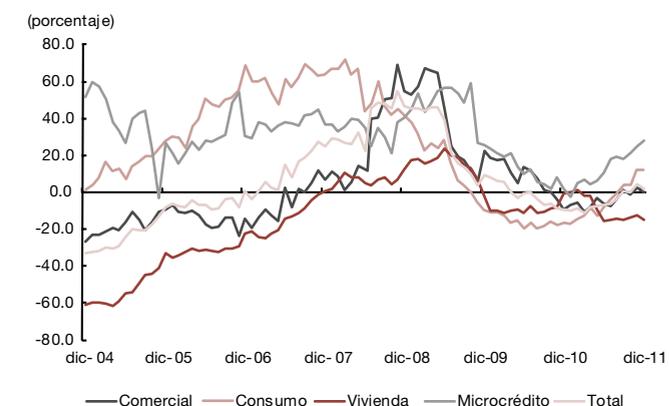
CUADRO 8
Indicadores de riesgo de crédito
(porcentaje)

Modalidad	IM		IC	
	dic-10	dic-11	dic-10	dic-11
Cartera total	3.2	2.8	7.8	6.7
Comercial	1.9	1.5	7.4	6.5
Consumo	4.5	4.2	7.8	7.2
Vivienda ^{a/}	9.3	6.9	8.5	5.4
Microcrédito	4.4	4.0	7.2	6.9

a/ La cartera de vivienda presenta un IM mayor al IC. Esto se explica porque la transición de esta cartera a la calidad con riesgo se hace después de dos meses de vencida, en atención a las garantías y el comportamiento de pago de los deudores de crédito de vivienda. En las demás modalidades de cartera el riesgo antecede a la mora. Véase la Circular Básica Contable y Financiera (C.E. 100 de 1995), capítulo II, Anexo 1.

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

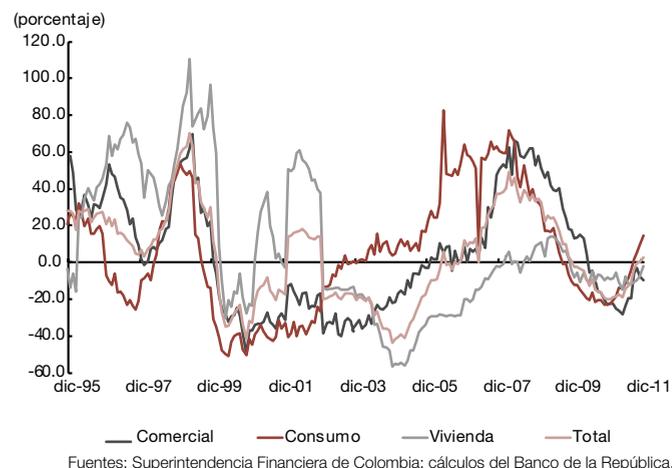
GRÁFICO 36
Crecimiento real anual de la cartera riesgosa por modalidad



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

37. Este indicador fue introducido en Colombia por la Superintendencia Financiera con la entrada en vigencia del sistema de administración de riesgo de liquidez (SARL) en el primer semestre de 2009. Algunos cambios a esta metodología fueron adoptadas por la Circular Externa 43 de 2011 de la Superintendencia Financiera; sin embargo, aún no se dispone de nuevos reportes del indicador modificado.

GRÁFICO 37
Crecimiento real anual de la cartera vencida por modalidad



En conclusión, los indicadores de riesgo de crédito continúan con una tendencia decreciente, explicada por la dinámica de la cartera bruta en las distintas modalidades. No obstante, el aumento del saldo de las carteras vencida y riesgosa de consumo y microcrédito generan preocupación, dado el comportamiento al alza que ha mostrado el endeudamiento de los hogares (**Gráfico 38, panel A.**), además de su mayor carga financiera (**Gráfico 38, panel B.**). Por lo anterior resulta necesario continuar con el monitoreo del riesgo de crédito con el objetivo de identificar situaciones que puedan generar una mayor vulnerabilidad para el sistema financiero.

GRÁFICO 38A
A. Crecimiento anual del endeudamiento de los hogares

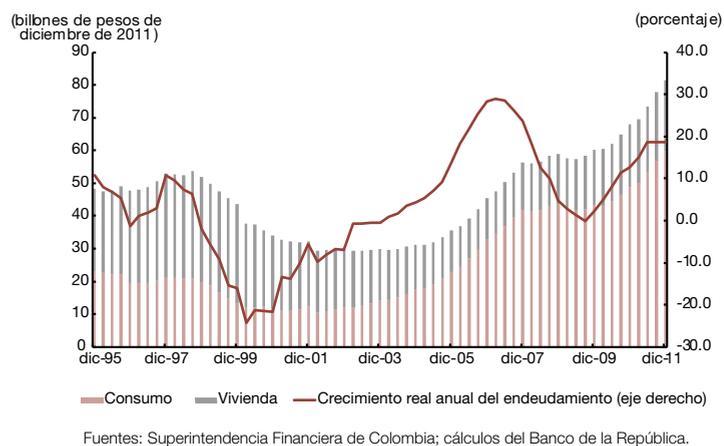
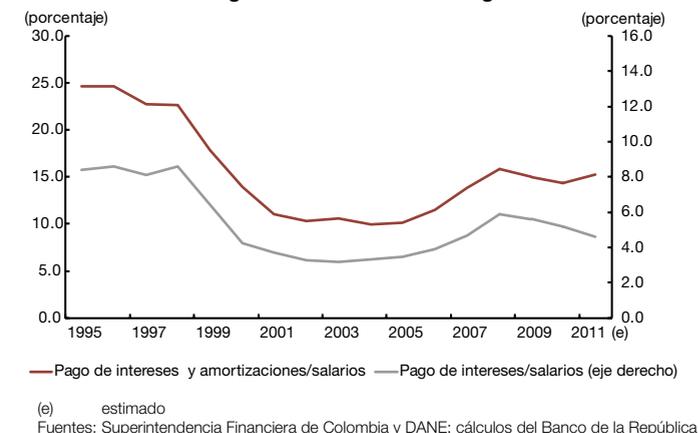


GRÁFICO 38B
B. Carga financiera de los hogares



b. Riesgo de mercado

Los portafolios que concentran la mayor cantidad de TES son los administrados por las AFP, por las SFD y por los bancos comerciales³⁸. Como lo muestra el **Cuadro 9**, a febrero de 2012 el portafolio de estas entidades registró un valor de \$38,4 b, \$31 b y \$30,2 b, respectivamente. Este valor es superior en \$2,4 b al registrado en julio de 2011 para las AFP, \$900 mm para las SFD y \$4 b en el caso de los bancos comerciales.

CUADRO 9
Saldo del portafolio de TES
(Billones de pesos)

	Portafolio TES		
	Julio de 2011 ^a	Febrero de 2012 ^b	Diferencia
Bancos	26.2	30.2	4.0
AFP	35.9	38.4	2.4
Sociedades fiduciarias	30.2	31.0	0.9

a/ Datos al 31 de julio de 2011.
b/ Datos al 10 de febrero de 2012.
Fuente: Banco de la República.

A diferencia de las AFP y las SFD, para los bancos no todas las inversiones están expuestas a cambios en los precios de mercado. De esta forma, su monto expuesto³⁹ a febrero de 2012 es de \$20,8 b, valor superior al registrado en julio de 2011.

38. El portafolio de TES de los bancos comerciales es propio, mientras que las AFP y las SFD administran recursos de terceros.
39. El monto expuesto se define como el saldo de TES que está sujeto a cambios en el precio de mercado. De esta forma, este corresponde a la suma de los títulos negociables y los que están disponibles para la venta.

Para analizar la exposición al riesgo de mercado de las entidades del sistema financiero se realizó un ejercicio de sensibilidad donde se supone un incremento paralelo de 200 pb⁴⁰ en la curva cero cupón de TES. En este escenario se calculan las pérdidas por valoración que este choque ocasionaría.

Los resultados del ejercicio indican que las pérdidas aumentarían para estos intermediarios financieros en el transcurso del segundo semestre de 2011, debido al aumento en la posición de TES y la duración del portafolio (**Cuadro 10**). En vista de la mayor exposición al riesgo, es importante continuar con el monitoreo cercano de este riesgo, dado que un cambio en la volatilidad, acompañado de mayores tenencias de títulos, podría mostrar resultados adversos sobre el balance de las entidades financieras.

CUADRO 10
Ejercicio de sensibilidad
(Billones de pesos)

	Pérdidas por choque de 200 pb		
	Julio de 2011 ^{a/}	Febrero de 2012 ^{b/}	Diferencia
Bancos	0.92	1.06	0.14
AFP	4.17	4.47	0.30
Sociedades fiduciarias	2.09	2.21	0.12

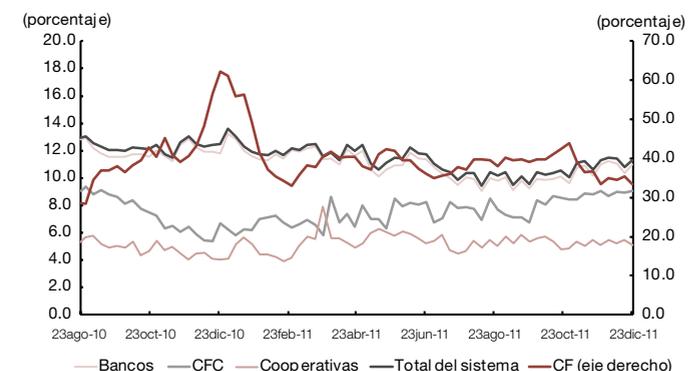
a/ Datos al 31 de julio de 2011.
b/ Datos al 10 de febrero de 2012.
Fuente: Banco de la República.

c. Riesgo de liquidez

Para un horizonte de una semana la fórmula del IRL escalado corresponde a la suma de los activos líquidos (ajustados por liquidez de mercado) y el requerimiento de liquidez neto estimado para dicho rango de tiempo⁴¹:

El siguiente análisis utiliza un promedio ponderado de las últimas cuatro observaciones disponibles de IRL con el objetivo de reducir la volatilidad del indicador. Para el 23 de diciembre de 2011 el nivel de IRL para el sistema financiero registró un valor de 11,3%, el cual es inferior en 1,2 pp al observado en la misma semana del año anterior (12,5%) (**Gráfico 69**). Esta reducción se explica por una disminución en las inversiones líquidas durante el primer semestre de 2011. En la segunda mitad del año el nivel de liquidez de los diferentes grupos de entidades ha permanecido relativamente estable, con un ligero aumento para las compañías de financiamiento (CFC), el cual se explica por un incremento en el activo disponible. Para los demás grupos de entidades se observa un comportamiento estable de las inversiones líquidas y de los requerimientos netos de liquidez.

GRÁFICO 39
IRL escalado a 7 días
(total por grupos de establecimientos)



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

Adicionalmente, se realizó un ejercicio de estrés para los bancos sobre los indicadores de liquidez para un horizonte de siete y quince días, considerando un choque en los depósitos de 4%⁴². De acuerdo con los resultados, las entidades pueden soportar el choque durante la primera y la segunda semanas, sin enfrentarse a un alto riesgo de liquidez.

En conclusión, el crecimiento de las carteras vencida y riesgosa para las modalidades de consumo y microcrédito no ha generado un deterioro de sus indicadores de riesgo debido al aumento significativo del saldo de la cartera total. Sin embargo, se evidencia un incremento en el riesgo de los nuevos créditos otorgados durante el tercer trimestre de 2011 en dichas modalidades. En cuanto al riesgo de mercado, se observa un aumento en la exposición de las entidades, debido a la mayor tenencia de TES y duración de sus portafolios. Finalmente, los niveles de liquidez de las entidades financieras se mantuvieron estables durante el segundo semestre de 2011, mientras que los ejercicios de estrés indican que estos establecimientos continúan presentando una posición holgada de liquidez con la que podrían resistir retiros considerables de sus depósitos en un horizonte de dos semanas.

40. Es importante resaltar que este es un escenario extremo y poco probable.

41. El requerimiento neto de liquidez corresponde a la suma del flujo neto de caja por vencimientos contractuales de activos, pasivos y posiciones fuera del balance en el horizonte de los siguientes siete días calendario, y el flujo neto de caja estimado para los siguientes siete días, de depósitos y exigibilidades que no corresponden a vencimientos contractuales, para cada horizonte de tiempo.

42. Este es un choque adicional al incluido dentro del cálculo de los flujos netos no contractuales, en el cual los depósitos se reducen en un porcentaje equivalente al máximo coeficiente de retiros observados históricamente para cada entidad.

E. SECTOR EXTERNO

5.1. Evolución de la tasa de cambio

a. Tasa de cambio nominal

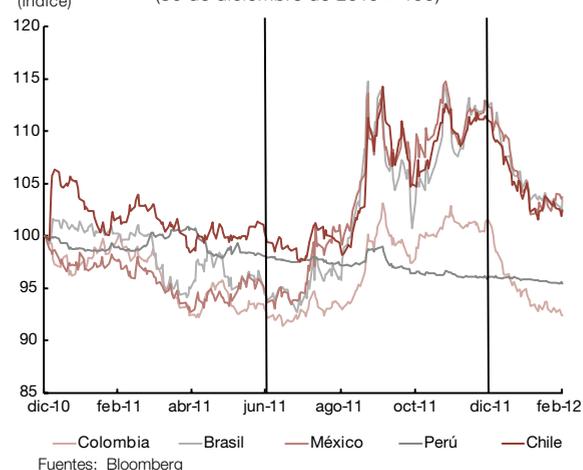
Durante 2011 el dólar estadounidense se debilitó frente a las monedas de países tanto desarrollados como emergentes. Específicamente, al comparar el promedio de las tasas de cambio de 2011 con lo observado en 2010, todas las monedas de la región se revaloraron; así, el peso chileno y el real brasilero fueron las monedas que presentaron la mayor revaluación (5,2% y 4,9%, respectivamente), seguidos por el peso colombiano (2,6%), el sol peruano (2,5%) y el peso mexicano (1,5%). Al comparar el precio de cierre de 2011 con el del año anterior, el peso colombiano presentó una devaluación de 1,5%, inferior a la registrada por el real brasilero, el peso mexicano y el peso chileno, los cuales se devaluaron 12,5%, 12,4% y 11%, en su orden. El sol peruano, por su parte, presentó una revaluación de 3,9% (**Cuadro 11 y Gráfico 40**).

CUADRO 11
Tasas de cambio frente al dólar
(variación porcentual)

	Enero de 2002 a diciembre de 2009	2010	2011	Promedio 2011 vs. Promedio 2010	Promedio II sem. 11 vs. I sem. 11	Enero a febrero de 2012
Colombia	(10.7)	(6.4)	1.5	(2.6)	1.1	(9.0)
Brasil	(24.7)	(4.7)	12.5	(4.9)	5.3	(8.0)
México	42.5	(5.2)	12.4	(1.5)	9.3	(8.1)
Perú	(16.1)	(2.8)	(3.9)	(2.5)	(2.0)	(0.5)
Chile	(23.2)	(7.8)	11.0	(5.2)	3.5	(7.8)
Euro	(38.2)	7.9	2.5	(4.8)	1.8	(2.7)
Libra	(9.7)	4.2	(0.7)	(3.7)	1.7	(3.1)
Yen	(29.5)	(11.8)	(5.7)	(9.3)	(5.4)	4.5

Fuente: SET FX y Bloomberg

GRÁFICO 40
Índices de tasas de cambio nominales de países de América Latina
(índice)
(30 de diciembre de 2010 = 100)



En 2011 el comportamiento del peso colombiano respecto al dólar se puede dividir en dos períodos. En el primero, comprendido entre enero y finales de julio, la moneda local presentó una tendencia revaloracionista, después de una fuerte depreciación a finales de 2010⁴³. Dicho comportamiento estuvo influenciado por la disminución en las primas de riesgo internacional, lo que incentivó, al igual que en otras economías emergentes, la entrada de capitales. Adicionalmente, esto se vio apoyado por las expectativas acerca de una mejora en la calificación de la deuda pública de Colombia, la cual se materializó en marzo cuando Standard & Poor's decidió otorgarle el grado de inversión, y luego en mayo y junio cuando lo hicieron Moody's y Fitch, respectivamente.

En el segundo período, comprendido entre finales de julio y diciembre, el peso se devaluó, en especial por el aumento en la percepción de riesgo internacional. Esta última explicada por la situación fiscal de algunos países europeos, la incertidumbre sobre las medidas de rescate a Grecia, la disminución en la calificación de la deuda de varios países⁴⁴ y de algunos bancos de los Estados Unidos y Francia, así como por la disminución en las proyecciones de crecimiento mundial por parte del FMI.

Vale la pena resaltar que durante la mayor parte de 2011 el Banco de la República ejecutó su programa de compras de reservas internacionales de al menos US\$20 m diarios, el cual inició el 15 de septiembre de 2010 y finalizó el 30 de septiembre de 2011, luego de que la JDBR anunció que se convocarían subastas en el mercado spot por un monto de US\$200 m cuando la tasa representativa del mercado (TRM) se desviara 2% o más de su promedio móvil de orden diez. El 28 de octubre este mecanismo fue reemplazado por el de opciones de volatilidad por un monto de US\$200 m cuando la TRM se desviara 4% o más de su promedio móvil de orden veinte.

En 2011 de acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria⁴⁵, se presentaron reintegros netos de la cuenta de capital del sector privado por US\$4.891 m y del sector público por US\$9.087 m. Estos flujos fueron parcialmente compensados por las operaciones de la cuenta corriente, las cuales registraron salidas netas por US\$9.385 m. Dentro de estas últimas, la balanza comercial registró giros netos por US\$8.684 m (reintegros de US\$10.155 m de exportaciones y salidas de US\$18.840 m de importaciones). En la cuenta de capital se destacan los reintegros por IED (US\$13.982 m), particularmente en los sectores de petróleo y minería, así como los de inversión de portafolio (US\$1.673 m) y endeudamiento externo (US\$1.432 m). Por otra parte, las operaciones hacia cuentas en el exterior generaron salidas por US\$12.197 m, las cuales contrarrestaron parcialmente los ingresos (**Cuadro 12**).

En lo corrido de 2012 (al 29 de febrero) el peso se ha apreciado 9%, comportamiento similar al de otras monedas de la región, dada la disminución de la percepción de riesgo internacional. Esta reducción se explica por varios factores tales como la realización de dos subastas para otorgar liquidez a tres años por parte del Banco Central Europeo⁴⁶, la publicación de datos positivos en los Estados Unidos, la zona

43. La tasa de cambio presentó una devaluación ante un evento puntual y en un contexto de baja liquidez en el mercado, alcanzando un máximo de \$2.028,13 el 28 de diciembre de 2010.

44. La disminución en la calificación de la deuda soberana se dio para los Estados Unidos, Japón y algunos países europeos como Bélgica, Chipre, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España.

45. La cual muestra los movimientos de divisas en el mercado spot de los intermediarios del mercado cambiario (IMC) con los demás agentes de la economía y las transacciones canalizadas a través del Banco de la República.

46. La primera a finales de 2011 y la segunda a finales de febrero de 2012.

del euro y China⁴⁷, el comunicado de la Fed (en el cual señalaba que probablemente mantendría la tasa de referencia en niveles excepcionalmente bajos hasta finales de 2014), los estímulos monetarios de otros bancos centrales⁴⁸ y la aprobación de un desembolso a Grecia por cuenta de la zona del euro, como parte del segundo paquete de rescate a ese país.

CUADRO 12
Balanza cambiaria^{a/}
Cifras en millones de dólares

	Ene-dic 2010	Ene-dic 2011	Variación absoluta
I. Reintegros netos de cuenta corriente (1 + 2 + 3)	(10,412)	(9,385)	1,027
1. Rendimiento de las reservas internacionales	149	260	110
2. Intereses de la deuda de DGCPNT	(1,932)	(2,116)	(184)
3. Resto (i + ii + iii) ^{b/}	(8,630)	(7,529)	1,101
i. Balanza comercial de bienes (a + b)	(9,023)	(8,684)	339
a. Exportaciones de bienes ^{c/}	8,442	10,155	1,713
b. Importaciones de bienes	(17,465)	(18,840)	(1,374)
ii. Reintegros netos por servicios financieros	(2,610)	(1,898)	712
iii. Reintegros netos por servicios no financieros	3,004	3,053	49
II. Reintegros netos de capital privado (1 + 2 + 3 + 4)	6,791	4,891	(1,900)
1. Préstamos	(1,181)	1,432	2,613
2. Inversión directa (i + ii)	9,123	13,982	4,859
i. Extranjera en Colombia (a + b)	9,485	15,032	5,548
a. Petróleo y minería	7,973	12,241	4,268
b. Directa y suplementaria, otros sectores	1,512	2,792	1,280
ii. Colombiana en el exterior	(361)	(1,050)	(689)
3. Inversión de portafolio (i + ii)	1,455	1,673	219
i. Extranjera en Colombia	2,349	2,628	279
ii. Colombiana en el exterior	(894)	(954)	(60)
4. Operaciones especiales ^{d/}	(2,606)	(12,197)	(9,590)
III. Reintegros netos de capital oficial^{e/}	6,657	9,087	2,430
IV. Otras operaciones especiales^{f/}	62	(754)	(816)
V. Variación de las reservas internacionales brutas (I + II + III + IV)	3,099	3,839	741

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

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

c/ Incluye anticipos y prefinanciaciones.

d/ Registra los movimientos de divisas provenientes de cuentas de compensación, compra-venta de saldos de cuentas libres efectuados en el mercado cambiario interno y movimientos de divisas por operaciones de derivados.

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

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

Fuente: Banco de la República.

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

48. Los bancos centrales de Inglaterra y Japón aumentaron en £50 b y A10 trillones sus programas de compra de activos. Por su parte el Banco Central de India redujo los requerimientos de reserva en 50 pb con el fin de inyectar alrededor de INR320 b de rupias al sistema financiero.

Adicionalmente, a nivel local se conoció que la calificadora DBRS aumentó la perspectiva de la deuda soberana de Colombia de estable a positiva, ante la buena gestión macroeconómica y la capacidad del país para enfrentar choques adversos. Vale la pena resaltar que el 6 de febrero la JDBR inició un programa de compra de reservas internacionales de por lo menos US\$ 20 m diarios mediante el sistema de subastas competitivas por al menos tres meses consecutivos. Este programa fue extendido el 24 de febrero hasta al menos el 4 de agosto de 2012.

b. Tasa de cambio real

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

En 2011 los índices bilaterales de TCR, que utilizan como medidas de precios el IPC o el IPP, muestran que, en términos generales, frente a los principales socios comerciales el peso colombiano se depreció. Esto ocurrió en términos del IPP frente a los Estados Unidos, Venezuela, Brasil, la zona del euro, Perú, Japón, Chile, Canadá e Inglaterra. Por su parte, para el mismo período, el peso colombiano se apreció frente a Ecuador y México (**Cuadro 13**).

CUADRO 13
Tasa de cambio bilateral: peso colombiano frente a otras monedas extranjeras

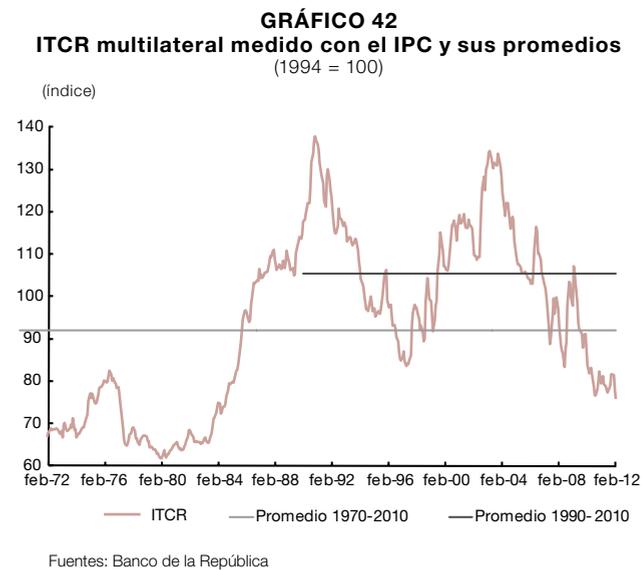
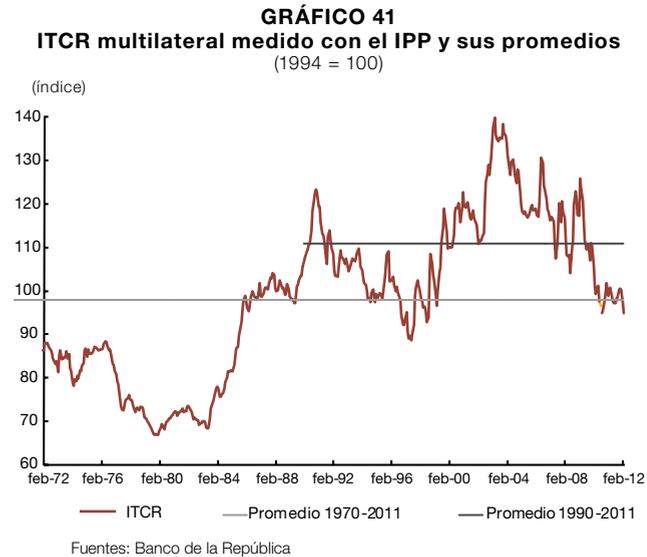
	2010 ^{a/}		2011 ^{a/}		A febrero de 2012 ^{b/}	
	IPP	IPC	IPP	IPC	IPP	IPC
Estados Unidos	(7.3)	(12.5)	0.4	(2.9)	(2.7)	(3.7)
Venezuela	(22.1)	(21.1)	5.1	11.6	7.3	13.3
Ecuador	(10.3)	(10.8)	(3.6)	(1.7)	(1.0)	(1.3)
México	(4.2)	(3.9)	(1.2)	(1.0)	(7.0)	(10.1)
Brasil	3.6	2.4	6.3	5.6	(6.3)	(5.3)
Zona del euro	(11.8)	(13.5)	7.1	6.3	3.9	3.1
Perú	(5.9)	(6.7)	0.7	(0.2)	1.4	0.8
Japón	(7.6)	(8.8)	3.6	3.3	0.3	(0.4)
Chile	(6.9)	(4.2)	2.9	2.4	0.0	(4.1)
Canadá	(3.0)	(2.8)	0.5	0.8	(5.0)	(5.2)
Inglaterra	(10.4)	(11.7)	1.0	2.0	(4.2)	(4.9)

a/ Variaciones promedio entre enero y diciembre.

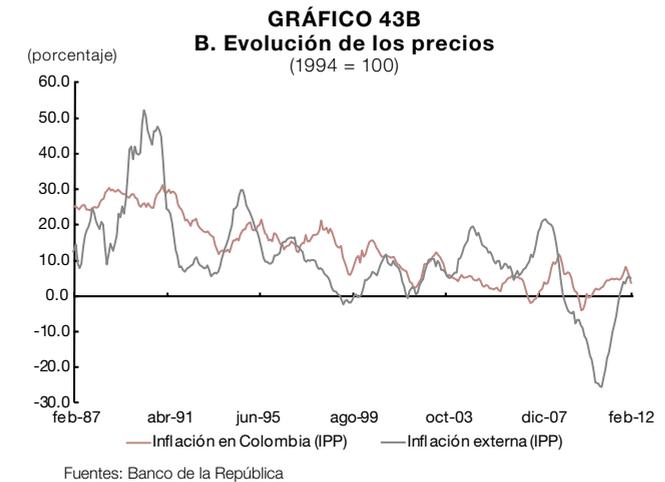
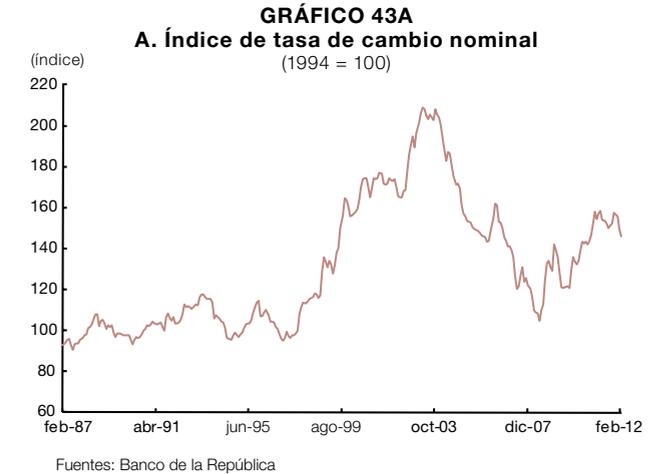
b/ Variaciones promedio entre enero y febrero.

Fuente: Banco de la República.

En términos agregados, en 2011 la TCR se mantuvo en niveles similares a los observados en 2010. El índice de tasa de cambio real (ITCR) medido con el IPP se apreció 0,4% frente a lo observado en promedio en 2010, mientras que el ITCR-IPC se revaluó 1,5% (**gráficos 41 y 42**). Con estas apreciaciones, el ITCR-IPP se ubicó muy cerca de su promedio histórico, al tiempo que el ITCR-IPC llegó al nivel más bajo desde 1984.



Los movimientos de la TCR estuvieron respaldados por una depreciación nominal de 8,4% frente al grupo de socios comerciales y por una inflación interna (5,5%) mayor a la externa (-3,3%) medida con el IPP, de acuerdo con las ponderaciones de comercio no tradicional (**Gráfico 43**).



Un indicador adicional de competitividad es el ITCR-C, el cual representa una tasa de cambio real multilateral con respecto a los países que compiten con nuestros principales productos de exportación (café, banano, flores y textiles) en el mercado estadounidense. De acuerdo con este indicador, en 2011 se registró una ganancia en competitividad frente a 2010 de 1,6% (**Gráfico 44**).

En lo corrido de 2012 a febrero la TCR presenta una revaluación frente al promedio de 2011 de 2,9% y 3,5% de acuerdo con los índices de IPP e IPC, respectivamente. Esto se debe tanto a la revaluación nominal frente al dólar (1,6%), como a la apreciación frente al conjunto de socios (4,8%), que fue compensada con una menor inflación en Colombia.

GRÁFICO 44
ITCR de competitividad en los Estados Unidos
(1994 = 100)

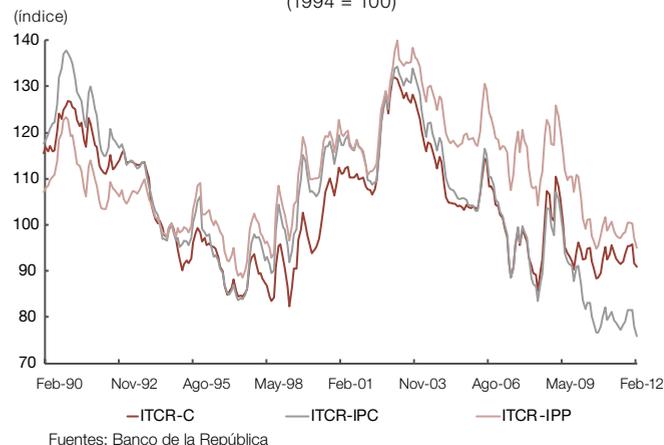
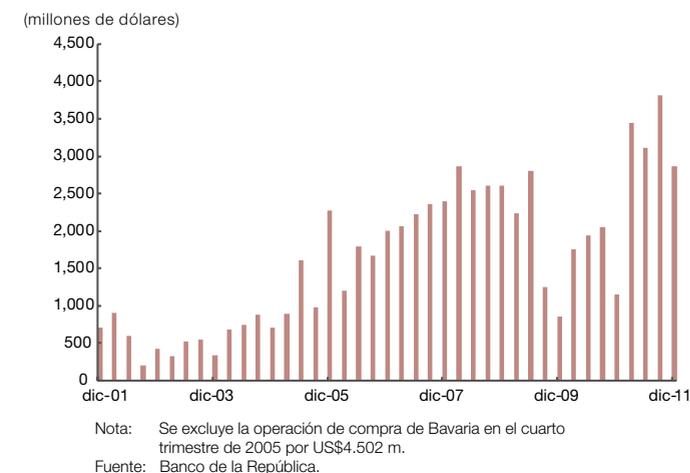
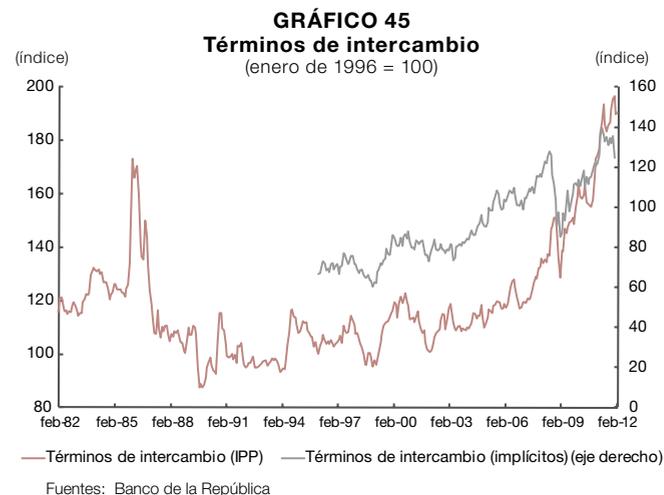


GRÁFICO 46
Inversión extranjera en Colombia



c. Factores que han incidido en el comportamiento de la moneda

Los factores que influyen en el comportamiento de la TCR están relacionados con variables que afectan los precios relativos y el desempeño de la economía colombiana y la de los países con los que comercia. En este sentido, Colombia registró mejoras en sus términos de intercambio, que a pesar de estar en niveles altos, se incrementaron 16,4% en promedio en 2011 frente a 2010 (**Gráfico 45**).



De otro lado, los flujos de inversión al país volvieron a niveles altos después de una caída importante como consecuencia de la crisis internacional (**Gráfico 46**). En el corto plazo este incremento en los recursos por inversión extranjera puede generar una apreciación real de la moneda.

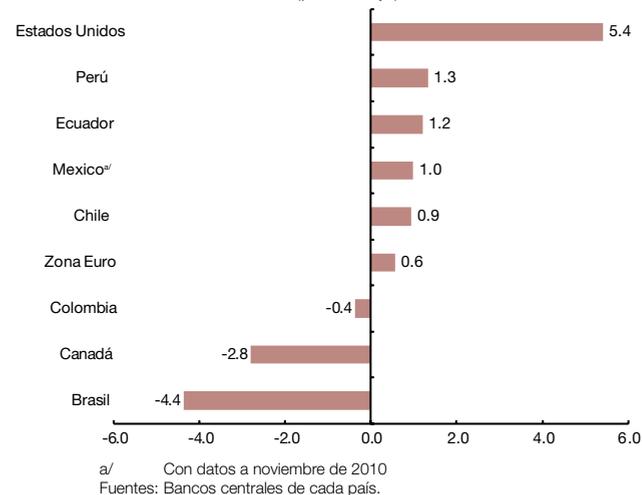
Por otra parte, la competitividad de un país está determinada tanto por los costos de producción como por la eficiencia del sector transable. En este sentido, incrementos en la productividad en el sector de bienes de exportación se verán reflejados en apreciaciones reales de la tasa de cambio. De acuerdo con el **Gráfico 47** en 2011 los mayores crecimientos de la productividad por hora trabajada en la industria en Colombia (4,0%) frente a los Estados Unidos (2,8%) pudieron generar presiones hacia la apreciación de la moneda.

GRÁFICO 47
Diferencial de productividad por hora trabajada en la industria de los Estados Unidos frente a Colombia
(1990 = 100)



Finalmente, la mayor confianza en las economías emergentes, los consiguientes flujos de capital, la evolución de los precios de las materias primas y la política monetaria expansiva en los Estados Unidos, con el subsecuente debilitamiento del dólar, han sido los determinantes de la evolución de las monedas de la región (**Gráfico 48**).

GRÁFICO 48
Tasas de cambio reales multilaterales, variación anual de 2011 frente a 2010 (porcentaje)



5.2 Evolución de la balanza de pagos de Colombia en 2011

En el año 2011 el sector externo colombiano estuvo favorecido por la dinámica de las exportaciones, en particular por las ventas de nuestros productos básicos de origen minero, las cuales fueron impulsadas, principalmente, por el comportamiento de los precios internacionales. De la misma forma, el buen desempeño tanto del consumo como de la inversión explicó el ritmo creciente de las importaciones, cuyo efecto combinado con una mayor remisión de utilidades y dividendos a las empresas extranjeras produjeron un déficit en la cuenta corriente de US\$9.980 m (3% del PIB) (**Cuadro 14**).

CUADRO 14
Balanza de pagos de Colombia
(millones de dólares)

	2010 (pr)	2011 (pr)	Variación (dólares)
I. Cuenta corriente (A + B + C)	-8,760	-9,980	1,219
Ingresos	52,100	70,603	18,503
Egresos	60,861	80,583	19,722
A. Bienes y servicios no factoriales	-1,384	893	2,277
Ingresos	45,314	62,646	17,333
Egresos	46,697	61,753	15,056
1. Bienes	2,240	5,514	3,274
Ingresos	40,867	57,739	16,872
Egresos	38,628	52,225	13,598
2. Servicios no factoriales	-3,623	-4,621	998

CUADRO 14
Balanza de pagos de Colombia
(millones de dólares)

Ingresos	4,446	4,907	461
Egresos	8,070	9,528	1,458
B. Renta de los factores	-11,851	-15,820	3,969
Ingresos	1,444	2,284	839
Egresos	13,296	18,104	4,808
C. Transferencias	4,475	4,948	473
Ingresos	5,343	5,673	331
Remesas de trabajadores	4,023	4,168	144
Otras transferencias	1,319	1,505	186
Egresos	868	726	-142
II. Cuenta de capital y financiera (A + B)	11,770	13,322	1,551
A. Cuenta financiera (1 + 2)	11,770	13,322	1,551
1. Flujos financieros de largo plazo (b + c - a)	6,733	12,673	5,941
a. Activos	6,560	8,288	1,728
i. Inversión colombiana en el exterior	6,562	8,289	1,727
Directa	6,562	8,289	1,727
De cartera	0	0	0
ii. Préstamos	0	0	0
iii. Crédito comercial	0	0	0
iv. Otros activos	-2	-1	-1
b. Pasivos	13,301	20,979	7,678
i. Inversión extranjera en Colombia	7,813	18,537	10,724
Directa	6,899	13,234	6,335
De cartera	913	5,303	4,389
ii. Préstamos	5,486	2,015	-3,470
iii. Crédito comercial	-13	-108	95
iv. Arrendamiento financiero	16	535	519
v. Otros pasivos	0	0	0
c. Otros movimientos financieros de largo plazo	-8	-18	9
2. Flujos financieros de corto plazo (b - a)	5,038	648	-4,389
a. Activos	1,567	5,388	3,821
i. Inversión de cartera	2,066	1,512	-554
ii. Crédito comercial	5	-407	-412
iii. Préstamos	-20	2,778	2,797
iv. Otros activos	-484	1,505	1,989
b. Pasivos	6,604	6,036	-568
i. Inversión de cartera	2,349	2,899	550
ii. Crédito comercial	311	423	112
iii. Préstamos	3,836	2,679	-1,157
iv. Otros pasivos	108	35	-73
B. Flujos especiales de capital	0	0	
III. Errores y omisiones netos	126	402	
IV. Variación de las reservas internacionales brutas	3,136	3,744	
Memo ítem (cifras en millones de dólares)			
I. Saldo de las reservas internacionales brutas	28,464	32,303	
II. Variación de las reservas internacionales brutas originadas en transacciones de balanza de pagos	3,136	3,744	
III. Valorización de las reservas internacionales	-37	95	
IV. Variación de las reservas internacionales brutas (ii + iii)	3,099	3,839	

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

La tendencia creciente de los precios internacionales de los bienes primarios y de los volúmenes despachados de algunos productos favoreció el resultado superavitario de la balanza comercial de bienes. En 2011 las exportaciones totales de bienes aumentaron anualmente US\$16.872 m (41,3%) frente al año anterior, superando la variación anual de las importaciones: US\$13.598 m (35,2%). Sin embargo, las entradas netas corrientes registradas por las ventas externas de bienes y la recuperación de los ingresos por transferencias no fueron suficientes para compensar los egresos netos de los rubros de renta de los factores y de comercio exterior de servicios, por lo cual se explica el déficit en la cuenta corriente.

Dicho déficit fue financiado con el superávit de US\$13.322 m registrado en la cuenta financiera y de capital, el cual se originó principalmente en IED y en inversiones de portafolio, así como por nuevas contrataciones de deuda externa. Lo anterior llevó a una acumulación de reservas internacionales originadas en transacciones de balanza de pagos por US\$3.744 m. Un análisis de la evolución del déficit corriente en Colombia se presenta en el Recuadro 4.

a. Cuenta corriente

El déficit corriente de 2011 (US\$9.980 m) se explica por los resultados deficitarios en los rubros de renta factorial (US\$15.820 m) y comercio exterior de servicios (US\$4.621 m), los cuales fueron compensados parcialmente por el superávit en la cuenta de bienes (US\$5.514 m) y el ingreso neto de transferencias corrientes (US\$4.948 m).

Los resultados de 2011, comparados con los obtenidos un año atrás, muestran una ampliación en el déficit externo por US\$1.219 m, originado en el mayor incremento de los egresos corrientes, US\$19.722 m, frente al de los ingresos, US\$18.503 m. Los primeros se generaron, en su orden, en las importaciones de bienes (US\$52.225 m, 65% del total), la renta factorial (US\$18.104 m, 22% del total) y las importaciones de servicios (US\$9.528 m, 12% del total). Por su parte, los ingresos corrientes se componen en un 82% (US\$57.739 m) por las exportaciones de bienes, favorecidas por mayores precios de exportación, 8% por transferencias corrientes (US\$5.673 m) y 7% por exportaciones de servicios no factoriales (US\$4.907 m).

b. Cuenta de capital y financiera

En el año 2011 la economía colombiana presentó un superávit en la cuenta de capital y financiera de US\$13.322 m, superior en US\$1.551 m al registrado en 2010. Los ingresos netos de capital del exterior correspondieron a entradas por concepto de: i) IED en Colombia por un valor de US\$13.234 m; ii) inversión extranjera de portafolio por US\$8.202 m, y iii) desembolsos netos de préstamos externos de US\$5.579 m. Estas entradas fueron compensadas parcialmente por salidas de capital colombiano (US\$13.693 m), las cuales correspondieron a inversiones directas de colombianos en el exterior por US\$8.289 m y a la adquisición de activos externos por US\$5.404 m (**Cuadro 15**).

CUADRO 15
Balanza de pagos de Colombia
Cuenta de capital y financiera
(millones de dólares)

	2010 (pr)	2011 (pr)	Variación (dólares)
Cuenta de capital y financiera (I - II)	11,770	13,322	1,551
I. Ingresos de capital extranjero (pasivos) (A + B + C)	19,897	27,015	7,118
A. Inversión extranjera directa	6,899	13,234	6,335
B. Inversión extranjera de portafolio (i+ii)	3,263	8,202	4,939
i. Sector público	1,328	3,703	2,375
Largo plazo (bonos)	330	2,789	2,459
Corto plazo (TES)	999	914	-84
ii. Sector privado	1,934	4,498	2,564
Largo plazo	584	2,514	1,930
Corto plazo	1,351	1,985	634
C. Préstamos y otros créditos externos (i+ii)	9,735	5,579	-4,156
i. Sector público	1,691	462	-1,230
Préstamos	1,709	470	-1,239
Largo plazo	1,053	305	-748
Corto plazo	656	165	-491
Otros	-18	-8	-10
ii. Sector privado	8,044	5,117	-2,926
Préstamos	7,612	4,224	-3,388
Largo plazo	4,432	1,710	-2,722
Corto plazo	3,180	2,514	-666
Crédito comercial	302	317	15
Otros	130	576	446
II. Salidas de capital colombiano (activos) (A + B)	8,127	13,693	5,567
A. Inversión directa en el exterior	6,562	8,289	1,727
B. Otras inversiones en el exterior	1,565	5,404	3,840
i. Sector público	-2,000	1,310	3,310
Inversión de portafolio	-1,918	1,342	3,260
Préstamos	-62	-88	26
Otros	-19	57	76
ii. Sector privado	3,565	4,095	529
Inversión de portafolio	3,984	170	-3,814
Préstamos	43	2,866	2,823
Crédito comercial	5	-407	-412
Otros	-466	1,465	1,932

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

De acuerdo con el Cuadro 16, el flujo neto de IED recibido en el país durante 2011 fue de US\$13.234 m (4% del PIB), superior en 92% a lo registrado en 2010, y representó el 49% del total de los ingresos de capital extranjero. Estos recursos fueron recibidos principalmente por las sucursales y filiales de empresas foráneas que operan en las actividades de petróleo y minería, las cuales absorbieron el 58% (US\$7.704 m) del total de estos aportes. Otros sectores que también percibieron inversiones directas fueron, en su orden, comercio (US\$2.264 m), transportes y comunicaciones (US\$1.421 m), electricidad, gas y agua (US\$585 m), e industria manufacturera (US\$533 m).

En relación con las inversiones directas de Colombia en el exterior, en 2011 estas totalizaron US\$8.289 m, monto superior en US\$1.727 m con respecto al año anterior. Este capital se destinó principalmente a los planes de expansión de las compañías locales en el exterior, mediante la mayor participación accionaria en empresas minero-energéticas, manufactureras y de comercio. Por su parte, las salidas de capital colombiano para constituir activos externos, diferentes a inversiones directas, totalizaron US\$5.404 m, relacionados en su mayoría con la adquisición de inversiones de portafolio por parte del GNC y fondos de pensiones, así como otras inversiones y depósitos constituidos por entidades financieras y del sector real. Este monto fue superior en US\$3.840 m al observado en 2010.

Por su parte, el sector público obtuvo recursos por inversiones de portafolio por un valor de US\$3.703 m, correspondientes a la colocación de títulos de deuda de largo plazo en los mercados externos (US\$2.789 m) e inversiones extranjeras de portafolio en el mercado local por US\$914 m. Los préstamos y otros créditos externos otorgados a este sector totalizaron US\$462 m, originados principalmente por deuda de largo plazo (US\$305 m) del GNC y de las empresas del sector eléctrico.

El sector privado, por su parte, recibió ingresos por inversiones de portafolio por US\$4.498 m, superior en US\$2.564 m a lo registrado en 2010, como resultado principalmente de la mayor colocación de bonos de largo plazo en los mercados internacionales de empresas de los sectores financiero y eléctrico. Así mismo, inversionistas no residentes compraron en el mercado local títulos de participación de capital por US\$1.985 m, hecho que coincide con el récord de emisiones accionarias en la bolsa de valores. Por concepto de préstamos directos y otros créditos externos, este sector recibió US\$5.117 m, de los cuales US\$4.224 m corresponden a la primera partida y US\$893 m a otros créditos relacionados con arrendamiento financiero, crédito comercial y otros. Es de señalar que estos recursos estuvieron relacionados con la financiación de operaciones de comercio exterior.

c. Reservas internacionales

En 2011 por transacciones de balanza de pagos se acumularon US\$3.744 m de reservas internacionales brutas como resultado de las compras netas de divisas a los intermediarios cambiarios por US\$3.720 m, de los ingresos por rendimiento neto de las reservas internacionales por US\$ 210 m y de los egresos netos por otras operaciones del Banco de la República por US\$ 186 m.

5.3 Perspectivas de la balanza de pagos para 2012

De acuerdo con la proyección de la balanza de pagos para 2012, se estima un déficit en cuenta corriente cercano a 3,5% del PIB, lo que implica una ampliación con respecto al observado en 2011. Este resultado estaría explicado, en especial, por una balanza comercial de bienes y servicios, la cual pasaría de ser superavitaria a ser deficitaria el presente año (**Cuadro 16**).

CUADRO 16
Proyección de la balanza de pagos de Colombia

	(millones de dólares)				(porcentaje del PIB) c/			
	2009	2010 (pr)	2011 (pr)	2012 (proy)	2009	2010 (pr)	2011 (pr)	2012 (proy)
I. Cuenta corriente	-4,960	-8,760	-9,980	-12,968	(2.1)	(3.0)	(3.0)	(3.5)
A. Bienes y servicios no factoriales	-275	-1,384	893	-3,028	(0.1)	(0.5)	0.3	(0.8)
1. Bienes	2,545	2,240	5,514	1,578	1.1	0.8	1.7	0.4
2. Servicios no factoriales	-2,821	-3,623	-4,621	-4,606	(1.2)	(1.3)	(1.4)	(1.3)
B. Renta de los factores	-9,298	-11,851	-15,820	-14,849	(3.9)	(4.1)	(4.8)	(4.0)
C. Transferencias	4,613	4,475	4,948	4,909	2.0	1.5	1.5	1.3
II. Cuenta de capital y financiera	6,254	11,770	13,322	15,474	2.6	4.1	4.0	4.2
A. Sector privado: inversión directa neta y otros flujos de capitales ^{a/}	-1,042	6,742	10,449	10,162	(0.4)	2.3	3.1	2.8
B. Sector público	7,295	5,028	2,873	5,312	3.1	1.7	0.9	1.4
III. Errores y omisiones	54	126	402	0	0.0	0.0	0.1	0.0
VI. Variación de las reservas internacionales brutas^{b/}	1,347	3,136	3,744	2,506	0.6	1.1	1.1	0.7

(pr) Preliminar.
(proy) Proyectado.
a/ Considera los flujos netos de inversión extranjera directa, de cartera y las operaciones de endeudamiento externo neto.
b/ La variación de las reservas internacionales brutas considera los aportes al FLAR. Para el año 2012 considera las compras de divisas de al menos US\$20 m por parte del Banco de la República entre el 6 de febrero y el 4 de agosto.
c/ El crecimiento real del PIB para 2012 corresponde a una estimación de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República.
Fuente: Banco de la República.

Dicho ejercicio de pronóstico supone una desaceleración de la economía mundial para 2012, explicada principalmente por una recesión leve de la zona del euro, un crecimiento moderado de los Estados Unidos y un menor ritmo de expansión de los países emergentes. Así mismo, se espera un comportamiento decreciente de los precios de los productos básicos de exportación como carbón, ferroniquel y café; aunque no para las cotizaciones de petróleo y oro. En cuanto a las exportaciones sin principales productos, estas registrarían un aumento menor al observado el año anterior, dado que no se prevé que las ventas a Venezuela registren una gran recuperación, ni una sustitución rápida y completa por nuevos mercados. Por su parte, la dinámica de las importaciones será coherente con el escenario más probable de crecimiento de la economía colombiana (mencionado en la primera sección de este capítulo), lo que implica un menor ritmo de expansión que el registrado en 2011.

En cuanto a la financiación del déficit, se espera que este sea en gran parte financiado con recursos provenientes de IED. Así mismo, para 2012 la proyección considera un financiamiento externo por parte del sector público mayor al observado en 2011, resultado de operaciones netas de crédito externo. Por su parte, las inversiones directas de colombianos en el exterior serán menores que las registradas el año anterior. Por último, la variación de las reservas internacionales brutas del país corresponde a su rendimiento financiero y considera las compras de divisas que el Banco podría realizar de al menos US\$20 m diarios entre el 6 de febrero y el 4 de agosto de 2012⁴⁹.

49. Comunicado de prensa del Banco de la República, febrero 24 de 2012.

5.4 Indicadores de vulnerabilidad externa

La vulnerabilidad externa medida con los indicadores de reservas internacionales muestra que Colombia se encuentra en una posición relativamente favorable con respecto a otros países de la región. La estrategia de acumulación de reservas internacionales del Banco de la República reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional para enfrentar salidas de capital del país, las cuales pueden ser provocadas por factores como el deterioro de los términos de intercambio, pánicos financieros o crisis de financiamiento en países vecinos. En ese contexto, mantener un nivel adecuado de reservas internacionales también sirve para mejorar la confianza en el país y, por ende, enfrentar mejor una crisis en los mercados externos.

Adicionalmente, el 6 de mayo de 2011 el FMI aprobó una línea de financiamiento contingente para Colombia por un valor de US\$6.220 m con plazo de dos años, el cual se otorga a países miembros con buen desempeño económico, políticas prudentes y un sólido marco de política económica. Aunque las autoridades económicas no prevén hacer uso de estos recursos, consideran conveniente contar con ellos ante la eventualidad de un recorte abrupto del financiamiento externo.

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

El **Cuadro 17** presenta para Colombia la evolución de diferentes indicadores de las reservas internacionales netas durante el período 2006-2012. La relación de reservas netas sobre M3 ha estado en niveles estables durante los últimos cuatro años, mientras que los indicadores de reservas netas a deuda externa y déficit en cuenta corriente registran valores por encima de 1. Vale la pena mencionar que una de las medidas más usadas es el cociente de reservas netas sobre importaciones de bienes, la cual se estima en 6,7 meses.

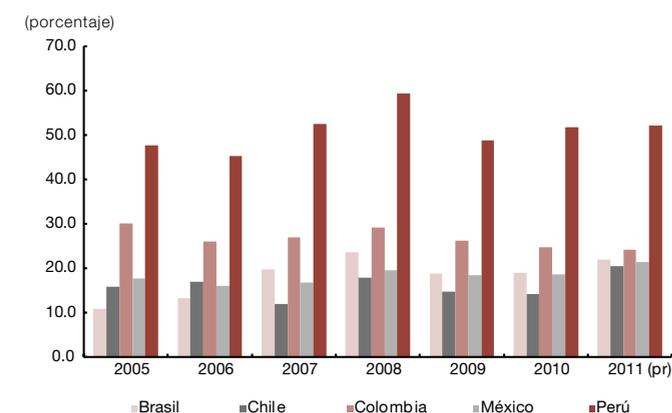
Al comparar los diferentes indicadores de liquidez internacional entre países de la región, se observa que para el cociente de reservas a M3 Colombia registra niveles superiores a Chile, México y Brasil. Se destaca el crecimiento y nivel de esta razón para Perú, debido a que los bancos locales de ese país pueden captar depósitos en dólares, cuyo encaje se contabiliza como reservas (**Gráfico 49**)

CUADRO 17
Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

	2008	2009	2010 (pr)	2011 (pr)	2012 (proy)
Saldo					
Reservas internacionales netas (millones de dólares) ^{a/ b/}	24,030	25,356	28,452	32,300	33,102
Indicadores					
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa					
Amortizaciones deuda externa (millones de dólares)	10,369	11,418	10,308	14,418	20,730
Reservas netas / amortizaciones deuda externa del año en curso	2.3	2.2	2.8	2.2	1.6
Reservas netas / amortizaciones deuda externa del siguiente año	2.1	2.5	2.0	1.6	1.5
B. Posición adecuada de liquidez externa					
RIN / (servicio de la deuda año corriente)	1.8	1.7	2.1	1.8	1.3
RIN / (servicio de la deuda año siguiente)	1.7	1.9	1.6	1.2	1.2
RIN / (amortizaciones de la deuda año corriente + def. cta. cte. año corriente)	1.4	1.5	1.5	1.3	1.0
RIN / (amortizaciones de la deuda año siguiente + def. cta. cte. año siguiente)	1.5	1.3	1.2	1.0	1.0
C. Otros indicadores de reservas internacionales					
RIN como meses de importaciones de bienes ^{c/}	7.7	9.7	8.8	7.4	6.7
RIN/M3 (porcentaje) ^{d/}	29.2	26.2	24.7	24.1	22.0
RIN/PIBe/	9.8	10.7	9.9	9.7	9.0

(pr) Preliminar.
(proy) Proyectado.
a/ Corresponde a una proyección del saldo de reservas internacionales netas para el año 2012 y considera el compromiso de compra de divisas de al menos US\$20 m diarios entre el 6 de febrero y el 4 de agosto de 2012.
b/ El saldo de las reservas internacionales netas considera los aportes al FLAR.
c/ El valor de la importaciones de bienes corresponde a una proyección para 2012.
d/ El saldo de M3 ampliado para el año 2012 corresponde a una proyección.
e/ El valor del PIB real corresponde a una estimación para el año 2012.
Fuente: cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 49
Reservas internacionales/M3



(pr) Preliminar.
Fuentes: Bancos centrales de cada país, The Economist Intelligence Unit y Banco de la República.

En las relaciones de las reservas internacionales a amortizaciones, servicio de deuda y déficit en cuenta corriente más amortizaciones, Colombia registra niveles superiores a Chile, y similares o inferiores a México, Brasil y Perú (**Gráfico 50**).

El indicador de reservas a PIB de Colombia se sitúa en niveles inferiores al registrado por México, Chile, Brasil y Perú. En cuanto a las reservas medidas en meses de importaciones de bienes, estas muestran que Colombia tiene una posición relativa superior a la de Chile y México, e inferior a la de Brasil y Perú (**Gráfico 51**).

GRÁFICO 50A
A. Reservas internacionales/amortizaciones

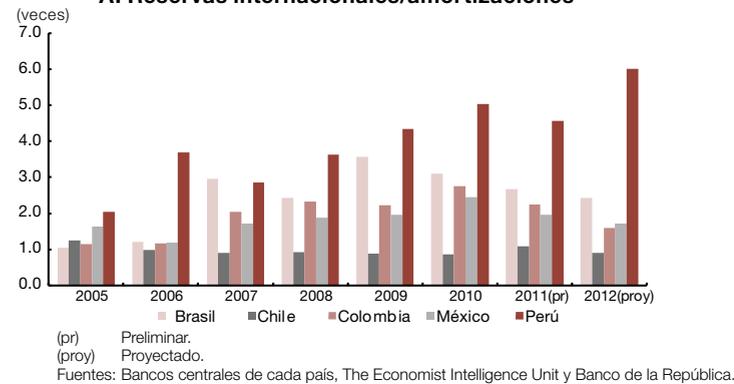


GRÁFICO 50B
B. Reservas internacionales/servicio de la deuda



GRÁFICO 50C
C. Reservas internacionales/(déficit de cuenta corriente + amortizaciones)

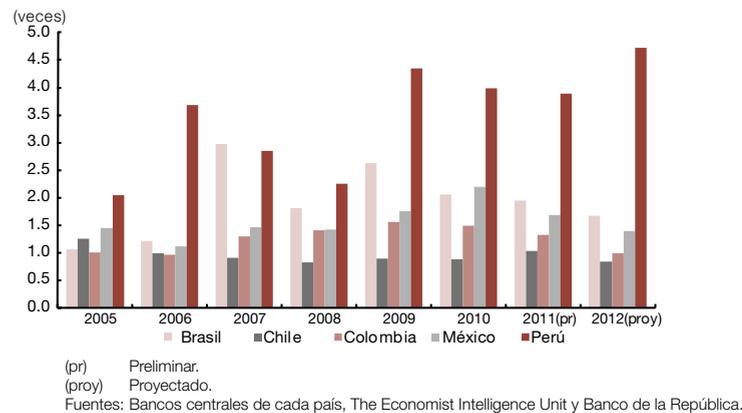


GRÁFICO 51A
A. Reservas internacionales/ PIB

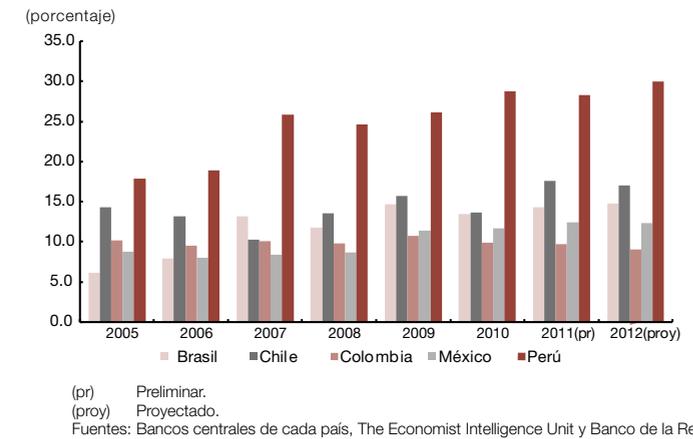
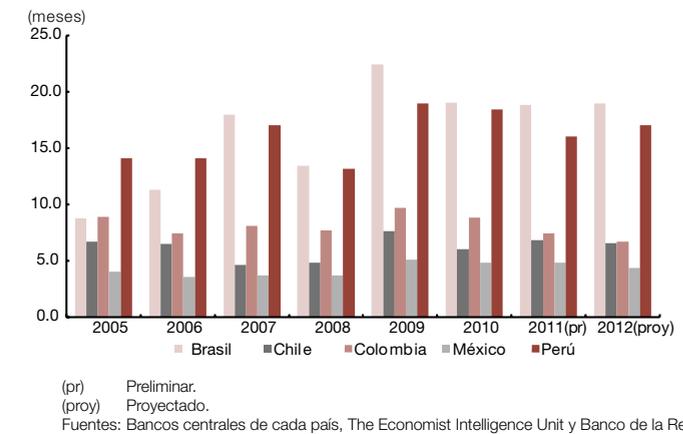


GRÁFICO 51B
B. Reservas internacionales como meses de importaciones de bienes



F. POLÍTICA FISCAL

6.1 Resultados fiscales de 2011

De acuerdo con cálculos preliminares del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, el sector público consolidado (SPC) registró un déficit de \$13.354 mm en 2011, equivalente a 2,2% del PIB⁵⁰. Esta cifra representa un déficit inferior en 1 pp del PIB respecto al cierre de 2010 y en 1,2 pp del PIB frente a la meta anunciada en el marco fiscal de mediano plazo (MFMP) en el mes de junio de 2011. El mejor resultado fiscal fue posible gracias al desempeño del GNC, cuyo déficit se redujo de 3,8% del PIB en 2010 a 2,9% del PIB al finalizar 2011. Por su parte, el sector público descentralizado mostró un superávit similar al observado en 2010 con un monto de \$5.157 mm (0,8% del PIB), que se originó en los recursos de los fondos públicos de pensiones pertenecientes al sector de la seguridad social. De otro lado, los costos de reestructuración financiera, que corresponden a indexaciones, intereses y amortizaciones de deuda asumida por la Nación a raíz de la crisis financiera de 1999, sumaron \$279 mm (**Cuadro 18**).

CUADRO 18
Sector público consolidado ^{a/}
Balance fiscal, 2010 y 2011

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2010	2011(pr)	2010	2011(pr)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	-16,934	-12,717	(3.1)	(2.1)
1. Gobierno nacional	-21,019	-17,874	(3.8)	(2.9)
2. Subtotal sector descentralizado ^{b/}	4,085	5,157	0.7	0.8
Seguridad social	4,835	6,200	0.9	1.0
Empresas en el nivel nacional	197	-166	0.0	0.0
Empresas en el nivel local	-426	-528	(0.1)	(0.1)
Regionales y Locales	-521	-350	(0.1)	(0.1)
B. Balance cuasifiscal del Banco de la República	223	-183	0.0	0.0
C. Balance de Fogafin	426	-175	0.1	0.0
D. Costos de la reestructuración financiera^{c/}	-392	-279	(0.1)	0.0
E. Ajustes^{d/}	-1,037	0	(0.2)	0.0
F. Total sector público consolidado (A+ B + C + D + E)	-17,713	-13,354	(3.2)	(2.2)

(pr) Preliminar

a/ Incluye el balance de la emergencia invernal.

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

c/ Corresponde al pago de intereses, amortizaciones e indexaciones asociados con la crisis financiera de finales de los años noventa, los cuales fueron asumidos por la Nación.

d/ Corresponde a la discrepancia estadística por diferencias en las metodologías de cálculo entre el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y el Banco de la República.

Nota: Déficit (-) o superávit (+).

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

El cierre de 2011 es coherente con la estrategia fiscal anunciada por el Gobierno, la cual está dirigida a garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo y a promover el crecimiento económico, mediante la asignación de recursos a sectores considerados claves por su impacto en la economía. De hecho, este buen desempeño fiscal permite esperar que el Gobierno cumpla e incluso anticipe las metas de balance fiscal esperadas para 2014, las cuales corresponden a un déficit de 2,4% del PIB para el GNC y a un equilibrio fiscal para el SPC, tal como se anunció en el MFMP de 2011. Sin lugar a dudas, las reformas presentadas y aprobadas por el Congreso de la República, como la reforma tributaria de 2010, las dos reformas constitucionales de 2011 (de regalías y de sostenibilidad fiscal), así como otras leyes aprobadas en el último año (regla fiscal y ley del primer empleo), entre otras, contribuirán a garantizar la sostenibilidad fiscal del país y a promover el crecimiento económico y la generación de empleo.

La situación fiscal del GNC en 2011 refleja el efecto de una serie de factores económicos y normativos que condujeron a un aumento anual de los ingresos superior al 25,6%. Estos factores se tradujeron en un incremento de 25,4% en el recaudo de impuestos y de 30,3% en las rentas de capital. El mejor desempeño de los tributos, el cual fue superior en \$6.000 mm a lo esperado, se observó en renta e IVA interno, en el GMF y en el impuesto al patrimonio, cuyas tasas de crecimiento fueron de 23,0%, 56,9% y 114,5%, respectivamente. El comportamiento de estos tributos se asocia con la dinámica de la economía, con la gestión de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN), con el pago del impuesto de renta por parte de Ecopetrol y con las reformas tributarias de 2009 y de 2010⁵¹. Sobre los recursos de capital vale la pena destacar el traslado de excedentes financieros de Ecopetrol al Gobierno que ascendieron de \$3.311 mm en 2010 a \$5.276 mm en 2011, con un crecimiento cercano al 60% (**Cuadro 19**). Es importante anotar que, a raíz de la reciente ola invernal, el Gobierno tuvo que gestionar la consecución de recursos adicionales para atender los gastos derivados de la emergencia, sin comprometer las metas establecidas inicialmente⁵².

50. Comunicado de prensa 08 del 1 de febrero de 2012.

51. La primera reforma redujo de 40% a 30% la deducción por inversión en activos fijos y la segunda introdujo algunas modificaciones sobre el gravamen a los movimientos financieros y el impuesto al patrimonio.

52. El 29 de diciembre de 2010 el GNC expidió el Decreto 4825 que busca generar ingresos adicionales para la atención de la emergencia invernal, para lo cual estableció una sobretasa del 25% sobre el impuesto al patrimonio, cuando su base gravable supere \$3 mm. El decreto también incluyó en la base del impuesto los patrimonios entre \$1 mm y \$3 mm. En 2011 los gastos incurridos por la emergencia alcanzaron \$5.000 mm, que se financiaron con los ingresos gestionados por este decreto (\$1.000 mm) y con recursos del presupuesto de la vigencia.

CUADRO 19
Gobierno nacional central
Balance fiscal, 2010 y 2011
(miles de millones de pesos)

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2010	2011 (pr)	2010	2011 (pr)
I. Ingresos totales (A + B + C + D + E)	74,957	94,120	13.7	15.5
A. Tributarios	66,781	83,733	12.2	13.8
Renta e IVA interno	46,155	56,749	8.4	9.3
IVA externo y gravamen arancelario	13,885	15,948	2.5	2.6
Gasolina	1,419	1,603	0.3	0.3
Gravamen a los movimientos financieros	3,226	5,062	0.6	0.8
Patrimonio ^{a/}	1,971	4,226	0.4	0.7
Otros	127	144	0.0	0.0
B. No tributarios	627	570	0.1	0.1
C. Fondos especiales	1,010	1,305	0.2	0.2
D. Recursos de capital	6,522	8,496	1.2	1.4
Rendimientos financieros	498	867	0.1	0.1
Excedentes financieros	5,242	6,794	1.0	1.1
Otros	782	836	0.1	0.1
E. Ingresos causados	17	17	0.0	0.0
II. Gastos totales (A + B + C + D)	95,976	111,994	17.5	18.4
A. Intereses	14,847	16,811	2.7	2.8
Externos	3,652	3,568	0.7	0.6
Internos	11,195	13,243	2.0	2.2
B. Funcionamiento^{b/}	70,442	78,071	12.8	12.8
Servicios personales	11,649	12,413	2.1	2.0
Transferencias ^{c/}	54,461	60,907	9.9	10.0
Gastos generales	4,331	4,751	0.8	0.8
C. Inversión^{b/ c/}	10,473	16,881	1.9	2.8
D. Préstamo neto	214	232	0.0	0.0
III. Déficit (-) o superávit (+) (I - II)	-21,019	-17,874	(3.8)	(2.9)
Costo de reestructuración financiera	392	279	0.1	0.0
IV. Déficit total a financiar	-21,410	-18,153	(3.9)	(3.0)
V. Financiamiento (A + B + C + D + E)	21,410	18,153	3.9	3.0
A. Crédito externo neto	2,974	3,426	0.5	0.6
Desembolsos	6,305	5,667	1.2	0.9
Amortizaciones	3,331	2,241	0.6	0.4
B. Crédito interno neto	16,282	15,118	3.0	2.5
Desembolsos	37,465	29,436	6.8	4.8
Amortizaciones	21,183	14,318	3.9	2.4
C. Utilidades del Banco de la República	0	0	0.0	0.0
D. Privatizaciones	533	19	0.1	0.0
E. Otros	1,621	-410	0.3	(0.1)
VI. Déficit total por financiar como porcentaje del PIB	(3.9)	(3.0)		

(pr) Preliminar.

a/ Incluye recaudo para la emergencia invernal.

b/ Incluye pagos y variación en las cuentas por pagar.

c/ Incluye pagos de la emergencia invernal.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Los gastos totales del GNC aumentaron 16,7%, incluyendo los recursos asignados a la atención de la emergencia invernal, que ascendieron a 0,8% del PIB. Al evaluar el gasto por rubros, se observa que el funcionamiento creció 10,8%, los intereses de la deuda 13,2% y la inversión 61,2%. Dentro del primer rubro, los servicios personales se incrementaron 6,6%, los gastos generales 9,7% y las transferencias 11,8%. Dentro de las transferencias sobresalen el sistema general de participaciones (SGP), que ascendió a \$23.193 mm, con un crecimiento de 1,1%, y los giros por pensiones, que alcanzaron \$20.776 mm, con un incremento de 8,0%. En este último rubro se destaca la transferencia al Instituto de los Seguros Sociales (ISS), que alcanzó \$6.500 mm, un 6,6% superior a la observada en 2010. La expansión de los gastos de inversión obedece principalmente a la emergencia invernal y a la ejecución de vigencias futuras en el sector de transporte.

Al incluir los costos de reestructuración financiera y los de la emergencia invernal, el déficit del GNC alcanzó la suma de \$18.153 mm, que equivalen a 3,0% del PIB. El financiamiento externo neto registró \$3.426 mm, producto de desembolsos por \$5.667 mm frente a amortizaciones por \$2.241 mm. Por su parte, el financiamiento interno neto de largo plazo contabilizó \$15.118 mm, con desembolsos de \$29.436 mm y amortizaciones de \$14.318 mm. En cuanto al superávit contabilizado por el sector descentralizado (0,8% del PIB), este tuvo origen en la seguridad social, particularmente en el Fondo de Pensiones Territoriales (Fonpet) y en el Fondo de Garantía de Pensión Mínima Privada.

6.2 Perspectivas fiscales para 2012

De acuerdo con las estimaciones más recientes del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, la política fiscal en 2012 mantiene el compromiso de la sostenibilidad fiscal del país y el cumplimiento de los objetivos de crecimiento y empleo planteados por el Gobierno. Para 2012 se proyecta un déficit del sector público consolidado de 1,8% del PIB, el cual es coherente con el proceso de ajuste fiscal gradual que se espera en el mediano plazo⁵³. Esta meta supone un déficit de 2,8% del PIB para el GNC y un superávit de 1,0% del PIB para el sector descentralizado. Se estima que las operaciones de caja del Fogafin exhiban un superávit de 0,1% del PIB y que los costos de reestructuración financiera se reduzcan significativamente a una cifra inferior a \$100 mm (**Cuadro 20**).

53. Esta proyección considera un crecimiento de la economía de 4%.

CUADRO 20
Sector público consolidado ^{a/}
Balance fiscal, 2011 y 2012

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2011 (pr)	2012 (proy)	2011 (pr)	2012 (proy)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	-12,717	-11,257	(2.1)	(1.7)
1. Gobierno nacional	-17,874	-17,987	(2.9)	(2.8)
2. Subtotal sector descentralizado ^{b/}	5,157	6,730	0.8	1.0
Seguridad social	6,200	5,135	1.0	0.8
Empresas en el nivel nacional	-166	-1,514	0.0	(0.2)
Empresas en el nivel local	-528	-215	(0.1)	0.0
Regionales y Locales	-350	3,324	(0.1)	0.5
B. Balance cuasifiscal del Banco de la República	-183	-404	0.0	(0.1)
C. Balance de Fogafin	-175	492	0.0	0.1
D. Costos de la reestructuración financiera^{c/}	-279	-99	0.0	0.0
E. Ajustes^{d/}	0	0	0.0	0.0
F. Total sector público consolidado (A+ B + C + D + E)	-13,354	-11,268	(2.2)	(1.8)

(pr) Preliminar.

(proy) Proyectado.

a/ Incluye el balance de la emergencia invernal.

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

c/ Corresponde al pago de intereses, amortizaciones e indexaciones asociados con la crisis financiera de finales de los años noventa, los cuales fueron asumidos por la Nación.

d/ Corresponde a la discrepancia estadística por diferencias en las metodologías de cálculo entre el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y el Banco de la República.

Nota: déficit (-) o superávit (+).

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Las proyecciones oficiales del Ministerio de Hacienda y Crédito Público contemplan un aumento de 11,0% en los ingresos del GNC, con un crecimiento de 9,1% en el recaudo de impuestos y de 29,3% en las rentas de capital. El mayor dinamismo de los impuestos responde a renta e IVA interno, que en conjunto registrarán un incremento de 11,7%. El comportamiento de este rubro está asociado con el pago de renta por parte de Ecopetrol (que ascenderá de \$3.155 mm a \$6.074 mm), y con la reforma tributaria de 2010 que eliminó la deducción especial por inversión en activos fijos. Cabe destacar el aumento de los excedentes financieros (47,0%), los cuales recogen la transferencia de utilidades de Ecopetrol al GNC que se estima en \$8.404 mm gracias al excelente resultado de la empresa al cierre de las operaciones de 2011 (Cuadro 21).

CUADRO 21
Gobierno nacional central
Balance fiscal, 2011 y 2012
(miles de millones de pesos)

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2011 (pr)	2012 (proy)	2011 (pr)	2012 (proy)
I. Ingresos totales (A + B + C + D + E)	94,120	104,457	15.5	16.2
A. Tributarios	83,733	91,337	13.8	14.2
Renta e IVA interno	56,749	63,421	9.3	9.9
IVA externo y gravamen arancelario	15,948	16,748	2.6	2.6
Gasolina	1,603	1,694	0.3	0.3
Gravamen a los movimientos financieros	5,062	5,125	0.8	0.8
Patrimonio ^{a/}	4,226	4,194	0.7	0.7
Otros	144	154	0.0	0.0
B. No tributarios	570	638	0.1	0.1
C. Fondos especiales	1,305	1,493	0.2	0.2
D. Recursos de capital	8,496	10,972	1.4	1.7
Rendimientos financieros	867	869	0.1	0.1
Excedentes financieros	6,794	9,989	1.1	1.6
Otros	836	114	0.1	0.0
E. Ingresos causados	17	17	0.0	0.0
II. Gastos totales (A + B + C + D)	111,994	122,444	18.4	19.0
A. Intereses	16,811	19,026	2.8	3.0
Externos	3,568	4,286	0.6	0.7
Internos	13,243	14,740	2.2	2.3
B. Funcionamiento^{b/}	78,071	84,920	12.8	13.2
Servicios personales	12,413	14,121	2.0	2.2
Transferencias ^{c/}	60,907	66,426	10.0	10.3
Gastos generales	4,751	4,373	0.8	0.7
C. Inversión^{b/ c/}	16,881	18,354	2.8	2.9
D. Préstamo neto	232	145	0.0	0.0
III. Déficit (-) o superávit (+) (I - II)	-17,874	-17,987	(2.9)	(2.8)
Costo de reestructuración financiera	279	99	0.0	0.0
IV. Déficit total a financiar	-18,153	-18,087	(3.0)	(2.8)
V. Financiamiento (A + B + C + D + E)	18,153	18,087	3.0	2.8
A. Crédito externo neto	3,426	3,894	0.6	0.6
Desembolsos	5,667	7,380	0.9	1.1
Amortizaciones	2,241	3,486	0.4	0.5
B. Crédito interno neto	15,118	10,718	2.5	1.7
Desembolsos	29,436	24,774	4.8	3.8
Amortizaciones	14,318	14,056	2.4	2.2
C. Utilidades del Banco de la República	0	0	0.0	0.0
D. Privatizaciones	19	5,114	0.0	0.8
E. Otros	-410	-1,639	(0.1)	(0.3)
VI. Déficit total por financiar como porcentaje del PIB	(3.0)	(2.8)	(0.0)	(0.0)

(proy) Proyectado.

a/ Incluye recaudo para la emergencia invernal.

b/ Incluye pagos y variación en las cuentas por pagar.

c/ Incluye pagos de la emergencia invernal.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Los gastos del GNC se estiman en \$122.444 mm, con un crecimiento de 9,3%. Los pagos por intereses aumentarán 13,2%, los de funcionamiento 8,8% y los de inversión 8,7%. La expansión de los gastos de funcionamiento está asociada con los rubros de transferencias y servicios personales que se incrementarán 9,1% y 13,8%, respectivamente. El comportamiento de las transferencias estará jalonado por el SGP y por los giros de pensiones que, en conjunto, crecen 8,3%. Los gastos de inversión incluyen los recursos destinados a la ampliación del plan obligatorio de salud del régimen subsidiado para menores de doce años y la ejecución de vigencias futuras en proyectos de infraestructura de transporte.

El déficit del GNC, incluyendo los costos de reestructuración financiera, ascenderá a \$18.087 mm (2,8% del PIB). El financiamiento externo neto alcanzará \$3.894 mm y el crédito interno neto de largo plazo contabilizará \$10.718 mm. Adicionalmente, se esperan recursos provenientes de privatizaciones por \$5.114 mm.

En cuanto al sector descentralizado, se proyecta un superávit de 1,0% del PIB, originado en el sector de la seguridad social (0,8% del PIB) y en el sector público regional y local (0,5% del PIB). El superávit de la seguridad social será inferior en 0,2 pp del producto con respecto al cierre de 2011, debido a la unificación gradual de los planes de beneficios de los regímenes contributivo y subsidiado, que se reflejará de nuevo en un déficit en el área de salud. Por su parte, el sector público regional y local presentará un mejor resultado fiscal, al pasar de un déficit de 0,1% del PIB en 2011 a un superávit de 0,5% del PIB en 2012. Esta situación obedece, en parte, a la creación del Fondo de Ahorro y Estabilización (FAE), que hace parte del nuevo sistema general de regalías (SGR), y que acumulará un superávit equivalente a 0,2% del PIB.

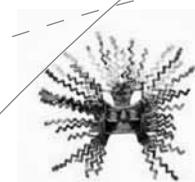
Para finalizar, es importante destacar que el Acto Legislativo 05 de 2011 modificó la forma como se distribuyen las regalías y facultó al GNC para reglamentar de manera transitoria el nuevo sistema, hasta cuando el Congreso expida una Ley que determine tanto la distribución, como los objetivos, la administración, la ejecución, el control, el uso eficiente y la destinación de los recursos provenientes de las regalías. Con base en esta facultad, el GNC expidió el Decreto 4923 del 26 de diciembre de 2011, mediante el cual se garantiza la operación del SGR.

ECUADOR



Foto: Agencia EFE

INFORME DE SEGUIMIENTO DE LAS METAS DE CONVERGENCIA MACROECONÓMICA DE ECUADOR



Banco Central de Ecuador



Ministerio de Finanzas
República del Ecuador

MARCO LEGAL

La Constitución de la República del Ecuador vigente desde octubre de 2008 constituye el marco en el cual se vienen llevando adelante diversas reformas legales, así como nuevas leyes que instrumentan las disposiciones constitucionales.

Durante el año 2011, se han expedido y reformado leyes contempladas en la Constitución de Monte Cristi entre las que se destacan: Ley Orgánica de Educación Intercultural; Ley Orgánica Reformatoria a la Ley Orgánica de Transporte Terrestre, Tránsito y Seguridad Vial; Ley Reformatoria a la Ley de Propiedad Horizontal; Ley Orgánica de Regulación y Control del Poder de Mercado, Ley de Fomento Ambiental y Optimización de los Ingresos del Estado. Por otra parte, en el ámbito económico se destaca la expedición de los siguientes reglamentos: Reglamento General a la Ley del Sistema Ecuatoriano de la Calidad; Reglamento a la Estructura e Institucionalidad de Desarrollo Productivo de la Inversión y de los Mecanismos e Instrumentos de Fomento Productivo establecidos en el Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones; Reglamento de Apoyo a Inversiones Productivas de las Personas Migrantes Ecuatorianas. Reglamento General a la Ley Orgánica de Educación Superior; Reglamento Nacional al Régimen Común Sobre Acceso a los Recursos Genéticos en Aplicación a la Decisión 391 de la Comunidad Andina; y el Reglamento que norma la verificación y certificación del origen preferencial de las mercancías ecuatorianas de exportación.

De las Leyes citadas, por su importancia en el ámbito económico se puede destacar dos:

- La Ley Orgánica de Regulación y Control del Poder de Mercado: el artículo 66 de la Constitución garantiza el derecho a desarrollar actividades económicas conforme los principios de solidaridad, responsabilidad social y ambiental; el derecho a acceder a bienes y servicios públicos y privados de calidad, con eficiencia, eficacia y buen trato; y, el derecho a la propiedad en todas sus formas, con función y responsabilidad social y ambiental. De acuerdo con el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas, esta ley tiene por objeto el evitar, prevenir, corregir, eliminar y sancionar el abuso de operadores económicos con poder de mercado; la prevención, prohibición y sanción de acuerdos colusorios y otras prácticas restrictivas; el control y regulación de las operaciones de concentración económica; y la prevención, prohibición y sanción de las prácticas desleales, buscando la eficiencia en los mercados, el comercio justo y el bienestar general y de los consumidores y usuarios, para el establecimiento de un sistema económico social, solidario y sostenible.

El ámbito de aplicación de esta Ley abarca a todos los operadores económicos, asimismo, se define el poder de mercado, se establecen sanciones para el abuso de este poder, y se enmarca el papel del Estado para controlar, vigilar y sancionar las fallas de mercado.

- La Ley de Fomento Ambiental y Optimización de los Ingresos del Estado, mediante la cual se crean tributos para "lograr una conducta ecológica y concientización de los ecuatorianos y ecuatorianas frente a la problemática actual", específicamente se crea el impuesto ambiental a la contaminación

vehicular y a las botellas plásticas no retornables. Adicionalmente, en esta Ley se realizan modificaciones a la Ley de Régimen Tributario, se aumenta como gasto deducible la adquisición de vehículos utilizados en el ejercicio de la actividad económica generadora de la renta, se crea el Impuesto a la renta único para la actividad productiva de banano, se exceptúan de impuestos además de los autos híbridos a los eléctricos, se establece devolución del IVA para vehículos de transporte público, entre otras.

En lo que va del año 2012, en la Asamblea Nacional, se están discutiendo entre otras, la Ley de Comunicación, la Ley del Agua, la Ley de Estadísticas y la reforma a la Ley de Seguridad Social.

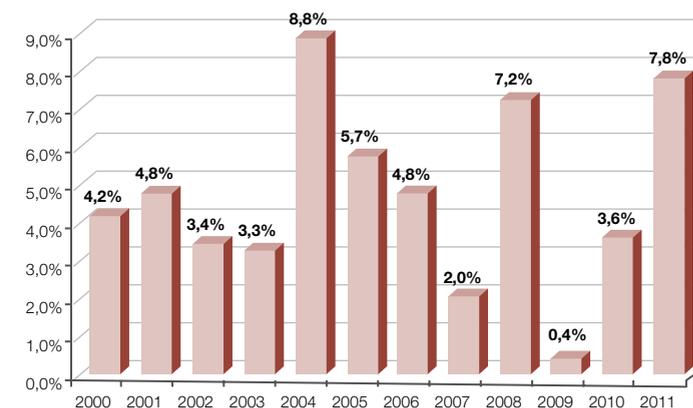
I. Evolución económica en el 2011

1.1. Sector Real

1.1.1 Producto Interno Bruto

A diciembre de 2011, la economía ecuatoriana registró un crecimiento 7,8%, la segunda tasa más alta desde que se inició dolarización. Este favorable desempeño obedece principalmente al dinamismo del sector no petrolero que registró un incremento de 8,8%, el mayor presentado en la última década y equivalente a la variación del PIB total del año 2004 (8,8%). Dentro del sector no petrolero se destaca el crecimiento del sector terciario con 10%, seguido del sector secundario con 7%, y finalmente el sector primario 4%. Este cambio de estructura responde al cambio en la matriz productiva, ya que el sector no petrolero se caracteriza por ser generador de empleo y por responder a las políticas de gobierno.

GRÁFICO 1
Crecimiento real del PIB
(2001-2011)

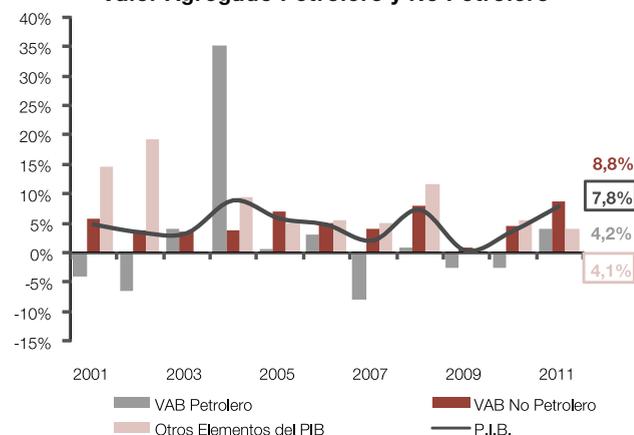


Fuente: Banco Central del Ecuador

Valor agregado petrolero

El PIB petrolero en el año 2011 tuvo un crecimiento anual de 4,2%, que contrasta con la cifra registrada en el año 2010 (-2,6%). La producción total fiscalizada de crudo aumentó en 2,9% en el 2011 al registrar un nivel de 182.2 millones de barriles frente a lo observado en el año 2010 (177.1 millones). Las empresas estatales alcanzaron un nivel de producción de 130.1 millones de barriles (crecimiento de 18%) y las privadas totalizaron 52.1 millones de barriles (variación de -22%). El incremento en la producción estatal obedece a un mayor nivel de la empresa Petroamazonas que en el 2011 alcanzó 76 millones de barriles, mientras que en el 2010 fue de 39 millones de barriles. Esto obedece a la incorporación de los campos que pasaron a ser operados por Petroamazonas una vez que no se renegociaron los contratos con las compañías privadas bajo la nueva modalidad contractual¹.

GRÁFICO 2
Valor Agregado Petrolero y No Petrolero

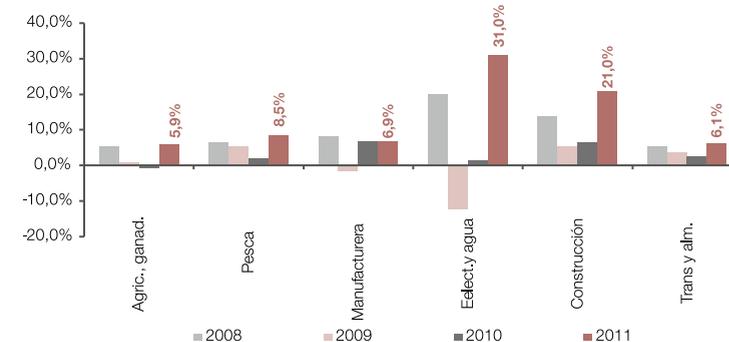


Fuente: Banco Central del Ecuador

Valor agregado no petrolero

El valor agregado no petrolero presentó un crecimiento de 8,8% con una contribución de 88% al crecimiento del PIB del año 2011. Se observó una recuperación generalizada de las ramas de actividad económica, algunas de ellas muestran un alto dinamismo como “suministro de electricidad y agua” y “construcción” que presentan crecimientos de 31% y 21% con respecto al año 2010, respectivamente.

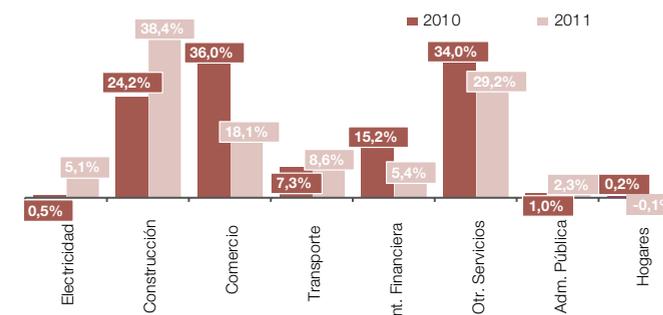
GRÁFICO 3
Variación anual del valor agregado bruto No Petrolero: ramas seleccionadas



Fuente: Banco Central del Ecuador

La gran participación del PIB No petrolero ha coadyuvado a que distintos sectores económicos hayan registrado un desarrollo importante en el 2011. El sector terciario pasó de un promedio de crecimiento anual de 4,70% para el periodo 2001-2010 a 9,80% en el 2011; seguido del sector secundario que en promedio pasó de 2,99% a 7,14% y finalmente el primario que pasó de 3,85% a 4,90% en el 2011. Dentro del sector terciario, se destacan las siguientes ramas de actividad con el mayor crecimiento anual: Suministro de Electricidad y Agua con 31%, Construcción (20,98%), Servicios de Intermediación Financiera (13%). En este contexto, la actividad que contribuyó en mayor parte al crecimiento del sector terciario fue la construcción con 38%; seguido de Otros Servicios (29%) y comercio (18%), entre las tres principales actividades generadoras de desarrollo.

GRÁFICO 4
Porcentaje de Contribución al Crecimiento del Sector Terciario según ramas de actividad



Fuente: Banco Central del Ecuador

1. La Ley de Hidrocarburos vigente desde el 27 de julio del 2010, permitió la renegociación de los contratos petroleros de las compañías privadas que operaban en el país, pasando de la modalidad de participación a prestación de servicios.

Durante el año 2011, la industria tuvo un crecimiento del 6,9%, destacándose entre las tres principales actividades del sector: la producción, procesamiento y conservación de camarón, pescado, carne y productos cárnicos con el 30% de participación; seguido de fabricación de Textiles, prendas de vestir y productos de cuero (12%) y en tercer lugar la fabricación de productos de la refinación de petróleo y gas con 10%. Por su parte, las actividades de relacionadas con elaboración de Bebidas 4,1% en el 2011, mostrando dinamismo de esta actividad. Adicionalmente, la fabricación de Productos químicos, plásticos y de caucho también presentó un incremento en la participación del sector secundario (8,0%) así como la fabricación de productos minerales básicos, metálicos y no metálicos (6,2%).

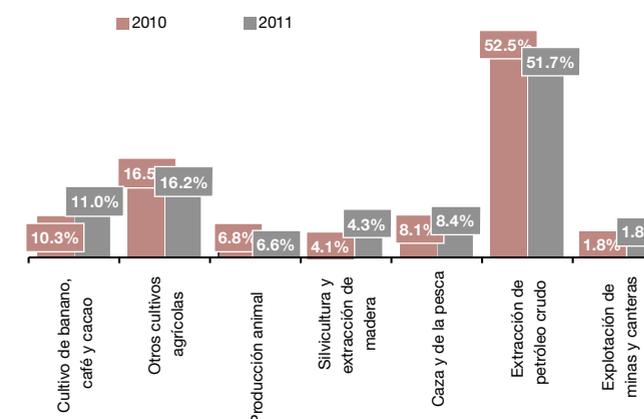
GRÁFICO 5
Siete Actividades con Mayor Participación en el Sector Secundario en el 2011



Fuente: Banco Central del Ecuador

Finalmente, el sector primario para el 2011 presentó un crecimiento del 5%, mayor al del 2010 (0,02%), destacándose tres actividades como la extracción de petróleo crudo, gas natural y actividades de servicios relacionadas con una participación en el 2011 de 52%, mientras que en el 2010 fue de 53%; seguido de otros productos agrícolas que participó en 16% en el 2011, frente a 17% en el 2010 y finalmente cultivo de café, banano y cacao que para el 2011 creció a 11% de participación, mientras que en el 2010 fue de 10%.

GRÁFICO 6
Participación de las ramas de actividad en el crecimiento del Sector Primario

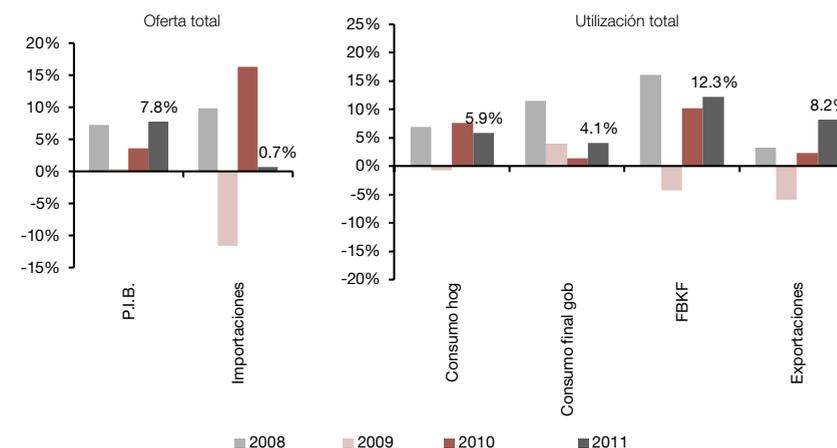


Fuente: Banco Central del Ecuador

a. Oferta y utilización de bienes y servicios

En el año 2011 el crecimiento de 7,78% responde principalmente a la dinamización del consumo, inversión y exportaciones por el lado de la utilización total de la economía. El consumo de los hogares, que registró un crecimiento de 5,9% en dicho período, aportó con 52,4% al crecimiento del PIB. Por su parte, la FBKF que refleja la inversión tanto del sector público como del sector privado, también tuvo un rol importante en el desempeño de la economía durante 2011, presentando un aporte de 45,8%. Las exportaciones, registraron un crecimiento de 8,2% en valores reales y contribuyeron al crecimiento del PIB en 37,4%.

GRÁFICO 7
Crecimiento anual de los componentes de la oferta y utilización de bienes y servicios

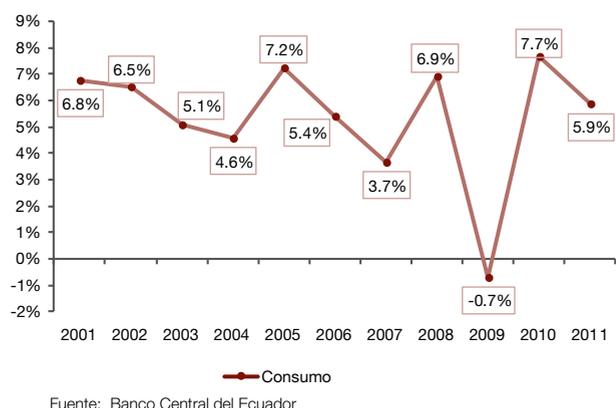


Fuente: Banco Central del Ecuador

Consumo de los hogares

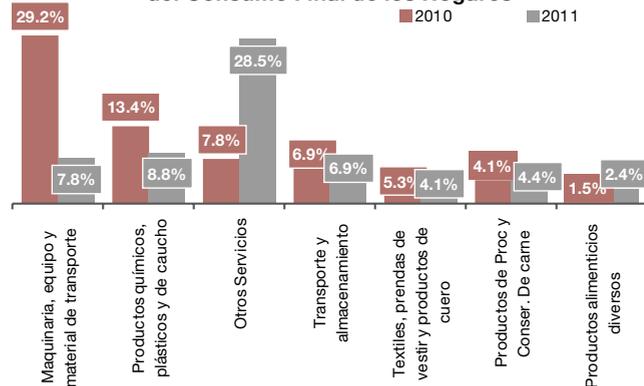
Para el 2011, el consumo final de los hogares, presentó una desaceleración en su tasa de crecimiento con respecto al 2010. En efecto, la variación anual del 2011 fue de 5,9%, mientras que en el 2010 fue de 7,7%.

GRÁFICO 8
Crecimiento de la última década del consumo de los hogares



Efectivamente, existen siete productos que explican el 68% del comportamiento del consumo final de los hogares, entre los cuales se destaca maquinaria, equipo y material de transporte con una contribución en el 2011 de 7,8%, mientras que en el 2010 fue de 29%; seguido de productos químicos y plásticos y cauchos con 8,8% en el 2011, menor a la presentada en el 2010 (13,4%). Estos dos rubros explican en un 42% la disminución del consumo.

GRÁFICO 9
Contribución de siete ramas principales al crecimiento del Consumo Final de los Hogares



Consumo final del gobierno

Los gastos de consumo que realiza el Gobierno Central para satisfacer servicios colectivos proporcionados a la población de manera gratuita han experimentado un crecimiento anual importante, pasando de 1,4% en el 2010 a 4,1% en el 2011. Este resultado se explica por el aumento en la contribución al crecimiento de las actividades del gobierno central, pasando de 24,5% en el 2010 a 41,6% en el 2011.

GRÁFICO 10
Crecimiento del Consumo Final del Gobierno

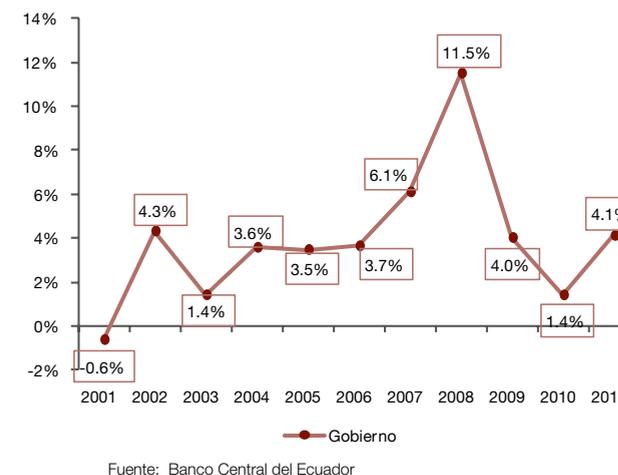
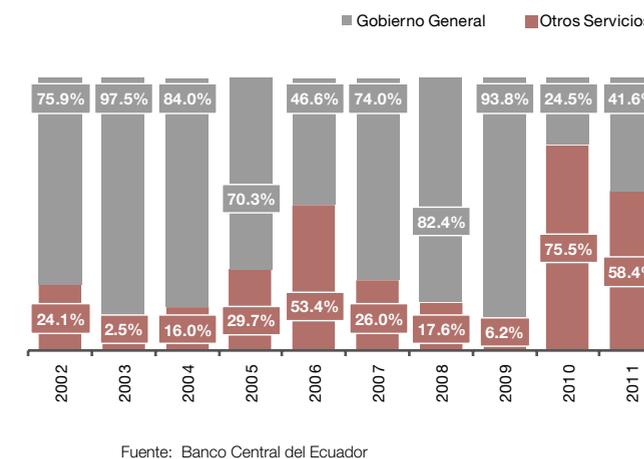


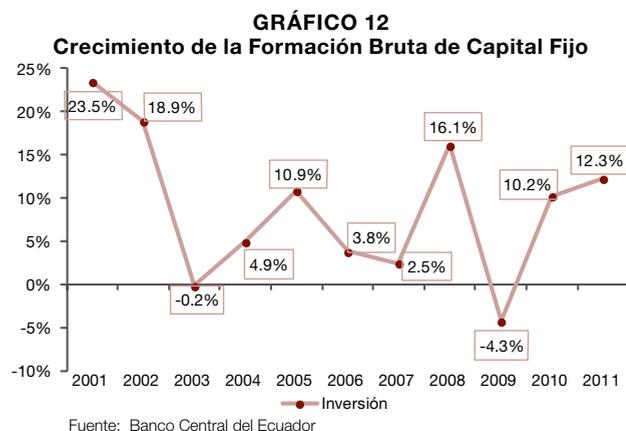
GRÁFICO 11
Contribución Anual de los Componentes del Consumo Final del Gobierno



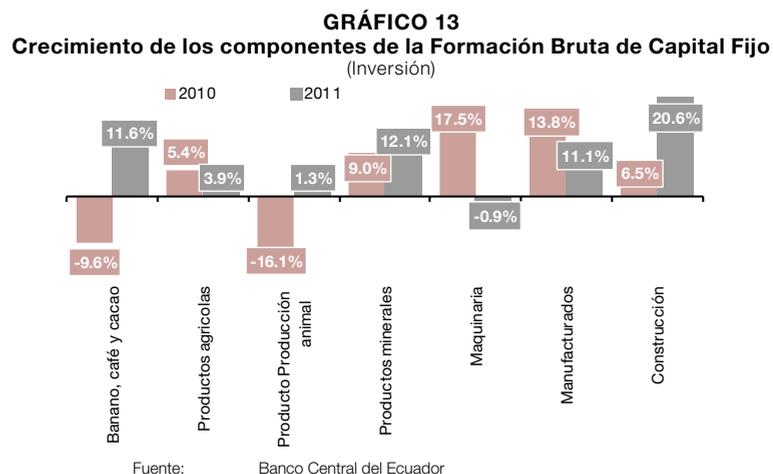
Formación Bruta de Capital Fijo

En 2011 la formación bruta de capital fijo registró un aumento anual de 12,3% y contribuyó en 45,8% del crecimiento del PIB durante este período. Los principales componentes de esta variable en 2011 fueron: obras de construcción y, maquinaria, equipo y material de transporte, que en su conjunto representan al 93,7% de la inversión (62,7% y 31,0 %, respectivamente).

El rubro de inversión en obras de construcción registró un crecimiento anual de 20,6% y fue la que más contribuyó a la formación bruta durante el año 2010, con un aporte 62,7%. Durante los últimos tres años los incrementos de este rubro han estado en promedio en 8,5% anual, lo que significa que ha sido un período de alta inversión en infraestructura, tanto pública como privada, destacándose las obras en proyectos hidroeléctricos, carreteras, y construcción de vivienda.



Otros sectores como el de banano, café y cacao pasaron del -9,6% en el 2010 a 11,6% en el 2011, contribuyendo a penas con el 0,5% al crecimiento total de la inversión. Adicionalmente, las actividades relacionadas con productos de minerales básicos, metálicos y no metálicos tuvieron un crecimiento de 12% al 2011, mayor a la del 2010 ubicada en 9% anual.

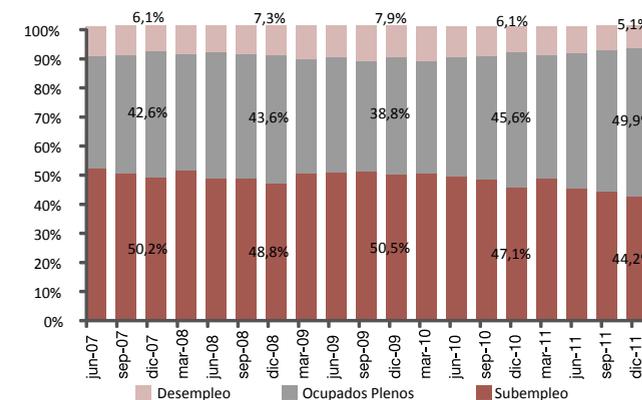


1.1.2. Evolución del mercado laboral²

A diciembre del 2011, tras un buen desempeño de la economía, especialmente de la no petrolera generadora de empleo, se observa una recuperación de los indicadores laborales, reflejada en cifras como la de desempleo urbano ubicado en 5,1%, siendo la cifra más baja tomando en cuenta el cambio de metodología aplicada desde el año 2007; y, una ocupación plena de 49,9%, la cual es por primera vez superior al subempleo (44,2%).

El Ecuador al cierre del año 2011 presentó una de las menores tasas de desempleo de la región³, ubicado por debajo del promedio (6,5%), y llegando a tener mejor desempeño que países como Colombia (9,8%), Perú (7,0%), Chile (6,6%), Argentina (7,2%) y EE.UU (8,5%). Cabe resaltar que las metodologías de cálculo para los indicadores del mercado laboral difieren entre los países, por lo que las comparaciones entre los mismos son únicamente referenciales.

GRÁFICO 14
Tasa de ocupación plena, subempleo bruto y desempleo Nacional Urbano

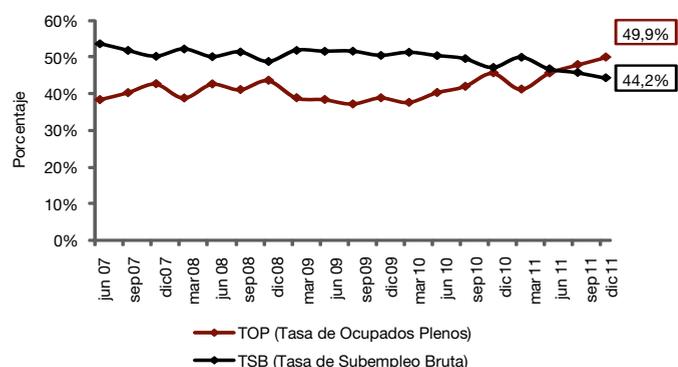


Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos

En diciembre del 2011, la tasa de ocupación plena (49,9%), es superior a la del subempleo ubicado en 44,2%, condición que se cumple por primera vez desde junio del 2007. Dicha condición se refleja en los indicadores de mercado laboral a diciembre del 2011 por ciudad, que reflejan una ocupación plena en Cuenca con 62%, Quito con 59%, Ambato con 56% y finalmente Guayaquil y Machala con 53%.

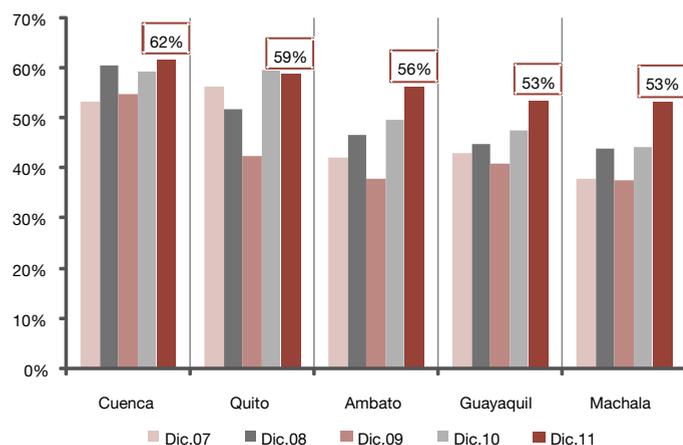
2. Para el análisis del mercado laboral se usará como fuente de información estadística la encuesta de Empleo, Subempleo y Desempleo (ENEMDU), que la realiza el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC) de forma trimestral con representatividad urbana.
3. Para el cálculo del promedio de la región se toma en cuenta a los siguientes países: Argentina, Ecuador, Venezuela, Colombia, Perú, Chile, México, Brasil, Paraguay, EE.UU y Uruguay.

GRÁFICO 15
Tasa de Ocupación Plena Vs. Tasa de Subempleo Bruta



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos. ENEMDU

GRÁFICO 16
Tasa de Ocupación Plena de Cinco Ciudades Principales

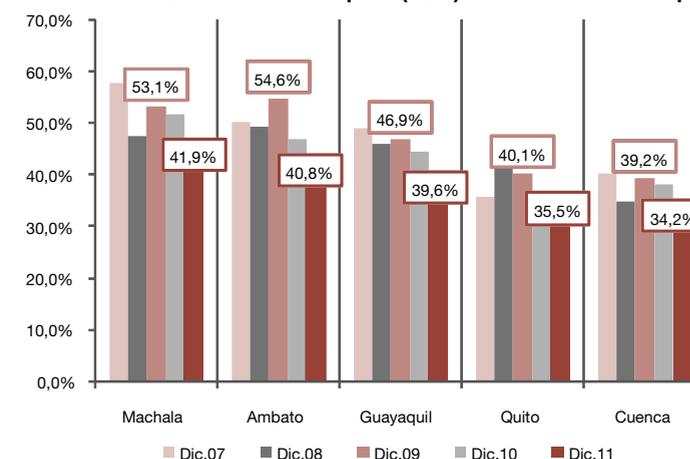


Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos. ENEMDU

El subempleo para diciembre del 2011 presenta una tendencia decreciente, siendo el menor registro que presenta este indicador desde diciembre del 2007. Efectivamente, ha disminuido seis puntos porcentuales, entre diciembre 2007 y diciembre 2011 a favor de una mejor calidad del empleo.

En diciembre del 2011, el subempleo presentó una reducción considerable en la ciudad de Machala de 10 puntos porcentuales desde diciembre del 2010, localidad en la que los ocupados plenos han aumentado su participación en la PEA. Guayaquil con cinco puntos porcentuales menos (40%), que la tasa presentada en diciembre del 2010, Ambato con una TSB de 41%, ha disminuido su participación en seis puntos porcentuales respecto a diciembre del 2010 y Cuenca, que ubicó su cifra en 34% para diciembre del 2011 con cuatro punto porcentuales menos, que el mismo período del año anterior.

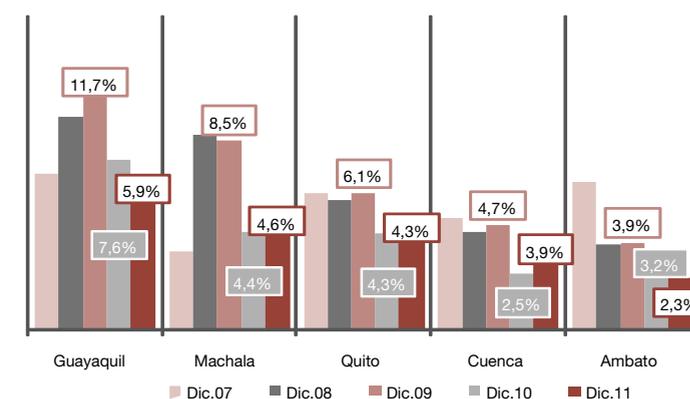
GRÁFICO 17
Evolución de la Tasa Bruta de Subempleo (TBS) de cinco ciudades principales



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos. ENEMDU

En lo que tiene que ver con la evolución de la tasa de desempleo por ciudades, destaca la disminución del desempleo en Ambato ubicado en 2,3%, seguida por Cuenca con 3,9% y Quito con 4,3%. Sin embargo, las ciudades de Guayaquil y Ambato presentan una reducción en el cambio porcentual de la tasa de desempleo mayor que las demás ciudades.

GRÁFICO 18
Evolución del Desempleo de Cinco Ciudades Principales

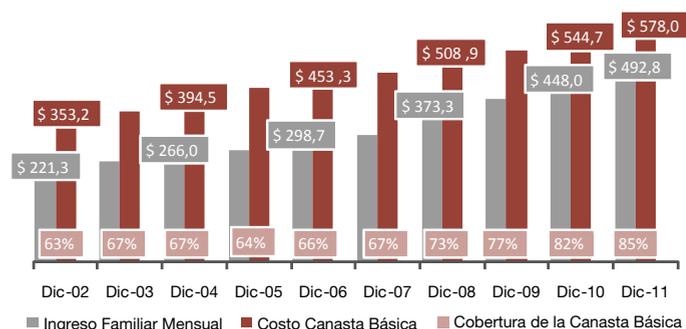


Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos. ENEMDU

a. Salarios, Ingresos y Cobertura de la Canasta Básica

La evidente mejora en la calidad del trabajo estuvo acompañada de un incremento en los ingresos de los trabajadores. Efectivamente, para diciembre del 2011, la cobertura de la canasta básica fue del 85%, mayor a la del 2010 (82%). Si comparamos con el año 2004, el cual fue el de mayor crecimiento económico gracias al PIB petrolero, el ingreso familiar fue de USD 266, alcanzando una cobertura de la canasta básica del 67%.

GRÁFICO 19
Ingreso familiar mensual, cobertura y costo de la canasta básica mensual

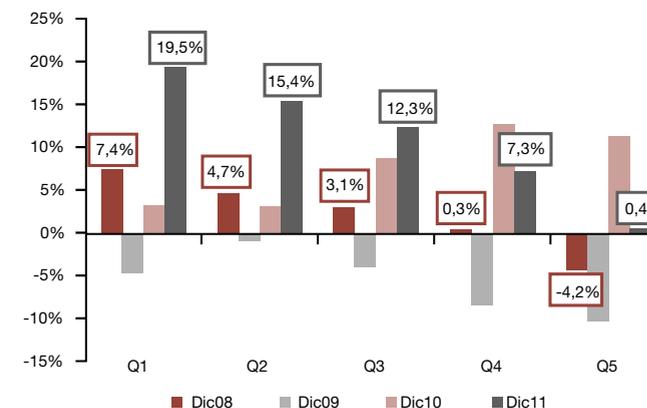


Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos.

El incremento en el ingreso familiar se ha enfocado particularmente hacia las personas que se encuentran en sectores sensibles, por consiguiente, durante los últimos 4 años los mayores beneficiados han sido las personas ubicadas en los quintiles Q1 y Q2⁴ de la sociedad, excepto durante el año 2009 por la crisis mundial. Estos grupos de la población representan a las personas pobres o más vulnerables, que sin lugar a duda se han visto beneficiadas con este incremento salarial, ya que, su ingreso mediano real por hora ha aumentado desde el año 2008. De esta forma para diciembre del 2011 el Quintil 1 presentó el mayor crecimiento anual con una tasa de variación del 19,5%, seguido por el Quintil 2 con una tasa de variación anual del 15,4%.

El Quintil 5 presenta una variación anual de 0,4% positivo, es decir, a diciembre del 2011 todos los niveles socioeconómicos sufrieron un incremento en su poder adquisitivo, mejorando el nivel de vida de la sociedad ecuatoriana de forma global.

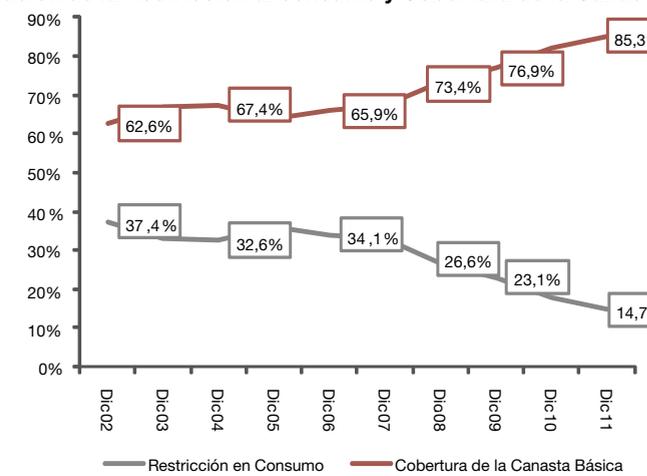
GRÁFICO 20
Variación del Ingreso mediano real por hora según Quintil de Clasificación de la sociedad.



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos. ENEMDU

El incremento del ingreso familiar para diciembre del 2011 proporciona a los hogares la capacidad de cubrir necesidades que años atrás no eran satisfechas, ya que tenían una restricción al consumo de 37,4% en diciembre del 2006, ahora en el mismo período, pero del año 2011, esta restricción llega 14,7%, evidenciando el incremento del poder adquisitivo en los hogares, a tal punto, que la cobertura de la canasta básica en diciembre del 2011 fue de 85,3% como se mencionó anteriormente.

GRÁFICO 21
Evolución de la Restricción al consumo y Cobertura de la Canasta Básica



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos

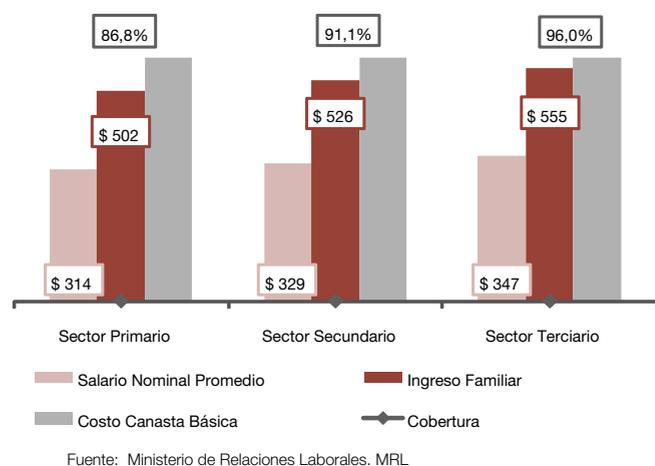
Dicho aumento en el ingreso familiar, ha permitido que la pobreza⁵ en los últimos cuatro años se reduzca. Efectivamente, para diciembre del 2011 la pobreza por ingresos a nivel urbano se ubicó en 17,4%, mientras que en el año 2004, año del mayor crecimiento económico, fue de 32,5%, evidentemente una disminución que favoreció a los sectores más vulnerables de la sociedad.

4. A la población se la ha dividido en cinco partes llamados **Quintiles de la Población** la cual clasifica por grupos de condición socioeconómica a la población del Q1 que representa el 20% de la población más pobre o más vulnerable, mientras que Q5 representa el 20% de la población con mayores ingresos de la sociedad y sin necesidades insatisfechas.

5. La pobreza se calcula a través de la Encuesta Nacional de Empleo y Subempleo ENEMDU utilizando la metodología del ingreso.

Por su parte, el salario básico unificado (SBU) para el año 2011 presenta variaciones según el sector y actividad económica. Aquí se destaca el sector terciario con USD 347 de salario nominal promedio, alcanzando un ingreso familiar de USD 555, cubriendo el 96% del costo de la canasta básica; seguido del sector secundario con un salario nominal promedio de USD 329, alcanzando una cobertura del 91%; y finalmente el sector primario, excluyendo minas y canteras, posee un salario nominal promedio de USD 314, cubriendo el 87% del costo de la canasta básica. Es importante aclarar que la base del salario básico unificado es de USD 264 y a partir de esta cifra, se calculan los salarios sectoriales, que según el tipo y complejidad de la actividad, la remuneración mínima varía.

GRÁFICO 22
Cobertura de la Canasta Básica según Salario Nominal Promedio Sectorial

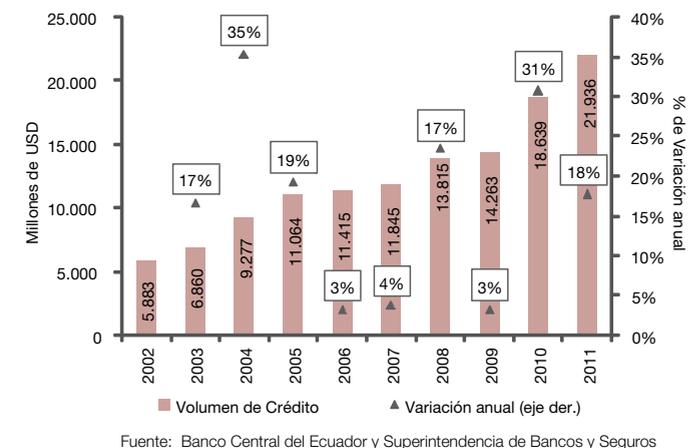


1.2. SECTOR FINANCIERO

1.2.1. Volumen de Crédito

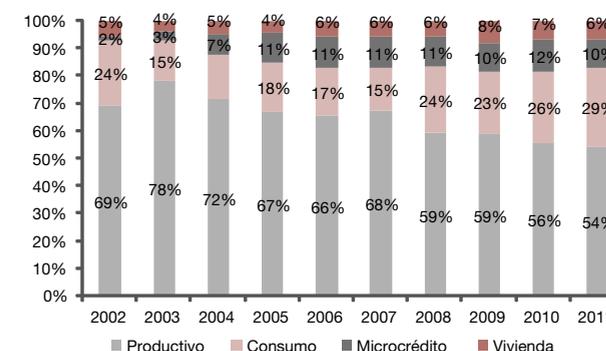
A Diciembre de 2011, el volumen de crédito colocado por el Sistema Financiero alcanzó los USD 21.936 millones, lo que representa un incremento del 18% (USD 3.297 millones más) en relación al año 2010. Sin embargo, a pesar de ser una tasa alta de crecimiento, se evidencia una desaceleración, comportamiento que se mantuvo durante todo el 2011 y que se acentuó en el segundo semestre de dicho año. La desaceleración en el incremento del volumen de crédito fue evidente en el segmento productivo, de consumo y microcrédito. El segmento de la vivienda, por el contrario, repuntó durante el 2011, debido a los montos colocados por el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS).

GRÁFICO 23
Volumen de crédito total del Sistema Financiero Nacional

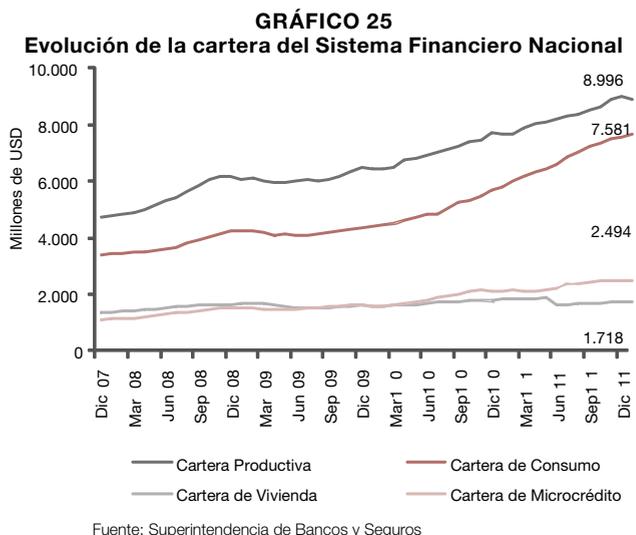


Dentro de la participación de cada segmento en el volumen de crédito total, el destinado al segmento productivo continúa siendo el más importante con USD 11.933 millones colocados, seguido por el crédito para consumo con USD 6.303 millones colocados, el microcrédito con USD 2.276 millones colocados y el crédito para la vivienda con USD 1.423 millones colocados.

GRÁFICO 24
Estructura porcentual del volumen de crédito total

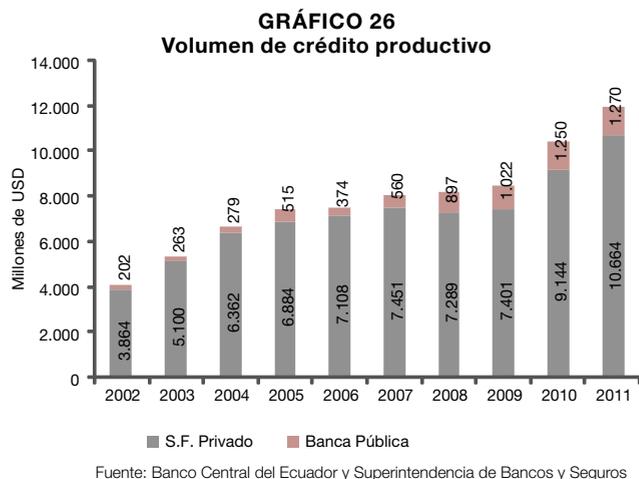


En cuanto a la tasa de variación anual registrada para el 2011, el crédito de consumo es el de registro más alto, con el 31,2%, seguido por el segmento de vivienda con el 15%, el segmento productivo con el 14,8% y el microcrédito con el 3,4%. Es importante señalar que desde el mes de junio del 2011, el saldo de captaciones del segmento de consumo tiende a converger con el saldo de captaciones del segmento comercial, es así que mientras en diciembre del 2007 por cada USD 1 colocado en el segmento comercial se colocó USD 0,72 en el segmento de consumo, para diciembre del 2011 esta relación es de USD 0,84.



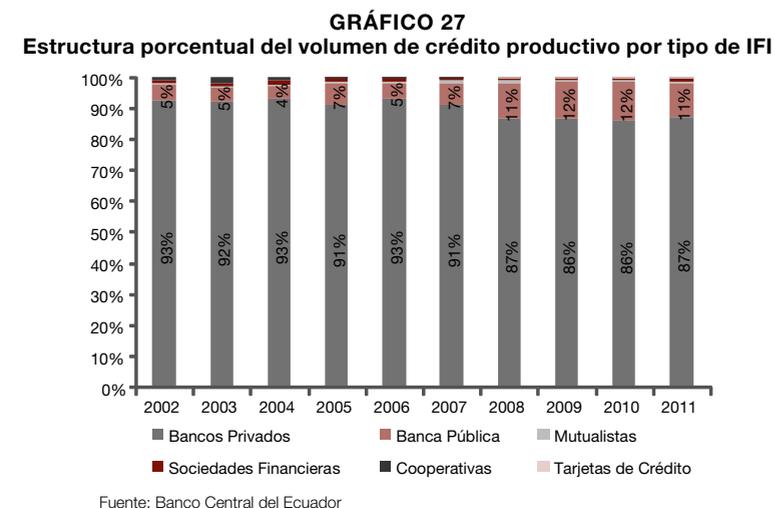
a. Volumen de crédito productivo

El crédito productivo se encuentra compuesto por los subsegmentos productivo corporativo⁶ y productivo MIPYMES⁷.



- Productivo Corporativo: son aquellas operaciones de crédito otorgadas a empresas cuyas ventas anuales sean iguales o superiores a USD 1.000.000, dependiendo del sector económico al que pertenecen. Se incluye en este segmento las operaciones de crédito instrumentadas a favor de tarjetahabientes titulares de este segmento.
- Son aquellas operaciones de crédito dirigidas a pequeñas y medianas empresas (PYMES) cuyas ventas anuales sean iguales o superiores a USD 100.000 e inferiores a los niveles de ventas anuales mínimos del segmento comercial corporativo que conste en el Instructivo, dependiendo del sector económico al que pertenecen. También forma parte de este segmento las operaciones de crédito dirigidas a personas naturales que ejercen su trabajo como profesionales en libre ejercicio y registran un nivel de ingresos totales anuales por servicios prestados dentro de su actividad profesional, iguales o superiores a USD 40.000. Se incluye en este segmento las operaciones de crédito instrumentadas a favor de tarjeta habientes titulares constituidos exclusivamente como personas jurídicas dentro de este segmento.

El Sistema Financiero Ecuatoriano colocó durante el año 2011, a través del crédito productivo, un monto de USD 11.933 millones, lo que representa un incremento del 14,8% (USD 1.538 millones más) respecto al año 2010. El volumen total del crédito productivo, pese a experimentar un crecimiento constante a lo largo del tiempo, en el año 2011 evidencia una desaceleración en relación al 2010. Este comportamiento se explica, principalmente, por el hecho de que los bancos privados, los cuales aportan con el 87,3% del volumen colocado en este segmento, tuvieron una expansión (16,1%) del crédito menor en 7 puntos porcentuales a la que se experimentó en el 2010. Por otro lado, la banca pública que aporta con el 10,7% del crédito productivo, por su parte, presentó un incremento marginal del 1,5%, menor al 22,4% experimentado en el 2010.



Los bancos privados colocaron un total de USD 10.418 millones en este segmento en el año 2011, lo que representa un incremento del 16,1% (USD 1.448 millones más). Del total de las colocaciones 5 bancos tienen una participación del 79% (USD 8.233 millones), Banco de Pichincha con una participación del 22,4%, a través de un monto colocado de USD 2.334 millones y un crecimiento de 19,1% (USD 374 millones), de esta manera mantiene la primera posición obtenida en el año 2010; Produbanco, en segundo lugar mantiene una participación del 20,1%, con un monto colocado de USD 2.092 millones y un crecimiento de 6,8% (USD 133 millones más), de igual manera Produbanco mantiene el segundo lugar que obtuvo en el año 2010; en tercer lugar se encuentra el Banco Bolivariano con una participación del 15,7%, con un monto colocado de USD 1.639 millones y un crecimiento de 26,3% (USD 341 millones), de la misma el Banco Bolivariano ha mantenido la posición obtenida en el 2010; la cuarta y quinta posición han sufrido un intercambio entre bancos, es así que el Banco Internacional con una participación del 11,5% colocó un monto de USD 1.201 millones y experimentando un importante crecimiento de 49,1% (USD 396 millones) ha cambiado posiciones con el Banco de Guayaquil que ha reducido su participación en este segmento, alcanzado el 9,3% y con un monto colocado de USD 967 millones, lo que refleja un crecimiento de 4,3% (USD 39 millones más).

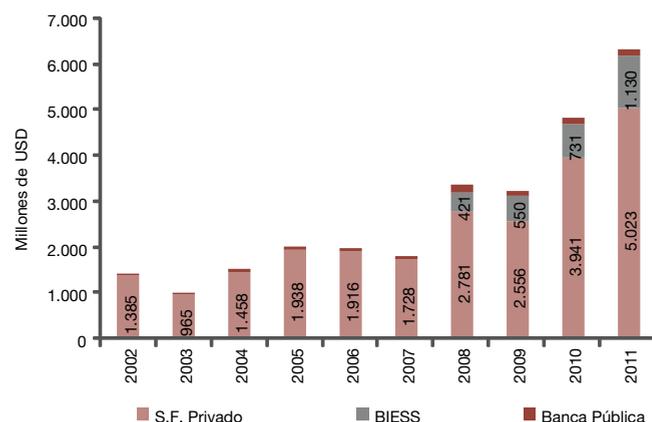
En cuanto a la banca pública esta colocó USD 1.269 millones a través del segmento productivo, lo que refleja un incremento de 1,54% (USD 19,3 millones más). A diferencia del año 2010 en el que la banca pública presentó un importante crecimiento (22,4%), en el 2011, la reducción en los montos colocados por el Banco Nacional de Fomento durante el 2011, afectaron las colocaciones de la banca pública en este segmento.

En cuanto a la Tasa Efectiva Anual (TEA) del segmento comercial para el año 2011, esta fue del 9%, lo que refleja una tasa que no ha sufrido mayores fluctuaciones durante los dos últimos años producto de la fijación de tasas máximas referenciales por el Banco Central del Ecuador desde el año 2008.

b. Volumen de crédito para consumo

Durante el año 2011, el Sistema Financiero colocó a través del segmento de consumo un monto total de USD 6.303 millones, lo que evidencia un incremento de 31,22% (USD 1.499 millones más) en relación al año 2010. Sin embargo, se mantiene la desaceleración del crecimiento en relación al 48,8% experimentado en el 2010.

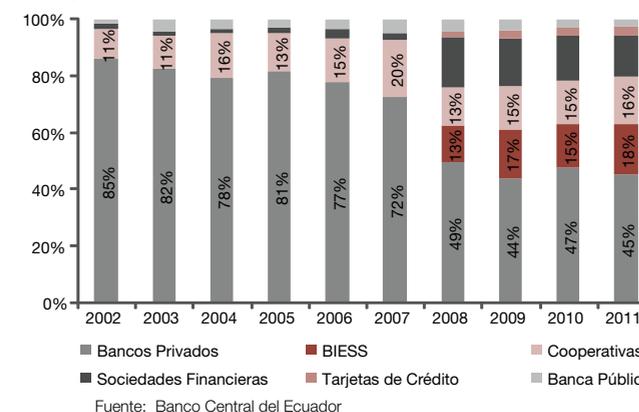
GRÁFICO 28
Volumen de crédito de consumo



Fuente: Banco Central del Ecuador y Superintendencia de Bancos y Seguros

La evolución de este segmento se explica por la desaceleración en el crecimiento de las colocaciones por parte de la banca privada que alcanzó un 24,7% en el 2011 registrando un monto total de USD 2.805 millones, lo que indica una reducción de 35 puntos porcentuales en relación al crecimiento experimentando en 2010, por otro lado, las cooperativas colocaron USD 1.028 millones, lo que refleja un crecimiento del 38,6% en relación al 2010, sin embargo, de la misma manera que los bancos privados, las cooperativas redujeron en 14 puntos porcentuales su tasa de crecimiento en relación al 2010.

GRÁFICO 29
Estructura porcentual del volumen de crédito de consumo por tipo de IFI



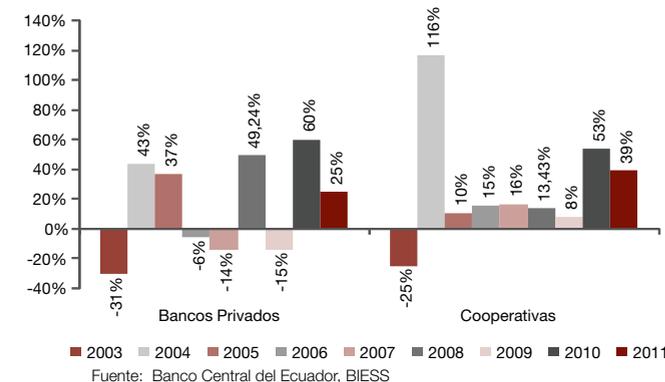
Fuente: Banco Central del Ecuador

Las sociedades financieras y las tarjetas de créditos colocaron en conjunto USD 1.122 millones, que representa un incremento del 25,6%, ambas también presentan una reducción de 15 puntos porcentuales en relación al crecimiento experimentado en 2010.

El BIESS, fortaleció su presencia en el segmento al colocar USD 1.130 millones, lo que arrojó un incremento de 55% en relación al año 2010, el BIESS mantiene dos productos dentro de la línea de consumo que son el Crédito Quirografario que participó con el 92% de las colocaciones de este segmento y el Crédito Prendario que tuvo una participación del 8% de este segmento dentro del BIESS.

La banca pública mantiene un rol marginal en el segmento, al colocar USD 149 millones, presentando un crecimiento de 14% en relación al año 2010.

GRÁFICO 30
Tasa de variación anual del volumen de crédito para consumo por tipo de IFI

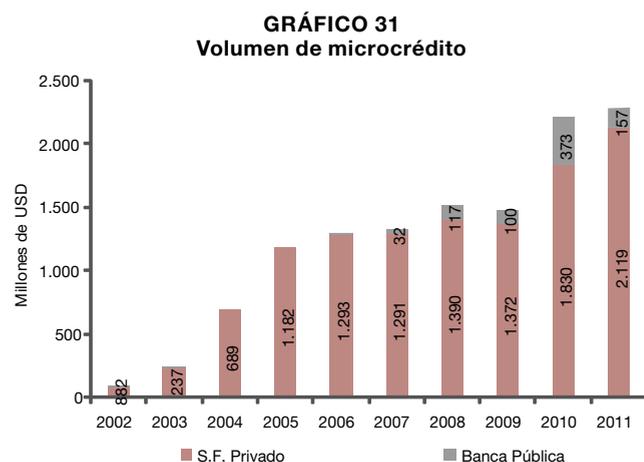


Fuente: Banco Central del Ecuador, BIESS

Por otro lado, la Tasa Efectiva Anual (TEA) del segmento de consumo se ubicó en 15,9% al finalizar el 2011, lo que evidencia una reducción de 0,02 puntos porcentuales en relación al año 2010.

c. Volumen de microcrédito

El segmento de microcrédito está compuesto por tres subsegmentos: el microcrédito minorista⁸, el microcrédito de acumulación simple⁹ y el microcrédito de acumulación ampliada¹⁰. Para que una operación, en cualquiera de estos subsegmentos, sea considerada microcrédito, deberá ser inferior a USD 20.000 (a partir del cual se considera Productivo Pymes) siempre y cuando sea dirigido a empresas cuyas ventas no sean mayores a USD 100.000 anuales, que es el monto que utiliza la Comunidad para definir a una microempresa.



Fuente: Banco Central del Ecuador y Superintendencia de Bancos y Seguros

En el 2011 las colocaciones a través del microcrédito alcanzaron los USD 2.276 millones, lo que representa un crecimiento del 3,36% en relación al 2010, sin embargo, este incremento se encuentra por debajo del experimentado en 2010 (50%), producto de la reducción en las colocaciones del Banco Nacional de Fomento a través de su producto "Crédito de Desarrollo Humano" (CDH).

En cuanto al microcrédito otorgado por la Banca Pública, cabe recordar que solamente el Banco Nacional de Fomento y la Corporación Financiera Nacional manejan este segmento. En el año 2011, la banca pública colocó USD 157 millones lo que representa una reducción del microcrédito en 55,3% (USD 215 millones menos), este comportamiento es atribuible principalmente a la reducción del monto entregado a través del Crédito de Desarrollo Humano (CDH) ya que en el 2011 se entregaron USD 31,8 millones mientras que en 2010 se entregaron USD 319,2 millones lo que representa una reducción de 90% (USD 287 millones menos)¹¹.

8. Microcrédito minorista: monto igual o menor a USD 3.000 a microempresarios con un nivel de ventas menor a USD 100.000 anuales.
9. Microcrédito de acumulación simple: monto superior a USD 3.000 y hasta USD 10.000.
10. Microcrédito de acumulación ampliada: monto superior a USD 10.000 pero dirigido a microempresarios, es decir, con ventas que no superen los USD 100.000 anuales.
11. Es necesario recalcar que el CDH, es un crédito que se otorga a los beneficiarios del Bono de Desarrollo Humano por un monto de hasta USD 420 con un plazo de 12 meses y que no hay como renovarlo hasta pagar el préstamo original.

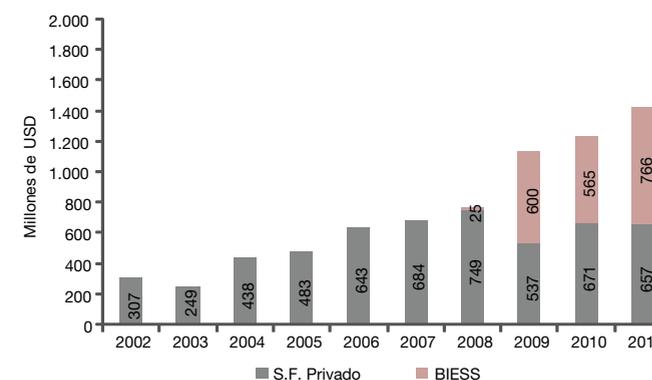
Dado que en 2010 se otorgaron la mayoría de CDHs a los beneficiarios del Bono de Desarrollo Humano calificados, el monto de colocación de este crédito se ha reducido, es decir, si bien la demanda del crédito podría seguir siendo la misma o haberse incrementado, de acuerdo a la normativa vigente no se pueden otorgar más créditos hasta que se cancele el primer crédito con el BNF.

d. Volumen de crédito para vivienda

El segmento de vivienda, durante el 2011, fue el único segmento de crédito que no desaceleró su crecimiento en relación al año 2010. Este comportamiento es el producto del impacto que tienen los créditos hipotecarios colocados por parte del BIESS.

Las colocaciones en el segmento de vivienda por parte del sistema financiero en el 2011 alcanzaron los USD 1.423,4 millones, que representa un incremento de 15% en relación al 2010, crecimiento a mayor ritmo que el experimentado en el año 2010, cuando se creció en el orden del 9%. Este comportamiento se puede atribuir a que se ha incrementado la demanda del crédito de vivienda para soluciones habitacionales y que ha sido atendido en una gran parte por el BIESS, esto se complementa al observar la contribución del BIESS a la variación que fue del 16,3% mientras que el resto del Sistema Financiero Nacional contribuyó negativamente con el 1,3%.

GRÁFICO 32
Volumen de crédito de Vivienda por tipo de IFI



Fuente: Banco Central del Ecuador y Superintendencia de Bancos y Seguros

La institución más importante dentro de este segmento es el BIESS, que en el 2011 colocó USD 766 millones, lo que representa una participación del 53,9% del total de las colocaciones del sistema financiero. El BIESS es el principal motor del sector de la construcción en el Ecuador a través de los créditos hipotecarios.

En cuanto a las colocaciones por IFI, los bancos privados participaron con el 31% al colocar USD 441 millones en año 2011, lo que evidencia una reducción del 5,4% (USD 25 millones menos). Volumen de crédito de la banca pública

En cuanto a la banca pública, ésta colocó USD 1.563 millones que representan el 7,1% del total de las colocaciones del sistema financiero en el 2011. Durante el 2011 la banca pública redujo las colocaciones en un 11% (USD 193 millones menos), consecuencia del comportamiento del Banco Nacional de Fomento que redujo de manera importante los montos colocados de crédito.



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros

1.3 SECTOR EXTERNO

Cuenta Corriente

Al cierre del año 2011, la cuenta corriente registró un saldo deficitario de USD 259 millones, esto es una reducción de 83.4% respecto al déficit observado en el año 2010 (USD 1.613 millones). Dentro de su cuenta corriente, el país presenta tres rubros que tienen una posición permanente. Tanto las transferencias corrientes, la balanza de renta y la balanza de servicios son, históricamente superavitaria la primera y deficitarias las dos últimas, que en su conjunto los resultados se compensan parcialmente, por lo tanto, la posición del saldo de cuenta corriente es determinado por el resultado de la balanza comercial.

CUADRO 1
BALANZA DE PAGOS ANALÍTICA (1)
Período: 2007 - 2011
Millones de dólares

Transacción / Período	Años (2)				
	2007	2008	2009	2010	2011
CUENTA CORRIENTE	1,937.6	1,648.0	136.1	-1,612.8	-259.3
BIENES	1,823.0	1,548.7	143.6	-1,504.0	-133.3
Exportaciones	14,870.2	19,460.8	14,412.0	18,137.1	23,105.7
Mercancías generales (3) (6)	14,556.2	19,069.5	14,126.6	17,766.4	22,635.2
Reparación de bienes	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
Bienes adquiridos en puerto por medios de transporte	308.0	385.2	279.4	364.7	464.4
Importaciones	-13,047.1	-17,912.1	-14,268.4	-19,641.1	-23,239.0
Mercancías generales (3) (4) (6)	-13,024.3	-17,889.3	-14,245.6	-19,618.3	-23,216.2
Reparación de bienes	-6.0	-6.0	-6.0	-6.0	-6.0
Bienes adquiridos en puerto por medios de transporte	-16.8	-16.8	-16.8	-16.8	-16.8
SERVICIOS	-1,371.5	-1,571.4	-1,281.8	-1,536.2	-1,623.7
Servicios prestados	1,200.1	1,441.6	1,336.5	1,473.4	1,567.1
Servicios recibidos	-2,571.6	-3,013.0	-2,618.3	-3,009.5	-3,190.8
RENTA	-1,944.9	-1,451.8	-1,373.4	-1,047.6	-1,242.8
Renta recibida	360.6	315.2	105.8	76.0	82.6
Renta pagada	-2,305.5	-1,767.0	-1,479.3	-1,123.6	-1,325.3
TRANSFERENCIAS CORRIENTES	3,430.9	3,122.5	2,647.8	2,474.9	2,740.4
Transferencias corrientes recibidas	3,580.3	3,284.3	2,959.3	2,921.6	2,999.9
Transferencias corrientes enviadas	-149.3	-161.8	-311.5	-446.7	-259.5
CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	-622.7	-713.1	-2,783.6	261.3	343.1
CUENTA DE CAPITAL	15.2	19.9	17.7	22.7	23.9
CUENTA FINANCIERA	-637.9	-733.0	-2,801.3	238.6	319.1
Inversión directa	194.2	1,006.3	321.5	158.1	567.8
Inversión de cartera	-118.3	213.1	-3,141.5	-731.1	41.0
Otra inversión	-713.7	-1,952.5	18.8	811.6	-289.6
ERRORES Y OMISIONES	71.7	-0.9	0.3	139.2	188.3
BALANZA DE PAGOS GLOBAL	1,386.6	933.9	-2,647.2	-1,212.3	272.0
Activos de reserva (5)	-1,497.5	-952.2	681.0	1,170.0	-335.6
Financiamiento Excepcional	110.9	18.3	1,966.2	42.3	63.6
FINANCIAMIENTO	-1,386.6	-933.9	2,647.2	1,212.3	-272.0

(1) Datos provisionales.

(2) Los valores de las balanzas anuales correspondientes a los pagos efectivos y atrasos de amortizaciones e intereses de la deuda externa de mediano y largo plazos, difieren de las sumas de los valores trimestrales debido a que, en estos períodos se manejan diferentes tipos de cambios y la distribución de los pagos atrasados difiere de los registrados en períodos anuales.

(3) Incluye comercio no registrado.

(4) Incluye importaciones de la Ex Junta de Defensa Nacional.

(5) Corresponde a la Reserva Internacional de Libre Disponibilidad (RILD). El signo negativo significa aumento

(6) Estas cuentas corresponden a las incluidas en el Cuadro 3.2.2 Balanza Comercial de la Información Estadística Mensual

(7) La información de remesas recibidas fue reprocesada desde 2005 ya que se amplió la cobertura.

Fuente: Banco Central de Ecuador

En la balanza de servicios, a pesar de tener un creciente sector de servicios en el país, se observa que el crecimiento del nivel de servicios recibidos (USD 181.2 millones de crecimiento del 2010 al 2011) supera al crecimiento de los que fueron prestados al resto del mundo (USD 93.7 millones), lo que eleva el déficit en servicios de USD 1536.2 millones de a USD 1623.7 entre el 2010 y 2011.

Desde la cuenta de la renta, se registra de igual forma, un incremento en la renta pagada al resto del mundo de USD 201.8 millones. Esto junto a un crecimiento inferior de la renta recibida ha elevado el déficit en la balanza de renta en USD 195.2 millones. Este efecto fue impulsado principalmente por un incremento en el pago a la renta de la inversión directa (USD 159 millones).

En otro lado, las transferencias corrientes, rubro permanentemente superavitario, tuvo dos componentes que ayudaron a su crecimiento. Por una parte, las remesas de los migrantes ecuatorianos que aumentaron en USD 81 millones y por otro, las transferencias enviadas registraron una caída de USD 187 millones. Ambos efectos permitieron que el saldo de transferencias corrientes crezca en USD 266 millones que representa una tasa de crecimiento del 3% entre el 2010 y 2011 que representa la mayor tasa de crecimiento desde 2007.

Finalmente, la balanza comercial muestra una recuperación en relación al registro del 2010. Esta recuperación surge principalmente por el crecimiento del precio del petróleo crudo. Al considerar solamente los productos no petroleros se puede ver que Ecuador tiene una tendencia creciente a aumentar más las importaciones que las exportaciones y por lo tanto a expandir la magnitud del déficit comercial. En el año 2011, Ecuador registró precios del petróleo superiores a USD 100 por barril. Esto permitió en términos nominales una expansión de exportaciones totales mayor a la de las importaciones totales (incluyendo comercio no registrado), reduciendo el déficit en el comercio de bienes de USD 1504 millones a USD 133 millones. La magnitud de la reducción del déficit equivale a una caída del 91% del déficit registrado en 2010.

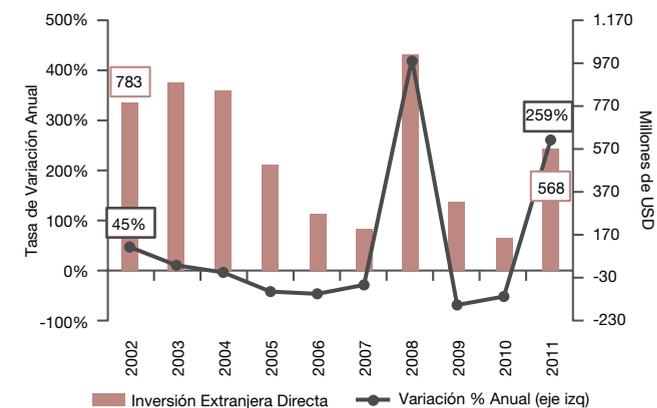
Cuenta de Capital y Financiera

La cuenta de capital y financiera cerró el 2011 con un saldo de USD 343.1 millones. La cuenta de capital registró un valor de USD 23.9 millones asociado a transferencias de capital recibidas por USD 34.3 millones y un envío de USD 10.4 millones. Usualmente la cuenta de capital es bastante baja, mientras que la cuenta financiera tiene una importancia mayor en la balanza de pagos ecuatoriana, que a diciembre de 2011 alcanzó USD 319.1 millones.

Dentro de la cuenta financiera, el rubro más alto representa la inversión extranjera directa la misma que en este año experimentó un crecimiento importante en contraste a lo visto en los años 2009 y 2010. De hecho, el crecimiento entre 2010 y 2011 fue del 259% y se ubicó en USD 568 millones.

La inversión de cartera, que para el 2011 fue más bien marginal, terminó con un saldo positivo de USD 41 millones, derivados de USD 139 millones de adquisiciones de títulos de capital y de USD 180 millones de venta de títulos de deuda.

GRÁFICO 34
Evolución de la Inversión Extranjera Directa. Variación y Volumen
(2002-2011)



Finalmente, la cuenta que completa esta sección es la otra inversión. En esta sección hubo una salida de divisas por USD 2381 millones por la adquisición de activos, principalmente moneda y depósitos por USD 1437 millones. Por otro lado se aumentaron los pasivos del país en USD 2091 millones. La adquisición de pasivos se centró principalmente en los préstamos por USD 1509 millones y en los créditos comerciales por USD 583 millones. En saldo, salieron más divisas que las que ingresaron por este concepto y el resultado de esta cuenta se ubicó en USD 289.6 millones en forma de déficit.

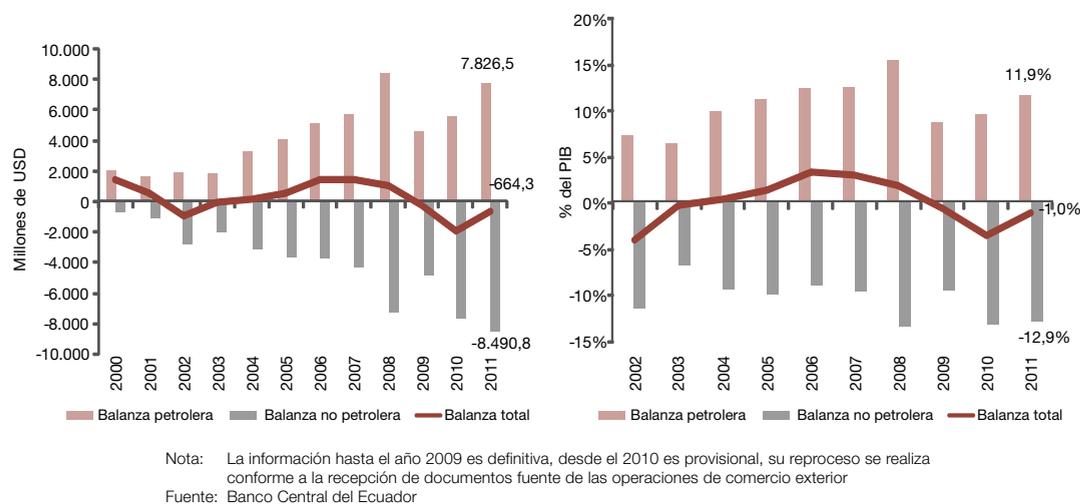
En su conjunto, la inversión extranjera directa, la inversión de cartera y la otra inversión dejan un saldo positivo de USD 319.1 millones en la cuenta financiera en contraste a los USD 238.6 millones registrados en el 2010.

1.3.2 Balanza Comercial

La balanza comercial cerró el año 2011 con un déficit de USD 664 millones. El resultado es inferior en 66,4% al déficit alcanzado en el año 2010 (USD 1.979 millones).

Como porcentaje del PIB, el déficit del 2011 es menor en más de dos puntos porcentuales respecto al déficit del 2010, puesto que, el año anterior el déficit representó el 1,1% del PIB, mientras que en el 2010, la participación en el PIB fue del 3,4%.

GRÁFICO 35
Balanza comercial total, petrolera y no petrolera, en USD millones y como porcentaje del PIB
(2000 -2011)



La disminución del déficit se explica por el favorable desempeño de la balanza petrolera, que se incrementó de USD 5.630 millones en el 2010 a USD 7.826 millones en el año 2011, es decir, se registró un crecimiento anual del 39,0%. Este resultado está asociado al crecimiento acelerado del precio del petróleo. Al realizar el análisis en volumen, se observa un decrecimiento de las exportaciones petroleras y de las importaciones de combustibles y lubricantes. El volumen exportado de petróleo decrece en 1,2% y las compras externas de combustibles y lubricantes se redujeron en 7,0%.

Por su parte, el déficit que históricamente ha presentado la balanza comercial no petrolera se incrementó en 11,6% en el año 2011. Así, mientras en el año 2010 el saldo no petrolero alcanzó un resultado negativo de USD 7.609 millones, para el año 2011, el déficit fue de USD 8.491 millones. El incremento del déficit se explica porque, a que a pesar que las exportaciones no petroleras registraron un crecimiento de USD 1.615 millones, las importaciones no petroleras se expandieron en USD 2.497 millones, impulsadas principalmente por las compras externas realizadas para la industria.

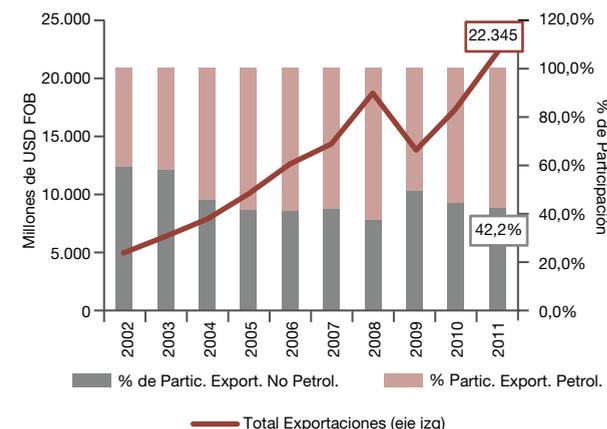
Exportaciones

En el año 2011, las exportaciones ascendieron a USD 22.345 millones, es decir un incremento del 27,8% respecto al monto registrado en el 2010 (USD 17.490 millones). El aumento de las exportaciones se relaciona a la favorable evolución del precio del petróleo que ocasionó que las ventas externas de productos petroleros se expandan en un 33,5%.

Al igual que en los últimos siete años, y a partir de la utilización del oleoducto de crudos pesados, la contribución del sector no petrolero en el total de exportaciones no supera a la contribución de productos petroleros. En efecto, en el 2011, las ventas

externas de productos no petroleros constituyen el 42,2% del total exportado, 2,5 puntos porcentuales menos que en el 2010 (44,7%). Por su parte, la participación de productos petroleros en el total exportado fue de 57,8%, frente al 55,3% en el año 2010. Se destaca que, el 91,4% de las exportaciones petroleras corresponde a petróleo crudo, y apenas el 8,6% a derivados de petróleo.

GRÁFICO 36
Exportaciones Totales, Petroleras y No Petroleras (millones de USD FOB).
Período 2002-2011



Nota: La información hasta el año 2009 es definitiva, desde el 2010 es provisional, su reproceso se realiza conforme a la recepción de documentos fuente de las operaciones de comercio exterior
Fuente: Banco Central del Ecuador

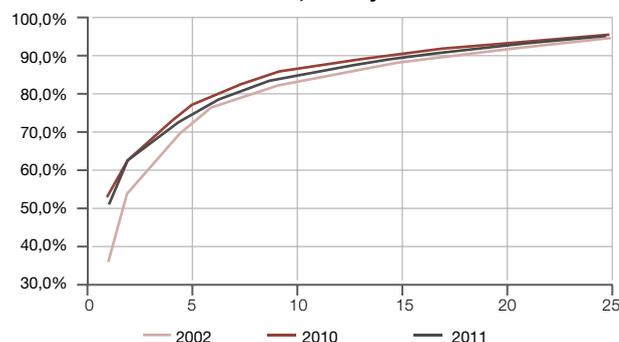
Por otro lado, se observa que, incluso sin considerar el petróleo, la oferta exportable continúa teniendo un fuerte componente primario. La participación de productos primarios en el total de exportaciones no petroleras fue de 59,1%, mientras que, los productos industrializados representaron el 40,9% de las ventas de productos no petroleros al exterior.

Respecto a los productos no tradicionales, estos alcanzaron una participación del 21,8% en el total exportado, porcentaje menor al registrado en años anteriores (23,5% en el 2010 y 25% en el 2009).

Históricamente, las exportaciones del país se han encontrado concentradas en unos pocos productos. En el 2011, esta situación se acentúa ligeramente. Así, la hegemonía se mantiene en el petróleo crudo, las diferentes variedades de banano y plátano, y las diferentes clases de camarón. En el año 2010, estos productos representaron en conjunto el 75,2% del total de exportaciones, mientras que, en el 2011, su participación fue del 77%.

Se observa que, el 90% de las exportaciones se concentra en 15 productos, cantidad menor que en el 2002, cuando el 90% de la oferta exportable correspondía a 18 productos.

GRÁFICO 37
Concentración de las Exportaciones.
Año 2002, 2010 y 2011



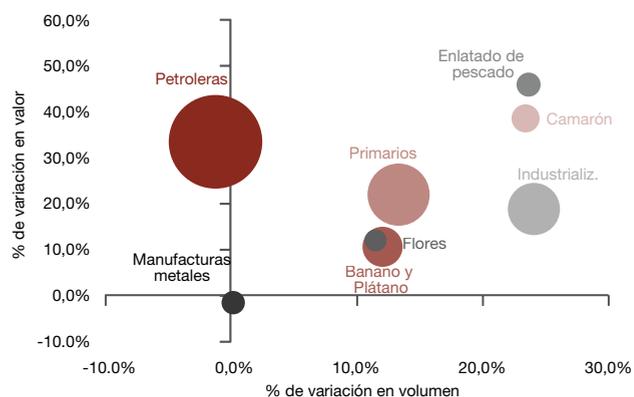
Fuente: Banco Central del Ecuador

El principal producto de exportación, el petróleo crudo, presenta un decrecimiento del 2,2% en volumen, sin embargo, debido a la favorable evolución del precio del petróleo, el valor en dólares se incrementa 31,8%, pasando de USD 8.951,9 millones en el 2010 a USD 11.802,7 millones en el 2011.

Por su parte, el banano y plátano registran un crecimiento del 12% en el volumen exportado, presentando una mejora respecto al decrecimiento del 10% registrado en el 2010. El crecimiento en valor alcanzó el 10,5%, frente al 1,9% del año 2010.

En cuanto a las exportaciones de camarón, se registra un incremento tanto en valor como en volumen. En efecto, la variación anual absoluta fue de USD 325 millones, que representa un aumento del 38,3% en valor y del 23,5% en volumen.

GRÁFICO 38
Exportaciones por Producto. Año 2011



(1) Cifras de carácter provisional; su reproceso se realiza conforme a la recepción de documentos fuente de las operaciones de comercio exterior
Nota: El tamaño de la burbuja se encuentra en proporción al valor exportado del producto o grupo de productos.

Fuente: Banco Central del Ecuador

Destino de las Exportaciones

En el año 2011, se observa un incremento de la dependencia de las exportaciones en un número reducido de países. En efecto, los tres principales destinos de exportación (Estados Unidos, Perú y Venezuela) abarcaron el 59,1% de las exportaciones, frente al 54,4% del 2010. Entre estos países, se destaca Estados Unidos. A este país se vendió, en el año 2010, USD 6.077 millones, mientras que, en el 2011, la cifra aumenta a USD 10.035 millones, lo que representa una expansión del 65,1%.

Al observar la estructura de las exportaciones, Estados Unidos es el país que más ha incrementado su participación en el total de ventas externas. Su contribución en el total exportado pasó de 34,7% en el 2010 a 44,9% en el 2011, es decir un incremento de 10,2 puntos porcentuales.

Es necesario puntualizar que el incremento de las exportaciones hacia Estados Unidos se debe principalmente a que las empresas que compran el petróleo ecuatoriano, independientemente de su nacionalidad, enviaron en mayor medida las exportaciones hacia Estados Unidos.

Por su parte, el segundo destino de exportación, Perú, pierde 0,1 puntos porcentuales de participación, aportando en el 2011 con el 7,7% de las ventas externas totales. El principal producto que se exporta a este país es petróleo crudo, producto que abarca el 80,9% del total de ventas externas al vecino país.

En cuanto Venezuela, se observa que si bien este país salió hace 5 años de la Comunidad Andina de Naciones (CAN), su participación en el total de exportaciones no se ha visto deteriorada. Así, mientras en el año 2010 la participación de Venezuela en el total de exportaciones fue del 5,6%, en el 2011 la contribución se registró en 6,6%. El incremento de la participación se debe a que, las ventas de crudo se quintuplicaron, al pasar de USD 123,6 millones a USD 688 millones. Adicionalmente se destaca el crecimiento de 4,5% en las ventas de vehículos y sus partes. Las exportaciones de este producto en el 2010 se registraron en USD 133,1 millones, mientras que, en el 2011, las ventas ascendieron a USD 139 millones.

El país que más pierde participación en el total de exportaciones es Panamá, dado que, disminuye 7,6 puntos porcentuales entre la participación que registraba en el 2010 (12,2%) y la presentada en el 2011 (4,6%), principalmente por una disminución en la venta de productos petroleros.

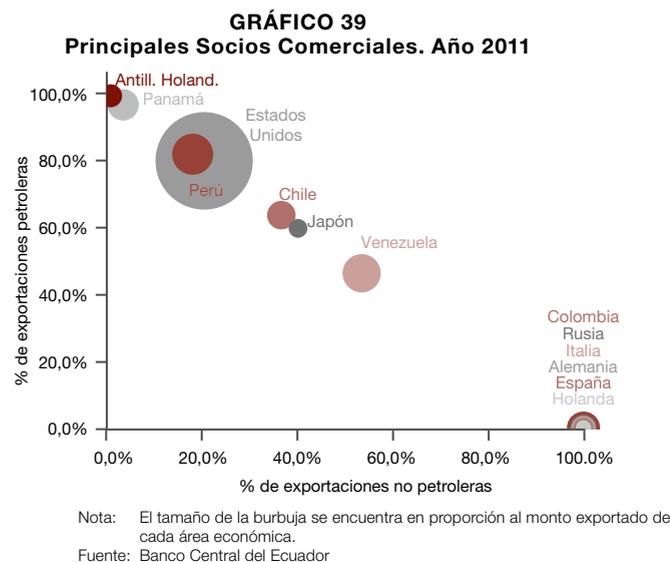
Al realizar el análisis por grupo de productos, se observa que más del 90% de las exportaciones petroleras se envían a 5 países: Estados Unidos (61,9%), Perú (10,9%), Panamá (7,8%), Venezuela (5,3%) y Chile (4,4%).

Los destinos de las exportaciones no petroleras fueron más diversificados. En efecto, el 90% de las ventas externas no petroleras se encuentra concentrado en 22 países. Entre ellos, los más importantes fueron: Estados Unidos, Colombia y Venezuela, con el 21,4%, 10,8% y 8,3% de participación en el total de exportaciones no petroleras, respectivamente.

A nivel de grupo económico, se detalla el comportamiento de la Unión Europea y de la CAN. En el primer caso se observa que la totalidad de compras de productos ecuatorianos que realiza la Unión Europea corresponde a productos no petroleros. Dentro de este grupo, el país al que más exportamos es Italia, país al que se vendió en el 2011 USD 580,4 millones, de los cuales, el 52,1% correspondió a exportaciones de banano, el 22,8% a camarones y el 14,7% a enlatados de pescado.

Dentro de la Unión Europea también se destaca Alemania, con ventas que ascendieron a USD 491,9 millones y con cuatro productos con la mayor participación: banano (45,6%), cacao (12,4%), extractos y aceites vegetales (10,2%) y café industrializado (9,2%).

Por su parte, a nivel de la Comunidad Andina de Naciones (CAN), dos productos son los preponderantes, el petróleo crudo y vehículos y sus partes. En el primer caso, el principal destinatario es Perú y en el segundo caso, Colombia. Como ya se había mencionado, el 89,1% de las exportaciones a Perú fueron de petróleo crudo. En el caso de Colombia, las exportaciones se encuentran más diversificadas. Si bien el principal producto de exportación a Colombia son los vehículos y sus partes, con el 24,4% de participación, existen otros productos que poseen una participación entre el 6 % y 9%. Estos productos son: manufacturas de cuero, plástico y caucho, café lavado, enlatados de pescado, otras manufacturas de metales, extractos y aceites vegetales y otras manufacturas de fibras textiles.



Importaciones

Durante el año 2011 se realizaron importaciones por USD 23.009 millones, monto superior en 18,2% al valor FOB importado en el año 2010 (USD 19.469 millones). El crecimiento se lo atribuye mayoritariamente a la expansión de compras externas realizadas para la industria, las cuales contribuyen con el 42,3% de la variación de las importaciones.

En efecto, la diferencia entre el total de importaciones del año 2010 y 2011 fue de USD 3.541 millones, de los cuales el 24,6% se relaciona con el incremento de las materias primas industriales y el 17,7% con un aumento de los bienes de capital para la industria. En conjunto, las importaciones para la industria ascienden a 9.559 millones, lo que equivale a un incremento de 19,4% en valor y de 4,2% en volumen.



Por otro lado, se observa que las importaciones de combustibles y lubricantes disminuyen un 7% en volumen, debido en parte a que se recuperaron los niveles óptimos de agua en los embalses Mazar y San Francisco por lo que se requirió menos combustibles para las centrales termoeléctricas. Sin embargo, el incremento del precio de los derivados del petróleo indujo a un incremento del 25,8% en el valor FOB de las importaciones petroleras.

Adicionalmente, se observa un incremento importante en la importación de bienes de consumo no duradero, los cuales registran una variación de 483 millones. Así, en el 2011 ascienden a USD 2.731 millones, frente a USD 2.248 millones, es decir un incremento del 21,5%. En volumen, las importaciones de bienes de consumo no duradero se incrementan en 8,8%. Por su parte, las importaciones de consumo duradero se incrementan 7,7% en valor y 8,6% en volumen.

El incremento de materias primas para la agricultura y para la construcción se debe al aumento en el volumen comprado. De hecho, los precios internacionales registran un decrecimiento en el segundo semestre del año. Así, el incremento en volumen (41,3%) es mayor al incremento en valor (32%).

Por su parte, las importaciones de bienes de capital para la agricultura crecen 18,3% en valor y 6,6% en volumen. Mientras que, las importaciones de equipo de transporte crecen 3,1% en valor pero decrecen 2,7% en volumen.

CUADRO 2
Importaciones por Uso o Destino Económico. Año 2011

Importaciones	2011			Variación 2011-2010			
	Volumen (miles de toneladas)	FOB (millones de USD)	Participación (%)	Volumen		FOB	
				Miles de toneladas	%	Millones de USD	%
Importaciones totales	14,474	23,009	100.0%	757	↑ 5.5%	3,541	↑ 18.2%
Petroleras (Combustibles y lubricantes)	5,245	5,087	22.1%	-394	↓ -7.0%	1,044	↑ 25.8%
No Petroleras	9,229	17,923	77.9%	1,151	↑ 14.3%	2,497	↑ 16.2%
Bienes de Capital	531	5,845	25.4%	34	↑ 6.9%	716	↑ 14.0%
Para la agricultura	14	101	0.4%	1	↑ 6.6%	16	↑ 18.3%
Para la industria	272	4,036	17.5%	40	↑ 17.2%	649	↑ 19.2%
Equipo de transporte	244	1,707	7.4%	-7	↓ -2.7%	51	↑ 3.1%
Bienes de Consumo	1,144	4,806	20.9%	92	↑ 8.8%	500	↑ 11.6%
No duradero	853	2,731	11.9%	69	↑ 8.8%	483	↑ 21.5%
Duradero	291	2,075	9.0%	23	↑ 8.6%	17	↑ 0.8%
Materias primas	7,549	7,231	31.4%	1,032	↑ 15.8%	1,316	↑ 22.3%
Para la agricultura	1,527	931	4.0%	148	↑ 10.7%	171	↑ 22.5%
Para la industria	4,549	5,522	24.0%	154	↑ 3.5%	902	↑ 19.5%
De construcción	1,474	777	3.4%	729	↑ 98.0%	244	↑ 45.7%
Diversos	5	41	0.2%	-7	↓ -57.5%	-35	↓ -46.1%

Nota: La información hasta el año 2009 es definitiva, desde el 2010 es provisional, su reproceso se realiza conforme a la recepción de documentos fuente de las operaciones de comercio exterior.

Fuente: Banco Central del Ecuador - Información Estadística Mensual.

Importaciones por Origen

El principal proveedor del país es Estados Unidos, país donde se origina el 25,2% de las importaciones. Se evidencia una reducción de 2,7 puntos porcentuales respecto a la participación registrada en el 2010 (27,9%). El monto importado de Estados Unidos asciende a USD 5.779 millones.

Las importaciones embarcadas desde Panamá registraron una variación anual del 93,2% y explican la cuarta parte del crecimiento de las importaciones totales.

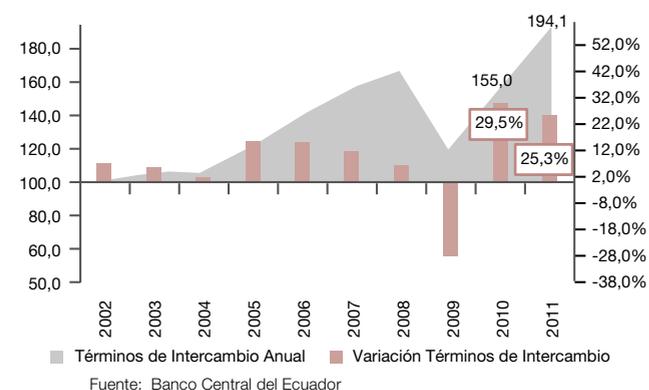
Las compras externas realizadas a China también presentan un fuerte crecimiento (48,1%), al pasar de USD 1.438,4 millones en el 2010 a 2.129,8 millones en el 2011. La variación de las importaciones de China representa el 18,9% del aumento de las importaciones totales. Se destaca que China, es el país con el que se mantiene el mayor déficit comercial (USD 1.937,9 millones). En el déficit no se contempla las exportaciones de petróleo realizadas a la empresa china Petrochina, debido a que, esta empresa envía el crudo a otros destinos, entre ellos Estados Unidos.

Colombia, el segundo abastecedor del país, le vendió al Ecuador USD 2.141,6 millones, lo que representa un incremento del 9,3% en relación al monto del 2010 (USD 1.950 millones).

Términos de Intercambio

El índice de los términos de intercambio (ITI) mide la relación entre las variaciones de precios de las exportaciones y la variación de los precios de las importaciones referidos a un mismo período base. En el año 2011, el índice creció en 25,3%, puesto que se ubicó en 194,1 puntos, frente a los 155 puntos del 2010. El incremento del índice significa que los precios de los bienes de exportación evolucionan más rápidamente que los precios de las importaciones. Este resultado se relaciona con la favorable evolución del precio del petróleo. A pesar del comportamiento ascendente del índice, el incremento en el volumen de las importaciones (5,5%) impidió que los ingresos por exportaciones compensen la salida de divisas por importaciones, registrando un déficit de la balanza comercial de 664,3 millones.

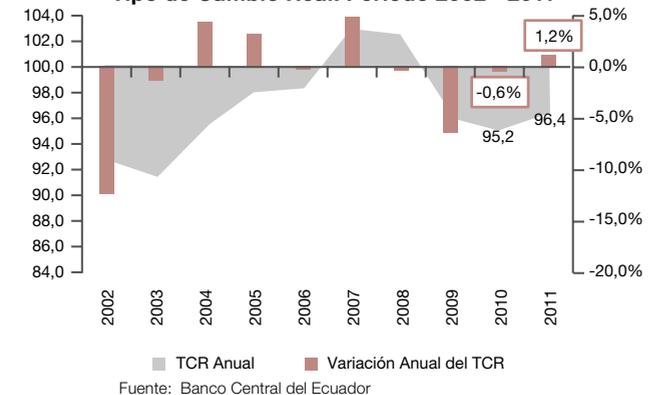
GRÁFICO 41
Evolución de los Términos de Intercambio. Período 2002 - 2011



Tipo de Cambio Real

En el año 2011, el tipo de cambio real continúa en la zona de apreciación. El índice anual se ubicó en 96,4 puntos, es decir, se depreció 1,2% frente al índice del 2010 (95,2 puntos). Si el índice continúa aumentando podría resultar beneficioso para las exportaciones puesto que, los productos ecuatorianos se vuelven más baratos en relación a los de sus socios comerciales.

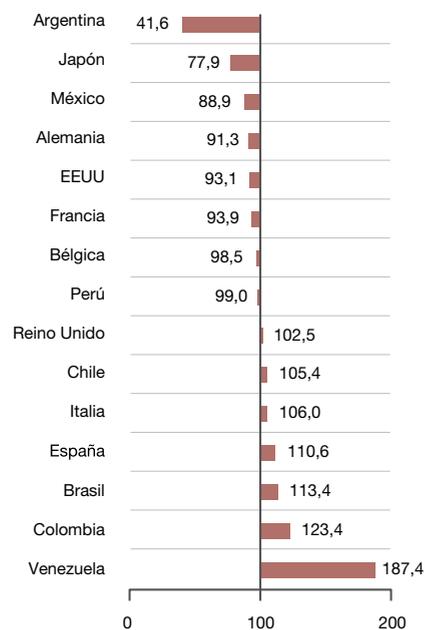
GRÁFICO 42
Tipo de Cambio Real. Período 2002 - 2011



El tipo de cambio real bilateral, está fuertemente depreciado con Venezuela, puesto que presenta un índice de 187,4 puntos. Este resultado es menor en 2,2% respecto al índice de 2010 (191,7%).

Adicionalmente, el tipo de cambio real se encuentra depreciado con Colombia, Brasil, España, Italia, Chile y Reino Unido. En el 2011, estos países registran índices más depreciados a los presentados en el 2010. Adicionalmente, se destaca que, de todos los países con los cuales Ecuador mantiene un tipo de cambio real depreciado, los únicos con los que registra una balanza comercial negativa son Colombia y Brasil con déficit de USD 1.118,4 y USD 799,5, respectivamente.

GRÁFICO 43
Tipo de Cambio Bilateral Real.
Promedio Año 2011

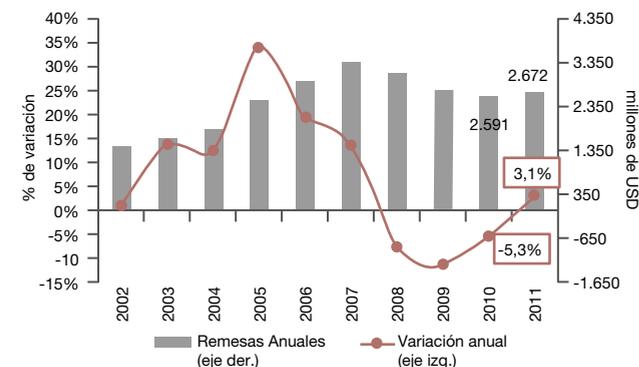


Fuente: Banco Central del Ecuador

1.3.3 Remesas

Las remesas se incrementaron de USD 2.591 millones en el 2010 a USD 2.672 millones en el 2011, es decir, un 3,1% de variación anual. Si bien desde el año 2009, en que se afrontó una fuerte crisis internacional, se observa una tendencia creciente, las remesas del año 2011 no superan el nivel alcanzado en el año 2006, 2007, 2008 y 2009. De hecho, los USD 2.591 millones del 2011 representan un 19,9% menos del valor de las remesas del año 2007 (USD 3.335 millones), año en el que se registró el monto más alto de remesas recibidas desde el exterior.

GRÁFICO 44
Evolución de las Remesas.
Período 2002 - 2011



Fuente: Banco Central del Ecuador

El incremento de las remesas en 2011 se explica en mayor medida por la expansión registrada en el primer semestre del año, período en el que se presentó una variación del 9,8% respecto al primer semestre del 2010. Por el contrario, en el segundo semestre del año las remesas decrecen 2,9% en relación a igual período del 2010. En este sentido, al realizar el análisis de la tasa de variación anual acumulada, se observa que el crecimiento se desacelera a partir del período enero – septiembre, período en el que las remesas registran un incremento anual del 5,8%. Al concluir el año, en el período enero – diciembre, la tasa de variación anual alcanzó 3,1%. Esta cifra no fue tan alta como los porcentajes de crecimiento presentados a inicios del año, sin embargo, la variación es positiva a pesar de la crisis que soportan algunos países europeos en los que se radican migrantes ecuatorianos.

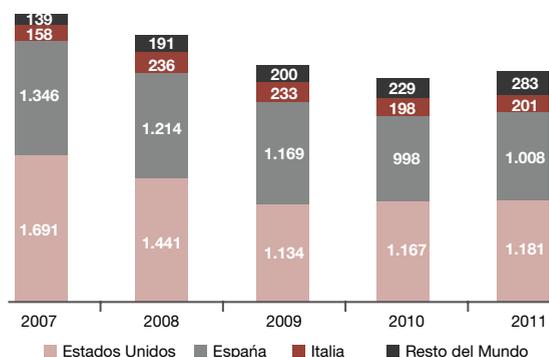
De hecho, el monto recibido de remesas tanto de España como de Italia se incrementa. En el primer caso se pasa de USD 998 millones en el 2010 a USD 1.008,4 millones en el 2011, es decir una expansión de 1,0%. Cabe destacar que, el flujo de remesas recibidas de España constituye el 37,7% del total de remesas de trabajadores ingresadas al país.

Respecto a las remesas de Italia, éstas aumentan en 1,3%, alcanzando en el 2011 los USD 200,6 millones. Este monto equivale al 7,5% de las remesas del país.

Por otro lado, el flujo de remesas que ingresó al país desde Estados Unidos fue de USD 1.180,5 millones, que representa el 44,2% del total de remesas recibidas. El flujo de remesas con ese origen en el 2011 es mayor en 1,2% (USD 13,9 millones más) al valor ingresado en el 2010 (USD 1.166 millones).

Se observa que, la participación de las remesas recibidas desde México en el total de remesas presenta un incremento de 1,7% en el 2010 a 2,1% en el 2011. Las remesas provenientes de México aumentaron de USD 42,9 millones a USD 55,6 millones.

GRÁFICO 45
Evolución de las Remesas por País de Origen.
Período 2007 – 2011



Fuente: Banco Central del Ecuador

En cuanto a las remesas enviadas del Ecuador al mundo, éstas ascienden a USD 140,8 millones, es decir un incremento del 9,1% respecto a las remesas remitidas en el 2010. Este resultado se explica principalmente por el aumento de las remesas enviadas a Argentina y China, países que registran una variación anual de 68,5% y 23,4%, respectivamente. Cabe destacar que el principal país al cual se remiten remesas es Colombia, con una participación de 37,6% en el total de remesas enviadas. Este país registra un crecimiento de 1,3% entre lo enviado en el 2010 y lo enviado en el 2011.

II. CRITERIOS DE CONVERGENCIA Y GRADO DE CUMPLIMIENTO

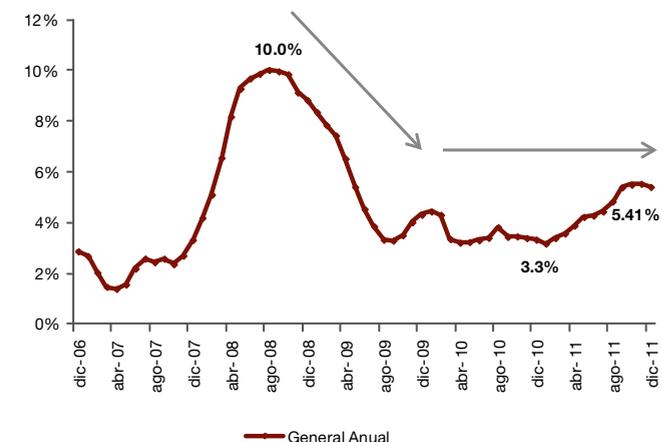
2.1 EVOLUCION DE LOS PRECIOS

Respecto a este primer criterio de convergencia, Ecuador desde hace varios años ha venido cumpliendo con la meta de alcanzar una tasa de inflación de un dígito a fines de año. A diciembre de 2010 la inflación promedio se ubicó en 4.47%.

La tendencia de la inflación anual es a estabilizarse a los largo del tiempo, ya que desde agosto del 2008 hasta diciembre del 2011 se observa como la curva inflacionarios se desacelera.

En efecto, para el último mes del año del 2011, la inflación anual se ubicó en 5,41%, cifra que fue fuertemente afectada por los precios de alimentos, cuya inflación fue de 6,8%. Evidentemente, desde el año 2007, los precios de los alimentos y bebidas no alcohólicas, superan a la inflación general, provocando que el nivel de precios al final de cada período no continúe con tendencia decreciente, sino más bien, a desacelerarse en su variación anual.

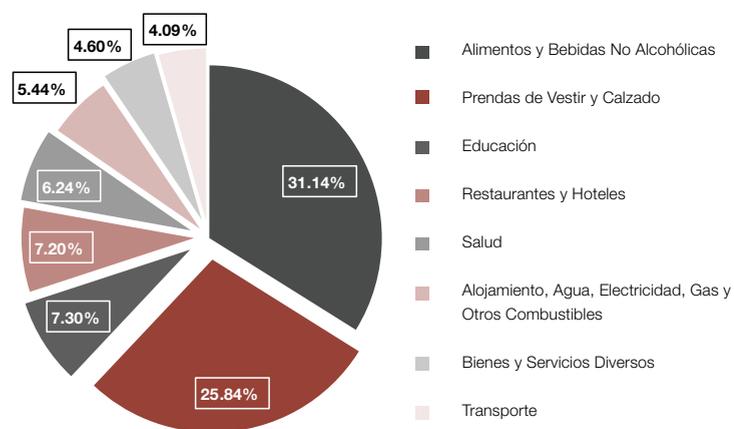
GRÁFICO 46
Evolución de la Inflación Anual General



Principales aportes a la inflación por división y productos (incidencia)

Si bien, la división de alimentos es la que más influye sobre el nivel de precios con 31,1% de incidencia anual, también existen otros productos que inciden en la inflación, entre ellos se encuentran las prendas de vestir, y calzado con una contribución del 25,8%, seguido de educación con 7,3% y finalmente restaurantes y hoteles con 7,2%.

GRÁFICO 47
Incidencia en la inflación anual según división de artículos

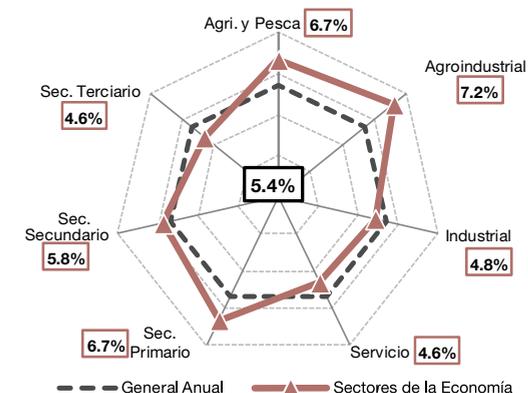


Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos.

En este contexto, al observar la participación de cada división de artículos en la inflación anual, se debe determinar qué tipo de bien afecta directamente a la desaceleración del nivel de precios, ya sea este transable o no transable. Así de esta manera, los bienes transables a diciembre del 2011, presentaron una inflación de 5,7%, mayor a la inflación general, destacándose por su nivel de incidencia los artículos como: pescados frescos con 4,05% de contribución, seguido de la papa chola con 4,03%, huevos de gallina (3,44%), aceite vegetal (2,79%), presas de pollo (2,16%) y cigarrillos con 2,09%. Por otra parte, la inflación anual de los bienes no transables se ubicó en 4,9%, menor que la inflación general. Dentro de este grupo los artículos con mayor incidencia fueron: almuerzos con 4,9% de contribución, pan corriente con 4,1%, seguido de entradas a partidos de fútbol (3,13%) y finalmente servicios de enseñanza primaria con 2,3%.

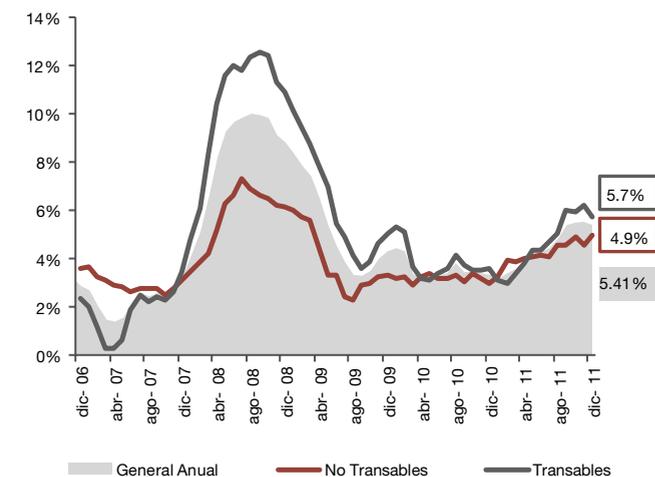
Claramente se ve reflejado que los productos con mayor incidencia en la inflación anual corresponden a la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, perteneciente al sector primario. Sin embargo, el sector servicios también presenta una importante incidencia en el nivel de precios al cerrar el año 2011. En efecto, mayor inflación se presentan en el sector primario, específicamente en la agroindustria con 7,2% de inflación anual mayor a la del 2010 con 6,5% ; seguido de 4,8% del sector industrial, mientras que en el 2010 fue de 2% y finalmente para el sector servicios con 4,6% al 2011, mayor a la presentada en el 2010 con 2,7%.

GRÁFICO 48
Inflación anual por Sectores Económicos



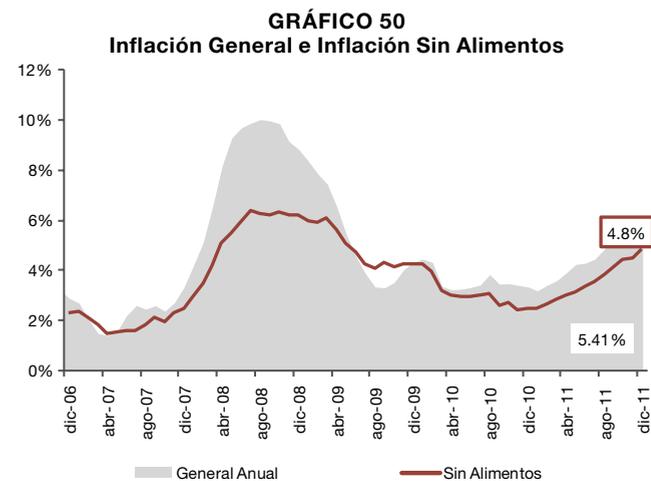
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos.

GRÁFICO 49
Inflación Anual Transables y No transables



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos

Si bien para el 2011, la inflación general fue afectada fuertemente por el rubro de alimentos, la inflación sin alimentos presentó una tendencia estable y por debajo de la inflación general los últimos tres trimestres del año. Efectivamente, el promedio de la inflación general anual para el 2011 fue de 4,5%, mientras que la inflación sin alimentos se ubicó en 3,6%.



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos

En conclusión para el 2011, el nivel de precios presenta un escenario estable, condicionado por la división de alimentos. Adicionalmente el crecimiento económico de nuestros socios estratégicos ha dado lugar a presiones inflacionarias internas en cada uno de los países, y ese efecto se ve reflejado en el creciente nivel de precios. Este resultado se ha presentado en la mayoría de países latinoamericanos, especialmente en el rubro de alimentos y combustibles, y en ciertos casos en servicios de transporte. Si bien, los bienes más volátiles han presentado este comportamiento creciente en su nivel de precios, los combustibles juegan un papel muy importante, ya que, a partir de este, se debe empezar a monitorear la inflación subyacente¹², enmarcada en la creciente demanda interna, de actividades como transporte y manufactura en general. De igual manera el crecimiento económico de países asiáticos determinará el comportamiento de los bienes transables a nivel mundial para el próximo 2012.

12. **Inflación subyacente:** Este subconjunto de bienes y servicios se calcula sin los rubros más volátiles de la canasta del IPC, generalmente se prescinde de alimentos y bienes y servicios controlados.

2.2 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

El segundo criterio de convergencia hace referencia al déficit del Sector Público No Financiero de cada país miembro de la CAN, el mismo que “no debería exceder del 3% del PIB; transitoriamente, durante el período 2002, 2006, podría ser de 4% del PIB”. Para el año 2011, el Ecuador registraría un déficit de -1.0% del PIB.

OPERACIONES DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO –SPNF–

Debido a los múltiples cambios tanto constitucionales, legales e institucionales que se han presentado en el ordenamiento del Sector Público No Financiero ecuatoriano que iniciaron en el año 2008, el ente Rector de las Finanzas Públicas ha implementado un proceso de actualización y mejora continua de la metodología de compilación de las estadísticas de finanzas públicas, proceso que ha permitido incorporar un mayor número de unidades institucionales de origen público que antes no estaban incluidas en las estadísticas oficiales, consecuencia de este proceso a continuación se presentan los resultados provisionales del ejercicio fiscal 2011, año en el que se incorporó en los registros de las operaciones del SPNF a las instituciones de la Seguridad Social de la policía y las fuerzas armadas (ISSPOL, ISSFA) y el pago de los servicios por la exploración y exportación de petróleo crudo de los contratos firmados por la Secretaría de Hidrocarburos.

Para el año 2011 las operaciones del SPNF registran un resultado global¹³ de USD -674,7 millones, lo que implica una reducción del déficit fiscal con respecto al año 2010 (USD -275,9 millones), esta mejora se debe principalmente al mayor dinamismo de los ingresos del SPNF como resultado del incremento en el precio del barril de petróleo en los mercados internacionales, y a la estabilización de las metas operativas del sector petrolero y mayores recaudaciones tributarias, a pesar del mayor dinamismo en el gasto público en especial el gasto de capital.

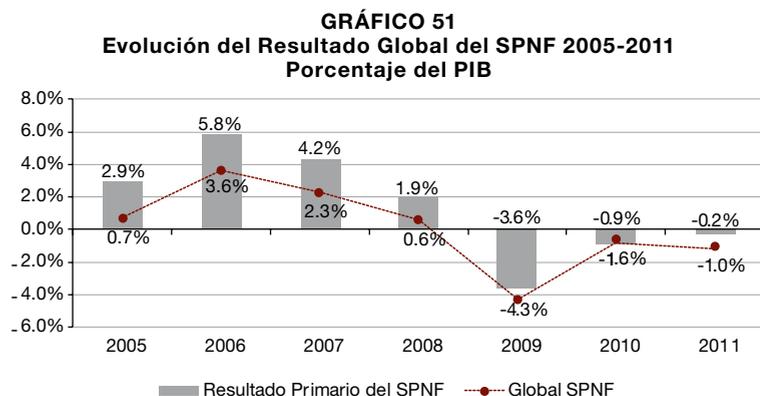
CUADRO 3
Sector Público No Financiero
(en millones de dólares)

SPNF	2010	2011	Variación USD
Total Ingresos	23,172	31,495	8,323
Total Gastos	24,123	32,170	8,047
Resultado Global	-950.7	-674.7	276
Resultado Primario	-537.9	-161.6	376
Resultado Global / PIB	-1.60%	-1.00%	
Resultado Primario / PIB	-0.90%	-0.20%	

Fuente: MF y otras entidades del SPNF

13. En el registro en el formato de la base fiscal el resultado global se calcula como diferencia entre los ingresos efectivos y gastos devengados, datos efectivos a noviembre del 2011 y proyectados de diciembre 2011.

Como se puede apreciar en el siguiente gráfico, en el periodo 2005-2011, únicamente para el año 2009 el Ecuador presentó un resultado fiscal deficitario superior 3% del PIB.



Fuente: Ministerio de Finanzas y entidades del SPNF
Elaboración: MF/SPF

El total de ingresos efectivos del SPNF en el año 2011 alcanzó los USD 31.495,3 millones, siendo USD 8.323,1 millones mayores a los registrados en el año 2010 (USD 23.172,2 millones). El incremento de los ingresos se originó principalmente en las categorías de ingresos petroleros¹⁴ y tributarios.

CUADRO 4
Información fiscal de los Ingresos del Sector Público No Financiero*
Período: 2010-2011

	2010	2011	2010	2011	Crecimiento nominal	Crecimiento porcentaje
	Millones de dólares		% del PIB			
INGRESOS	23,172.2	31,495.3	40.0%	47.8%	8,323.1	35.9%
Ingresos	7,844.4	13,031.4	13.5%	19.8%	5,186.9	66.1%
Exportación	7,844.4	13,031.4	13.5%	19.8%	5,186.9	66.1%
Ingresos no petroleros	13,984.4	16,562.6	24.1%	25.1%	2,578.2	18.4%
Ingresos tributarios	8,667.0	9,764.9	14.9%	14.8%	1,097.9	12.7%
Impuesto a la renta	2,353.1	3,030.2	4.1%	4.6%	677.1	28.8%
IVA	3,759.4	4,200.3	6.5%	6.4%	441.0	11.7%
ICE	530.2	617.9	0.9%	0.9%	87.6	16.5%
Arancelarios	1,152.4	1,155.6	2.0%	1.8%	3.2	0.3%
Otros	871.9	760.9	1.5%	1.2%	-111.0	-12.7%
Contribuciones a la Seguridad Social	2,540.4	3,870.3	4.4%	5.9%	1,329.9	52.4%
Otros	2,777.0	2,927.3	4.8%	4.4%	150.3	5.4%
Resultado Operacional de las empresas públicas	1,343.4	1,901.4	2.3%	2.9%	558.0	41.5%

Fuente: Ministerio de Finanzas y entidades del SPNF
Elaboración: MF/SPF
Nota: * datos efectivos a noviembre del 2011 y proyectados para diciembre 2011.

En los ingresos petroleros se debe recalcar que el incremento de los mismos está asociado principalmente al aumento sostenido del precio en los mercados internacionales del petróleo crudo y al cumplimiento de las metas operativas.

El 30.3% de los ingresos brutos petroleros del año 2011 fueron dirigidos al financiamiento de las importaciones de derivados, el 29,8% se destinó al pago de costos, gastos e inversiones y el 40,0% ingresó directamente al Estado Central (Gobierno Central).

CUADRO 5
Ingresos Petroleros Brutos Nacionales
En millones de USD

	2011* Anual	Representación porcentual respecto a los ingresos petroleros brutos
Ingresos Brutos Petroleros Nacionales	16,703.4	
Menos		
Importación de Derivados	5,065.5	30.3%
Empresas Públicas (sin Derivados)	3,249.3	19.5%
EP Petroecuador	2,151.4	12.9%
Petroamazonas EP	1,097.9	6.6%
Ley 10	142.3	0.9%
Empresas Privadas / SH (1)	1,564.0	9.4%
Gobierno Central	6,682.3	40.0%

* Cifras provisionales sujetas a revisión
(1) Hasta el año 2010 se registra el ingreso por la exportación privada de petróleo crudo, a partir del año 2011 se registra el pago de servicios de los contratos de la Secretaría de Hidrocarburos.

En lo concerniente a los ingresos tributarios, estos registraron incrementos en todas las categorías, con respecto al año anterior. Los tributos presentaron un crecimiento del 12.7% respecto al año 2010.

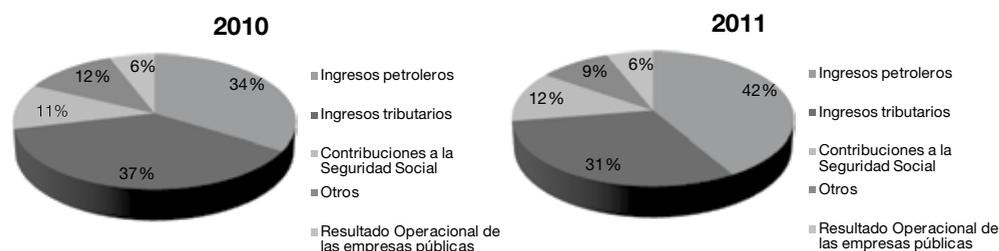
En referencia al incremento de los otros ingresos del SPNF, esto se debe principalmente al crecimiento de los ingresos no tributarios.

El mejoramiento en el resultado operacional de las empresas públicas está fuertemente influenciado por las Empresas Petroleras Públicas, que registraron un incremento significativo en los reconocimientos de costos e inversiones por las operaciones petroleras.

La composición de los ingresos efectivos del SPNF en el año 2011 es la siguiente: Petroleros 42%; Tributarios 31%; Contribuciones Seguridad Social 12%; Otros 9%; y Resultado Operacional Empresas Públicas 6%, lo que implica que existió un cambio en la composición de los ingresos del SPNF, los ingresos petroleros incrementaron su participación en 8%; mientras que los ingresos tributarios presentaron una disminución del 6% (en comparación con el año 2010).

14. Los ingresos petroleros incluye las operaciones de la Cuenta de Financiamiento de Derivados Deficitarios -CFDD- y el pago de los servicios de los contratos firmados por la Secretaría de Hidrocarburos.

GRÁFICO 52
Composición de los Ingresos Efectivos del SPNF



Fuente: Ministerio de Finanzas y entidades del SPNF
Elaboración: MF/SPF

Los gastos del SPNF alcanzaron los USD 32.170,0 millones en el año 2011, incrementándose en USD 8.047,2 millones respecto al año 2010 (USD 24.122,9 millones).

CUADRO 6
Información Fiscal de los Gastos del Sector Público No Financiero*
Periodo 2010-2011

Concepto	2010		2011		Crecimiento Nominal	Crecimiento Porcentual
	Millones de dólares		% del PIB			
GASTOS TOTALES	24,122.9	32,170.0	41.6%	48.8%	8,047.2	33%
Gasto Corriente	16,905.4	22,344.2	29.2%	33.9%	5,438.9	32%
Intereses	412.8	513.1	0.7%	0.8%	100.3	24%
Externos	377.3	461.3	0.7%	0.7%	84.0	22%
Internos	35.5	51.9	0.1%	0.1%	16.3	46%
Sueldos y salarios	6,785.8	7,461.0	11.7%	11.3%	675.2	10%
Compra de bienes y servicios	2,090.2	2,556.1	3.6%	3.9%	465.9	22%
Prestaciones de seguridad social	2,245.3	3,300.0	3.9%	5.0%	1,054.7	47%
Otros	5,371.3	8,514.0	9.3%	12.9%	3,142.7	59%
Gasto de Capital y préstamo neto	7,217.5	9,825.8	12.4%	14.9%	2,608.3	36%
Formación bruta de capital	6,570.9	9,492.2	11.3%	14.4%	2,921.3	44%
Gobierno central	3,698.1	5,683.5	6.4%	8.6%	1,985.4	54%
Resto del Gobierno General	1,378.6	1,602.0	2.4%	2.4%	223.3	16%
Empresas Públicas	1,494.2	2,206.7	2.6%	3.3%	712.5	48%
Otro gasto de Capital	646.6	333.6	1.1%	0.5%	-313.0	-48%
Resultado Global (Sobre la línea)	-950.7	-674.7	-1.6%	-1.0%	276.0	-29%
Resultado Primario	-537.9	-161.6	-0.9%	-0.2%	376.3	-70%

Fuente: Ministerio de Finanzas y entidades del SPNF
Elaboración: MF/SPF
Nota: * datos efectivos noviembre 2011 y proyectados de diciembre 2011.

La categoría de gasto devengado con mayor incremento en el año 2011 fue la importación de los derivados del petróleo. Este tipo de gasto pasó de USD 3.466,44 millones en el año 2010 a USD 4.660,87 millones en el año 2011, observándose un incremento interanual de USD. 1.194,4 millones, debido al alza en el precio promedio de importaciones (USD/bl 118,24).

Los gastos en sueldos y salarios presentan para el año 2011 un incremento del 10,0% con respecto al año 2010, el alza es influenciada por la incorporación de nuevas partidas en el sector educativo, salud y nuevas entidades en el Presupuesto General del Estado, por otra parte el aumento en los gastos en intereses corresponde a los mayores niveles de endeudamiento público.

Los gastos de la formación bruta de capital fijo del SPNF en el año 2011 son de USD 9.492,2 millones, superior en USD 2.921,3 a los niveles registrados en el año 2010 (USD 6.570,9 millones), el incremento en el gasto de capital esta principalmente originado en el Gobierno Central y las Empresas Públicas.

La reducción de Otros Gastos de Capital está originado por el desempeño del préstamo neto de la seguridad social, en esta categoría de gasto se registra la entrega neta de recuperaciones de créditos hipotecarios, quirografarios y prendarios realizada por el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social.

En el año 2011 se incrementan en los otros gastos corrientes, los gastos de la Secretaría de Hidrocarburos con USD 1.766,6 millones de dólares para la administración de contratos petroleros y el transporte del crudo de las empresas privadas en la nueva modalidad de administración petrolera. Adicionalmente es importante señalar que las prestaciones del ISSFA e ISSPOL se situaron en USD 802,2 millones, registro que se incorpora en el año 2011.

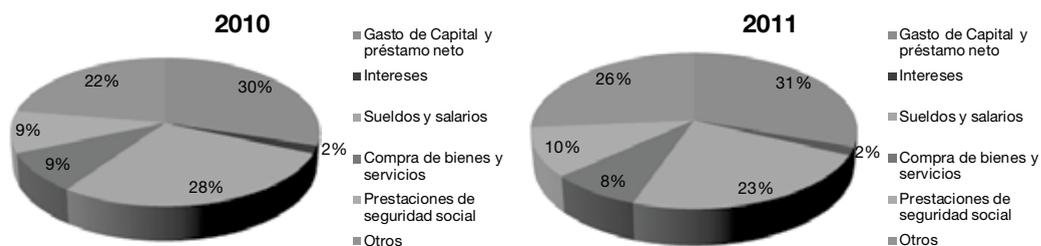
CUADRO 7
Otros Gastos Corrientes
Millones de dólares

	2010	2011
Otros	5,371.3	8,514.0
Otros GC	1,089.2	1,528.9
Seguridad Social	301.1	-
Petroecuador	216.6	-
GAD'S	297.9	521.5
CDFF	3,466.4	4,660.9
SH	-	1,766.6
Otros	-	36.1

Fuente: Ministerio de Finanzas

La composición de los gastos devengados del año 2011, es la siguiente: inversión 31%; sueldos y salarios 23%; otros 26%; prestaciones seguridad social 10%; bienes y servicios 8%; e intereses 2%, lo que implica que no existió un cambio significativo en la composición de los gastos del SPNF en comparación con el año 2010.

GRÁFICO 53
Composición Gastos Devengados SPNF



Fuente: Ministerio de Finanzas y entidades del SPNF
Elaboración: MF/SPF

2.3 ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

El tercer criterio de convergencia se refiere al endeudamiento público y establece que el saldo de la deuda pública (externa e interna) del sector público consolidado no excederá del 50% del PIB al final de cada ejercicio económico. Cada país definirá de manera particular el ejercicio económico a partir del cual se aplicará esta meta, sin exceder el año 2015.

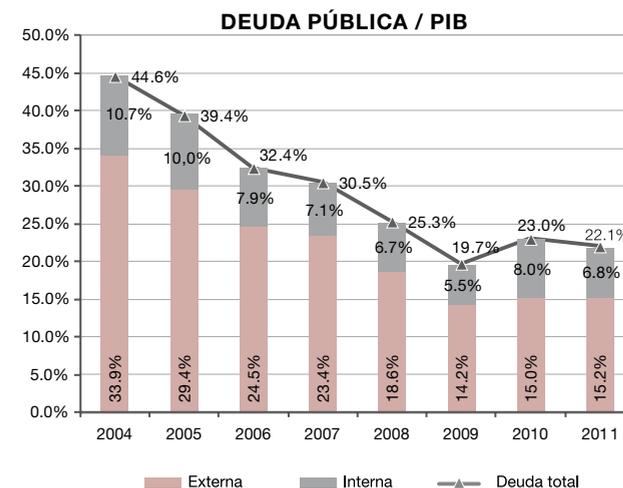
Al respecto, el marco regulatorio del Ecuador en el Código de Planificación y Finanzas Públicas en el Artículo 124.- la regla macrofiscal relativa al límite de endeudamiento público es de hasta el 40% del PIB, en el cual no se incluyen los títulos valores emitidos por Estado Ecuatoriano con vencimiento menor a un año, así como deuda contratada por las Empresas Públicas que no requieran de garantía soberana.

Para el 2011, el endeudamiento público alcanzó el 22,1% del PIB; porcentaje que no incluye deuda contingente, atrasos y otros.

A fin de caracterizar el endeudamiento público en el Ecuador, es importante recalcar que el Estado Central (Gobierno Central) es la entidad con mayores obligaciones de gasto del Sector Público y es por tanto la que necesita buscar mayor financiamiento.

De acuerdo con lo establecido en las programaciones presupuestarias plurianuales, el porcentaje Deuda/PIB pasa de 44,57% al 31 de diciembre de 2004 a 22,10% el 31 de diciembre de 2011.

GRÁFICO 54
Evolución de la deuda pública

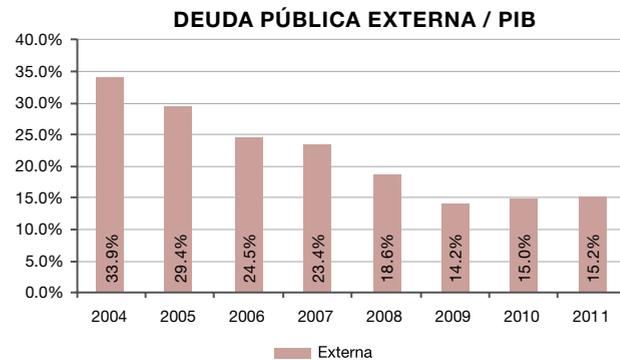


Fuente: Ministerio de Finanzas

Históricamente, el comportamiento del saldo de Deuda Externa ha presentado una tendencia elevada sin mayores cambios, resaltando un quiebre hacia la baja en el año 2000, debido principalmente a la renegociación de la deuda en este año. Posteriormente, se realizó una colocación internacional de bonos (Global 2015) en el año 2005 por un valor de USD 650 millones, para el año 2006 se realizó el pago anticipado de los Bonos Global 2012 de USD 740 millones y una recompra en el año 2009 de Bonos Global 2012 y 2030 de 2.899,3 millones (Valor nominal).

Los desembolsos externos recibidos en el años 2011, fueron por USD 2,433.7 millones provenientes principalmente del BID USD 393,7 millones, CAF USD 319,1 millones y de Gobiernos USD 1,712.5, en tanto que los desembolsos internos fueron por USD 552.6 millones correspondientes a Bonos de Largo Plazo (No incluye CETES).

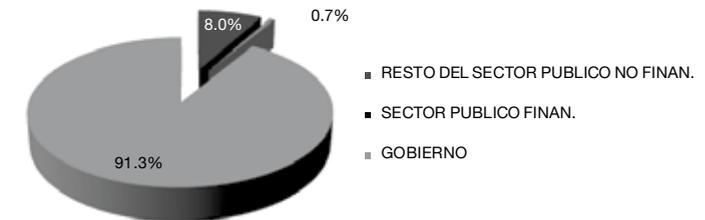
GRÁFICO 55
Evolución de la deuda externa pública



Fuente: Ministerio de Finanzas

El endeudamiento externo¹⁵ del Sector Público Ecuatoriano -SPE- asciende a USD 10.055,3 millones al 31 de diciembre de 2011 (Gráfico No. 06). De este monto, apenas USD 69,6 millones corresponden a deuda contratada por el Sector Público Financiero -SPF-. Por su parte, el Gobierno Central registra un monto de USD 9.177,6 millones que representa el 91,3% del total del SP, lo cual denota una alta concentración de la deuda externa en este nivel de gobierno (Gráfico No.6), dejando un 8,0% en otras entidades del SPNF.

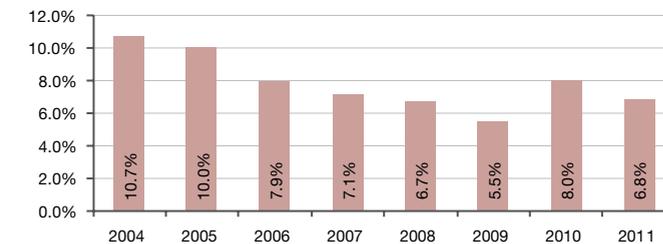
GRÁFICO 56
Deuda Pública por deudor
(Participación porcentual)



Fuente: Ministerio de Finanzas

El saldo de la deuda pública interna emitida por el Estado Central (Gobierno Central) asciende a USD 4.506,5 millones al 31 de diciembre de 2011¹⁶. De este valor, USD 108,7 millones se encuentran en tenencia del sector privado en bonos AGD; y, USD 2.962,6 millones en bonos en el IESS. Mientras que USD 762,13 millones correspondientes a la consolidación con el IESS y USD 85,74 millones en Convenios de Crédito de Mutuo con el BEDE.

GRÁFICO 57
Deuda Pública interna / PIB
(Valores porcentuales)



Fuente: Ministerio de Finanzas

15. No incluye el contrato de compra venta de petróleo crudo entre EP Petroecuador y Petrochina que incluye pago anticipado.

16. Este valor corresponde a la base mixta en la cual se lleva el endeudamiento público en el Ecuador y no incluyen título valores con vencimientos menores a 365 días.

El saldo de la deuda interna del Estado Central (Gobierno Central) al 31 de diciembre de 2011 incluye la consolidación del año 2010 de la deuda con la Seguridad Social por concepto de los atrasos en la asignación del 40% para el pago de las pensiones jubilares.

CUADRO 8
Estadísticas de deuda pública y otros flujos de financiamiento del SPNF

Dic-11		
Obligación	millones de dólares	% del PIB
Deuda Pública Interna	4,507	6.8%
Deuda Pública Externa	10,055	15.2%
CETES	420	0.6%
Deuda Flotante	376	0.6%
Obligaciones Comerciales de pago del SPNF	843	1.3%
Deuda Contingente	630	1.0%
TOTAL	16,831	25.5%

Fuente: Ministerio de Finanzas

Fuente: BCE

Nota: No incluye Ecuador TLC (Petrobras)

Deg's y CETES cotización a fin de mes.

Deg's (288.36 millones de deg's a 1.55602 c/u en feb 29)

Corresponde a la diferencia entre la asignación y la tenencia de DEG's; valor resultante del canje del Sector Público por divisas

En la cuantificación de las obligaciones del Estado a Diciembre del 2011 se incluyen la Deuda Interna (USD 4,507 millones), Deuda Externa (USD 10,055 millones), los Certificados de Tesorería (USD 420 millones) los mismos que son obligaciones menores a 365 días, Deuda Flotante (USD 376 millones) que son las diversas cuentas pendientes de pago, las Obligaciones Comerciales del SPNF (USD 843 millones) y la deuda Contingente (USD 630 millones).

PERÚ



Foto: PROMPERÚ

INFORME DE SEGUIMIENTO DE LAS METAS DE CONVERGENCIA MACROECONÓMICA DE PERÚ



Banco Central de Reserva
del Perú



Ministerio de Economía y
Finanzas
República de Perú

RESUMEN EJECUTIVO

Durante el año 2011 la economía peruana creció a una tasa de 6,9 por ciento, igual al promedio de los últimos ocho años. Luego de crecer 8,8 por ciento en 2010, en el transcurso de 2011 la tasa de crecimiento se fue moderando hacia niveles más cercanos al crecimiento del producto potencial.

El consumo privado tuvo en 2011 un dinamismo mayor al de 2010, al registrar una tasa de crecimiento de 6,4 por ciento frente a una tasa de 6,0 por ciento. Este incremento se sustenta en el dinamismo del ingreso nacional disponible (7,1 por ciento), en los altos niveles de confianza del consumidor y en la expansión del crédito (20,4 por ciento) y el crecimiento del empleo (5,4 por ciento).

La inversión privada creció 11,7 por ciento durante el año 2011. Si bien se observaron tasas de hasta 2 dígitos en la primera mitad del año, el impacto de un entorno internacional de mayor riesgo y la incertidumbre propia del período electoral redujeron el dinamismo de la inversión en el segundo semestre del año. Por su parte, la inversión pública disminuyó 17,8 por ciento en el año 2011. Hacia finales del año se observó un mayor nivel de ejecución en proyectos de inversión de los gobiernos regionales y locales.

Durante 2011 el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos fue de US\$ 2 267 millones, equivalente a 1,3 por ciento del PBI, menor al déficit de 1,7 por ciento del producto de 2010. Este resultado refleja, en gran medida, la mejor evolución de las exportaciones las cuales aumentaron 8,5 por ciento en términos de volumen y 20,0 por ciento en términos de precios, respecto al año anterior.

El Sector Público no Financiero (SPNF) registró en el año 2011 un superávit económico de 1,9 por ciento del PBI, frente al déficit de 0,3 por ciento registrado en 2010. La mejora en el resultado fiscal provino tanto de la mayor recaudación asociada a los favorables precios de nuestros productos en los mercados externos y al alto dinamismo de la demanda interna, como del bajo nivel de gasto observado en todas las instancias de gobierno y que afectó particularmente la dinámica de la inversión pública.

En el año 2011 la inflación fue 4,74 por ciento, ubicándose transitoriamente por encima del rango meta, debido a una serie de choques externos e internos que afectaron los precios de los alimentos (precios internacionales de los commodities y anomalías climatológicas) y de los combustibles. Sin embargo, el indicador de inflación excluyendo alimentos y combustibles, que se usa a nivel internacional para excluir los choques de oferta, fue de 2,4 por ciento el 2011.

Durante los primeros cinco meses del año el Directorio del Banco Central elevó cada mes la tasa de referencia en 25 puntos básicos, con lo cual la tasa aumentó de 3,0 por ciento en diciembre de 2010 a 4,25 por ciento en mayo de 2011. Los ajustes en la tasa de referencia fueron acompañados por aumentos en la tasa de encaje medio en moneda nacional y en moneda extranjera. Estas medidas se dieron en un contexto de alto dinamismo de la demanda interna y de aumento internacional de los precios de alimentos y combustibles. Con ello, el Banco Central buscaba que las expectativas de inflación converjan al rango meta de inflación.

Ante un escenario internacional de desaceleración de la actividad económica, en particular en Europa, y con altos riesgos de una crisis fiscal generalizada en dicha zona, el BCRP mantuvo su tasa de referencia en 4,25 por ciento desde junio de 2011. Esta posición de política monetaria de pausa tuvo un carácter preventivo y fue consistente con la convergencia de la inflación al nivel meta en 2012.

Las reservas internacionales netas aumentaron en US\$ 4 711 millones durante 2011, acumulando un saldo de US\$ 48 816 millones al cierre del año. Este nivel es equivalente a cerca de 6 veces el total de obligaciones de corto plazo y a 28 por ciento del PBI.

A diciembre de 2011 el monto total de deuda pública alcanzó los US\$ 38,3 miles de millones, 21,7 por ciento del PBI. Ello se explica principalmente por la disminución de la deuda externa de 12,9 por ciento a 9,4 por ciento del PBI.

I. ASPECTOS FUNDAMENTALES PARA LA EVALUACIÓN DE LAS METAS DE CONVERGENCIA EN EL AÑO 2011

El presente informe evalúa el grado de cumplimiento del Programa de Acciones de Convergencia (PAC) de Perú del año 2011, es decir, concentra la atención en los resultados de inflación, déficit fiscal y deuda pública, para los cuales la Comunidad Andina de Naciones (CAN) ha establecido metas de convergencia comunitarias. Para efectuar esta evaluación, se revisa previamente el desempeño macroeconómico global de la economía peruana teniendo como referencia el PAC del Perú del año 2011.

Para el año 2011, las metas de convergencia macroeconómica comunitaria para los países miembros de la Comunidad Andina son: 1) inflación anual de no más de un dígito, 2) déficit del Sector Público No Financiero menor o igual al 3 por ciento del PBI, y 3) niveles de deuda pública no mayores al 50 por ciento del PBI. Sin embargo, como se señaló líneas arriba, dado que las metas nacionales asociadas a estas variables son más restrictivas, la evaluación va a considerar las metas nacionales en concordancia con lo sancionado en el V Consejo Asesor.

El marco normativo de las metas nacionales está constituido por la meta de inflación del BCRP de 2,0 por ciento con una variación de 1 punto porcentual hacia arriba o hacia abajo¹ y la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTF), y el Marco Macroeconómico Multianual 2012 – 2014 revisado, aprobado por el Consejo de Ministros, el cual describe los lineamientos generales del programa económico del gobierno para el período, incorpora las metas básicas y proyecta la deuda pública.

En el presente informe se hace énfasis en el análisis de la evolución del PBI, por su importancia macroeconómica y su repercusión en el empleo, del mismo modo se evalúa el comportamiento de la inflación y los esfuerzos de la política fiscal por resguardar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

1. A partir de 2006 esta meta se mide de manera continua. En caso existiera una desviación de la inflación fuera del rango meta, el BCRP evaluará las acciones necesarias para retornar a dicho rango, tomando en cuenta los rezagos con que opera la política monetaria.

Las cifras de cierre del año 2011 consideradas en el presente informe corresponden a la información publicada en la Nota Semanal No. 13 del BCRP de 2012. Para el análisis del desempeño macroeconómico del 2011 se utilizó el Reporte de Inflación del BCRP del mes de marzo reciente.

II. EVOLUCIÓN ECONÓMICA EN EL 2011

2.1. Sector real

En el año 2011 la economía peruana creció 6,9 por ciento, no obstante un entorno internacional menos favorable debido a la crisis de deuda en varios países de la Eurozona. En ese contexto, la actividad económica pasó de crecer a una tasa de 7,8 en el primer semestre a un incremento de 6,1 por ciento en el segundo semestre, convergiendo así hacia tasas más cercanas a su nivel potencial.

El consumo privado tuvo en 2011 un dinamismo mayor al de 2010, al registrar una tasa de crecimiento de 6,4 por ciento frente a una tasa de 6,0 por ciento. Este incremento se sustenta en el dinamismo del ingreso nacional disponible (7,1 por ciento), en los altos niveles de confianza del consumidor y en la expansión del crédito (20,4 por ciento) y el crecimiento del empleo (5,4 por ciento).

La inversión privada creció 11,7 por ciento durante el año 2011. A lo largo del año se observó una moderación en el crecimiento de esta variable, con tasas de expansión de dos dígitos hasta el segundo trimestre que se redujeron en la segunda mitad del año, en un contexto de retrasos en las decisiones de inversión de las empresas en un entorno de incertidumbre internacional. La inversión pública disminuyó 17,8 por ciento en el año 2011. Hacia finales del año se observó un mayor nivel de ejecución en proyectos de inversión de los gobiernos regionales y locales.

En el año 2011 la producción de los sectores primarios creció 4,4 por ciento, acelerándose respecto a la tasa de crecimiento promedio de 3,7 por ciento registrada durante el período 2004–2010, observándose un comportamiento diferenciado entre los distintos sectores. Así, el sector pesca registró una tasa de 29,7 por ciento creciendo tanto la extracción para consumo humano como para consumo industrial. El subsector agrícola también creció a pesar de condiciones climáticas frías que afectaron la producción de algunos cultivos principalmente en la segunda mitad del año en tanto que el subsector pecuario aumentó 5,2 por ciento evidenciando el mayor consumo de carne de ave, principalmente. De otro lado, la minería metálica decreció por segundo año consecutivo por una menor producción de zinc, plata y plomo.

Los sectores no primarios crecieron 7,4 por ciento en el año 2011, tasa ligeramente menor a la del promedio de 7,5 por ciento registrada en el período 2004–2010. A lo largo del año, la evolución de los sectores no primarios se fue moderando luego de las altas tasas experimentadas el año anterior especialmente en los sectores manufactura no primaria y construcción.

2.2. Sector externo

Las cuentas externas de la economía peruana continúan mostrando bajos niveles de déficit en cuenta corriente resultado tanto de los altos precios de commodities que se vienen observando desde mediados de la década anterior como por el aumento en el volumen de exportaciones, en particular las no tradicionales, en un contexto de diversificación de productos y mercados. En promedio, el déficit en cuenta corriente entre 2006 y 2011 ha sido 0,4 por ciento del producto, el cual ha sido acompañado por importantes flujos de capitales privados de largo plazo que vienen permitiendo asegurar la sostenibilidad de la balanza de pagos en el mediano plazo.

Durante 2011 el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos fue de US\$ 2 267 millones, equivalente a 1,3 por ciento del PBI, disminuyendo respecto al observado en 2010 cuando el déficit ascendió a 1,7 por ciento del producto. Este resultado refleja, en gran medida, la mejor evolución de las exportaciones las cuales aumentaron 8,5 por ciento en términos de volumen y 20,0 por ciento en términos de precios, respecto al año anterior. Por el lado de la cuenta financiera, si bien los flujos de inversión directa extranjera y desembolsos para proyectos se mantuvieron en niveles similares a los de 2010, se registró un menor flujo de desembolsos de largo plazo de la banca y de adquisición de activos por parte de no residentes.

Las exportaciones sumaron US\$ 46 268 millones en el año 2011, lo que representa un incremento de 30,1 por ciento respecto al 2010. El volumen exportado aumentó 8,5 por ciento por mayores envíos de harina de pescado (19,3 por ciento), café (27,8 por ciento) y productos no tradicionales (20,1 por ciento), destacando los productos agropecuarios, pesqueros y químicos.

En los últimos años se ha observado una creciente diversificación en las exportaciones y América Latina se ha constituido en el principal destino de las exportaciones no tradicionales. Esto ha contribuido para que la participación de las exportaciones respecto al producto se eleve desde un 13 por ciento que tenía a principios de la década del 2000 hasta 26,2 por ciento en 2011, siendo este el nivel más alto alcanzado en todo este período.

Las importaciones sumaron US\$ 36 967 millones en el año 2011, mayores en 28,3 por ciento a lo registrado durante 2010. El volumen promedio aumentó 12,8 por ciento, en particular los bienes de consumo duradero, insumos industriales y bienes de capital sin materiales de construcción. Este aumento en el volumen es consistente con el de una economía en expansión, que requiere aumentar sus niveles de inversión y adquirir o renovar capital, así como con el de una población cuyos niveles de ingreso se incrementan lo cual se refleja en una mayor demanda de bienes de consumo duradero.

2.3. Sector financiero

En los primeros cinco meses del año, la política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú se orientó al retiro gradual del estímulo monetario, elevando la tasa de interés de referencia de 3,0 por ciento en diciembre de 2010 a 4,25 por ciento en mayo de 2011.

En este periodo, el incremento de la tasa de interés de referencia se dio en un contexto de incremento internacional de los precios de alimentos y combustibles y de un alto dinamismo de la demanda interna. La reversión del estímulo monetario buscó prevenir que estos factores se trasladaran a las expectativas de inflación de los agentes económicos y por esta vía a la formación del resto de precios de la economía.

Durante los siguientes siete meses del año el Banco Central mantuvo su tasa de referencia en 4,25 por ciento, en un escenario de moderación del crecimiento de la actividad doméstica, de acentuación de la crisis Europea y de menores perspectivas de crecimiento de la economía global. En este contexto de elevada incertidumbre, la posición de política monetaria tuvo un carácter preventivo y buscó que las expectativas de inflación se mantengan ancladas al rango de tolerancia de la meta de inflación.

La elevación de la tasa de referencia de la primera parte del año estuvo acompañada de modificaciones en los regímenes de encaje. Así, durante 2011 se adoptaron las siguientes medidas de encaje:

Enero 2011: Se incorporó como parte del Total de Obligaciones Sujetas al Encaje (TOSE) a las obligaciones de las sucursales en el exterior de bancos locales. Se redujo la tasa de encaje a los adeudados de corto plazo de 75 a 60 por ciento en enero de 2011.

Febrero 2011: Se incrementó en 0,25 puntos porcentuales la tasa de encaje medio en moneda nacional y en moneda extranjera en enero 2011. (Febrero 2011).

Marzo 2011: Se incrementó en 0,50 puntos porcentuales la tasa de encaje medio en moneda nacional y en moneda extranjera.

El incremento en la tasa de referencia en la primera parte del año se transmitió al resto de tasas de interés, en particular a las tasas de menor plazo y menor riesgo crediticio, contribuyendo a generar condiciones monetarias y crediticias para mantener una evolución de la demanda interna compatible con el objetivo de una inflación dentro de la meta. Luego, la pausa en los incrementos de la tasa de referencia se reflejó en una corrección de las tasas de corto plazo a la baja por menores expectativas de incrementos en la tasa de referencia. Estas expectativas de menores tasas de referencia, se reflejaron en una reducción de las tasas de interés preferenciales en el sistema financiero en el segundo semestre del 2011.

La tasa de interés en nuevos soles para el financiamiento a los clientes corporativos se incrementó en la primera parte del año de 3,6 por ciento en diciembre de 2010 a 5,6 por ciento en junio de 2011, como respuesta al incremento en la tasa de referencia de la política monetaria, y luego se redujo hasta alcanzar un nivel a 5,4 por ciento en diciembre de 2011, en respuesta a la pausa en el retiro del estímulo monetario por parte del BCRP.

Por su parte, la tasa promedio de los préstamos en moneda nacional, FTAMN, se redujo de 22,8 por ciento en diciembre de 2010 a 21,3 por ciento en diciembre de 2011. En el caso de las tasas pasivas tanto la tasa de interés de los depósitos hasta

30 días como la tasa de los depósitos a más de 180 días se elevaron durante la primera parte del año, evolución que se revertió parcialmente en el resto del año. Así, entre junio de 2010 y diciembre de 2011 la tasa de interés de los depósitos hasta 30 días se redujo de 4,3 a 3,9 por ciento.

Las tasas de interés en moneda extranjera se mantuvieron estables y en niveles bajos reflejando así bajas tasas de interés en el mercado internacional, las cuales fueron parcialmente compensadas por las medidas de encaje aplicadas por el BCRP. Al cierre del 2011, la tasa activa corporativa en dólares subió 30 puntos básicos, en comparación a diciembre de 2010 (de 2,1 a 2,4 por ciento). Por su parte, la tasa pasiva para depósitos a 30 días se redujo de 0,9 a 0,7 por ciento.

En 2011 el crédito al sector privado creció 23,2 por ciento, 20,4 por ciento en moneda nacional y 26,9 por ciento en moneda extranjera. El crédito en moneda nacional mantuvo una dinámica relativamente estable a lo largo del año, mientras que el crédito en moneda extranjera mantuvo una tendencia creciente en los tres primeros trimestres de año hasta estabilizarse en el cuarto trimestre. Cabe mencionar que incorporando los créditos de las sucursales en el exterior, el crédito al sector privado aumentó 19,0 por ciento en 2011.

En 2011, la dolarización del crédito al sector privado se redujo de 46,3 por ciento a fines de 2010 a 45,2 por ciento, siendo el crédito a los hogares el que mayor reducción ha mostrado en su ratio de dolarización, el mismo que pasó de 26,0 por ciento a 25,1 por ciento. Dentro del crédito a hogares, el segmento que mayor ritmo de desdolarización registró fue el crédito hipotecario, cuyo ratio de dolarización pasó de 51,6 por ciento a 48,8 por ciento. Por su parte, la dolarización del crédito a las empresas se redujo de 56,3 por ciento a 55,6 por ciento.

El Nuevo Sol se apreció 3,9 por ciento en términos nominales en 2011, pasando de S/. 2,807 a S/. 2,697 por dólar, mientras que en términos reales lo hizo en 5,8 por ciento. A lo largo del año, el tipo de cambio mostro un comportamiento diferenciado con periodos de depreciación concentrados en los meses de abril, junio y setiembre, asociados al proceso electoral local y a las dificultades para dar solución al problema de deuda de Grecia y periodos de apreciación, principalmente a finales del año, relacionados con la aprobación de los planes de rescate financiero en la zona del euro, y los mejores indicadores de actividad de la economía norteamericana. Durante este periodo, inversionistas no residentes y agentes domésticos elevaron su demanda por dólares, tanto en el mercado spot como en el mercado *forward*.

La incertidumbre generada por el periodo electoral presionó el tipo de cambio al alza, llegando éste a depreciarse hasta en 2,3 por ciento entre el 14 de marzo y el 27 de abril, pasando de S/. 2,767 a S/. 2,831. Similar evolución se observó en setiembre, cuando la inminente moratoria de pagos y la posible salida de la economía griega de la Eurozona, incrementó la aversión al riesgo entre los inversionistas, situación que se reflejó en una depreciación generalizada de las monedas de las economías emergentes, entre ellos el Nuevo Sol, que se depreció en 1,9 por ciento, pasando de S/. 2,725 a S/. 2,778, entre el 8 setiembre y el 4 de octubre. Disipada esta incertidumbre, los mercados financieros internacionales registraron una menor volatilidad y aversión al riesgo, con lo cual las presiones depreciatorias se redujeron.

En este contexto, las intervenciones del Banco Central en el mercado cambiario estuvieron orientadas a reducir la excesiva volatilidad del tipo de cambio. El Banco Central intervino en el mercado cambiario comprando US\$ 3 537 millones, compensando dicha compra con el vencimiento no renovado de CDLD BCRP por US\$ 162 millones.

III. CRITERIOS DE CONVERGENCIA Y GRADO DE CUMPLIMIENTO

3.1. Evolución de los precios

Actualmente, la meta de inflación es de 2 por ciento con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia abajo (1,0 por ciento) y hacia arriba (3,0 por ciento). En este contexto, la política monetaria está dirigida a mantener la tasa de inflación dentro del rango meta. Las desviaciones respecto a la meta por efecto de choques de oferta externos y/o internos son de carácter transitorio y por lo tanto no requieren de un cambio en la postura de la política monetaria.

En el año 2011, la tasa de inflación fue de 4,74 por ciento, luego que a finales del 2010 ésta se ubicara en 2,08 por ciento. Este mayor nivel de inflación del año 2011 se explica tanto por choques externos como internos. Los mayores precios internacionales de commodities desde los últimos meses de 2010 incidieron en los precios domésticos de combustibles y alimentos en los primeros meses del año 2011. En la segunda parte del año, condiciones climatológicas internas afectaron la oferta de algunos productos agrícolas perecederos que se reflejaron en un menor abastecimiento y mayores precios, principalmente entre los meses de agosto y noviembre. Adicionalmente, el aumento de precios del diesel originó un aumento en los pasajes urbanos. La inflación sin alimentos y energía, indicador que excluye estos efectos, fue 2,42 por ciento. Cabe mencionar que las expectativas de inflación de los agentes económicos se mantienen ancladas alrededor de la meta anunciada por el Banco Central (1,0 -3,0 por ciento).

Este resultado está acorde con la meta de inflación comunitaria de la CAN, la cual ha sido fijada en no más de 10 por ciento por año.

Entre los rubros con mayor contribución ponderada positiva a la inflación destacaron comida fuera del hogar, carne de pollo, matrículas, pasaje urbano y gasolina. Los rubros con mayor contribución ponderada negativa a la inflación fueron telefonía, artículos de limpieza, especias y sazónadores, alquiler de vivienda y olluco.

3.2. Evolución de las finanzas públicas

El año 2011 se caracterizó por un crecimiento de los ingresos públicos consistente con el buen desempeño de la actividad económica y los elevados precios de nuestros commodities. En los primeros meses del año se impusieron algunos límites al gasto público con el objetivo de recuperar un espacio fiscal que resultaba importante en un escenario de alta incertidumbre en los mercados internacionales por la evolución de

la crisis financiera externa, especialmente en Europa. Hacia fines de año se dictaron algunas medidas para revertir las negativas tasas de crecimiento del gasto público, especialmente de inversión, hasta el tercer trimestre. Estas medidas, así como el riesgo de quedarse sin la asignación de los recursos no utilizados, determinaron en diciembre un fuerte crecimiento del gasto de los distintos pliegos presupuestales.

Como producto de todo ello, el Sector Público no Financiero (SPNF) registró en el año 2011 un superávit económico de 1,9 por ciento del PBI, que contrasta con el déficit registrado en 2010 (0,3 por ciento). Este desarrollo resulta entonces, de un lado, por el incremento de los ingresos corrientes del gobierno general (13,6 por ciento real), y del otro, por la desaceleración del crecimiento en el gasto que aumentó 1,9 por ciento en términos reales frente al 11,8 por ciento de 2010.

El resultado de 2011 es superior a la meta comunitaria de la CAN fijada en un déficit de 3 por ciento del PBI. Esto implica que el grado de cumplimiento de la meta fiscal de Perú es superior a la meta comunitaria. Asimismo, el superávit fiscal de 2011 está por encima del límite de déficit 2 por ciento establecido en la ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal.

En el año 2011 los ingresos corrientes del gobierno general ascendieron a 21,0 por ciento del producto lo que representó un crecimiento de 14 por ciento en términos reales. Dentro de los ingresos tributarios, que aumentaron 13 por ciento, el impuesto a la renta mostró el mayor crecimiento (26 por ciento) favorecido, en el caso de los sectores minero e hidrocarburos, por el aumento de los precios de los commodities. Otros sectores que también mostraron crecimientos importantes en el pago del impuesto a la renta fueron el de manufactura (28 por ciento), comercio (25 por ciento) y otros servicios (22 por ciento).

Por su parte, en 2011, el IGV aumentó 10 por ciento en términos reales, variación que se descompone en un 9 por ciento para el IGV interno y en un 12 por ciento para el IGV externo. Estos resultados se lograron aún cuando la tasa de este impuesto se redujo de 19 a 18 por ciento a partir del 1 de marzo de 2011. Dentro de los ingresos no tributarios, que también mostraron un notable crecimiento (16 por ciento), destacaron los ingresos por regalías petroleras, gasíferas y mineras que aumentaron en 44 por ciento en términos reales por el efecto de las elevadas cotizaciones del crudo y minerales.

Cabe indicar que, como producto de la modificación del tratamiento tributario del sector minero respecto de las regalías², en el cuarto trimestre de 2011, se captó parcialmente los montos de ingresos correspondientes a estos mayores gravámenes. En conjunto, por la nueva regalía minera, por el Gravamen Especial a la Minería y por el Impuesto Especial a la Minería se registraron ingresos por S/. 265 millones. Este monto corresponde a los importes devengados de las obligaciones del mes de octubre que se acreditaron en los meses de noviembre y diciembre, así como a algunos pagos adelantados que realizaron las empresas mineras correspondientes a sus operaciones devengadas de noviembre.

2. El 28 de setiembre de 2011 se publicaron la Ley que modifica la Ley de Regalía Minera (Ley N° 29788), la Ley que crea el Impuesto Especial a la Minería (Ley N° 29789) y la Ley que establece el marco legal del Gravamen Especial a la Minería (Ley N° 29790).

La recaudación por el Impuesto a la Renta ascendió a 6,9 puntos porcentuales del PBI en 2011, registrándose un importante crecimiento respecto a lo recaudado en 2010 (5,9 por ciento del PBI). Los mayores pagos, por el lado de las personas jurídicas, correspondieron a empresas del sector minero, reflejando el incremento de los precios de los metales de exportación, así como los mayores coeficientes que utilizaron las empresas durante el año para los pagos a cuenta. Adicionalmente, en lo que corresponde a los pagos por rentas del trabajo, se obtuvieron resultados positivos como producto del crecimiento del empleo formal durante el año 2011.

La recaudación por el Impuesto General a las Ventas (IGV), principal ingreso tributario, aumentó 10 por ciento en términos reales con lo cual el ratio de este impuesto creció de 8,2 a 8,3 por ciento en términos del producto en 2011. Ello se produce en un año en que la tasa impositiva de este impuesto se redujo de 19 a 18 por ciento. El desempeño positivo de la actividad económica, así como las medidas de ampliación de la base tributaria, entre las que destaca, la mayor cobertura de bienes afectos al sistema de deducciones del IGV, han contrarrestado el impacto de la reducción de la tasa de este impuesto.

En el año 2011 el gasto no financiero del gobierno general representó el 18,1 por ciento del producto, lo que supuso una caída de 1,1 puntos porcentuales respecto al registrado en el año 2010 (19,2 por ciento). La disminución se registró básicamente en la formación bruta de capital del gobierno general que pasó de 5,5 por ciento del PBI a 4,7 por ciento. La disminución de los gastos de capital se produjo en los tres niveles de gobierno: nacional, regional y local, siendo mayor la caída correspondiente a los gobiernos locales que redujeron su gasto de capital en 16 por ciento. En el caso de los gobiernos regionales la disminución fue de 10 por ciento y en el del gobierno nacional la contracción fue de 4 por ciento.

En la primera mitad del año 2011, las medidas que adoptó el gobierno para garantizar el cumplimiento de la regla fiscal dispuesta en la Ley de Equilibrio Financiero (superávit de 2 por ciento del PBI anual en el primer semestre) junto a las dificultades que enfrentaron las nuevas autoridades regionales y locales para la ejecución de sus presupuestos, en particular el de inversiones, determinaron tasas de crecimiento negativas en la mayoría de meses del año. En setiembre y octubre, el gobierno promulgó dos decretos de urgencia³ para dinamizar el gasto público y revertir la tendencia decreciente del gasto.

Estas medidas, asociadas a su vez con el riesgo de quedarse sin la asignación de recursos que tienen los distintos pliegos presupuestales, determinaron que el gasto del gobierno general registrara importantes tasas de crecimiento en diciembre (los gobiernos locales aumentaron su gasto en 39 por ciento en términos reales, los gobiernos regionales en 29 por ciento y el gobierno nacional, 12 por ciento). Estas significativas variaciones se tradujeron en un aumento de 7 por ciento en el gasto no financiero del gobierno general para el cuarto trimestre del año, porcentaje que permitió revertir la tendencia negativa que hasta entonces mostraba el gasto. Finalmente el año 2011 cerró con un crecimiento del gasto no financiero de 2

por ciento. Por componentes, el gasto corriente registró un crecimiento de 7 por ciento, en tanto que el gasto de capital, por una débil ejecución de los proyectos de inversión, disminuyó 10 por ciento.

La deuda pública bruta ascendió a US\$ 38 305 millones (21,7 por ciento del PBI), lo que implica un incremento de US\$ 2 287 millones respecto al año anterior. La deuda interna se expandió en US\$ 1 988 millones, debido principalmente a la deuda de corto plazo (US\$ 1 013 millones) y a bonos soberanos (US\$ 730 millones). Por su parte, la deuda externa se incrementó levemente (US\$ 299 millones). El saldo final de deuda pública neta para el año 2011 ascendió a US\$ 14 548 millones (equivalente al 8,2 por ciento del PBI), lo que significó una de US\$ 3 221 millones, respecto al registrado en diciembre de 2010.

El nivel de deuda pública bruta de 2011 es menor a la meta comunitaria de 50 por ciento del PBI. Sin embargo, es ligeramente superior a la cifra proyectada en el PAC correspondiente al año 2011 (21,5 por ciento del PBI).

3 Decreto de Urgencia N° 054-2011 del 20 de setiembre y Decreto de Urgencia N° 058-2011 del 26 de octubre de 2011.

VI. ANEXO ESTADÍSTICO

FLUJOS MACROECONÓMICOS

(En porcentaje del PBI)

	2010	2011				Año
		I Trim.	II Trim.	III Trim.	VI Trim.	
Ahorro Nacional	23.7	24.4	23.0	26.1	23.7	24.3
Sector Público	6.0	8.8	10.0	5.9	4.0	7.1
Sector Privado	17.7	15.6	13.0	20.2	19.7	17.2
Ahorro Externo	1.7	2.2	2.6	-0.9	1.3	1.3
Inversión	25.4	26.6	25.6	25.3	25.0	25.6
Sector Público	5.9	2.9	3.1	4.3	7.8	4.6
Sector Privado	19.5	23.7	22.5	21.0	17.2	21.0

Fuente: BCRP.

SECTOR REAL

	2010	2011				Año
		I Trim.	II Trim.	III Trim.	VI Trim.	
Tasa de crecimiento del PBI real (%)	8.8	8.8	6.9	6.7	5.5	6.9
PBI real en moneda nacional (millones de nuevos soles de 1994)	210,143	52,592	58,491	55,316	58,270	224,669
PBI nominal en moneda nacional (millones de nuevos soles)	434,738	113,851	124,301	122,843	125,547	486,545
PBI nominal en US\$ (miles de millones)	153,964	40,978	44,644	44,819	46,321	176,761

Fuente: BCRP.

PRODUCTO BRUTO INTERNO POR SECTORES ECONÓMICOS

(Variaciones porcentuales con respecto al mismo período del año anterior)

	2010	2011				Año
		I Trim.	II Trim.	III Trim.	VI Trim.	
Agropecuario	4.3	3.0	2.9	7.2	2.3	3.8
Agrícola	4.2	0.3	1.1	10.3	0.9	2.8
Pecuario	4.4	6.6	6.7	3.5	4.0	5.2
Pesca	-16.4	12.3	20.8	66.0	36.6	29.7
Minería e hidrocarburos	-0.1	-0.3	-2.3	0.9	0.9	-0.2
Minería metálica	-4.9	-5.6	-7.7	-1.1	0.2	-3.6
Hidrocarburos	29.5	34.6	31.5	10.4	3.7	18.1
Manufactura	13.6	12.3	6.0	3.8	1.0	5.6
Procesadores de recursos primarios	-2.3	11.6	12.0	14.7	11.3	12.3
Manufactura no primaria	16.9	12.4	4.8	2.1	-0.7	4.4
Electricidad y agua	7.7	7.3	7.4	7.7	7.2	7.4
Construcción	17.4	8.1	0.4	1.8	3.8	3.4
Comercio	9.7	10.3	8.8	8.6	7.6	8.8
Otros servicios	8.0	9.3	9.0	8.0	7.1	8.3
Producto Bruto Interno	8.8	8.8	6.9	6.7	5.5	6.9
PBI primario	1.1	3.5	3.3	7.1	4.0	4.4
PBI no primario	10.3	9.8	7.6	6.6	5.7	7.4

Fuente: BCRP.

DEMANDA Y OFERTA GLOBAL

(Variaciones porcentuales reales)

	2010	2011				Año
		I Trim.	II Trim.	III Trim.	VI Trim.	
1. Demanda interna	13.1	10.5	7.9	5.5	5.2	7.2
a. Consumo privado	6.0	6.4	6.4	6.3	6.4	6.4
b. Consumo público	10.0	5.2	0.8	7.0	6.0	4.8
c. Inversión Privada	22.1	15.4	16.0	8.5	7.8	11.7
d. Inversión Pública	27.3	-5.8	-35.8	-23.7	-7.3	-17.8
2. Exportaciones	1.3	4.2	14.1	9.5	7.4	8.8
3. Importaciones	24.0	13.3	18.5	3.9	5.5	9.8
4. Producto bruto interno	8.8	8.8	6.9	6.7	5.5	6.9

Fuente: BCRP.

BALANZA DE PAGOS

(Millones de US\$)

	2010	2011				Año
		I Trim.	II Trim.	III Trim.	VI Trim.	
I. Balanza en cuenta corriente	-2,625	-905	-1,165	391	-587	-2,267
1. Balanza comercial	6,750	1,906	2,181	3,210	2,004	9,302
a. Exportaciones FOB	35,565	10,106	11,752	12,900	11,511	46,268
b. Importaciones FOB	-28,815	-8,200	-9,570	-9,690	-9,507	-36,967
2. Servicios	-2,345	-532	-563	-497	-541	-2,132
a. Exportaciones	3,693	996	1,039	1,145	1,185	4,364
b. Importaciones	-6,038	-1,527	-1,602	-1,642	-1,726	-6,497
3. Renta de factores	-10,055	-3,042	-3,585	-3,127	-2,882	-12,636
a. Privado	-9,875	-3,000	-3,523	-3,108	-2,744	-12,374
b. Público	-180	-42	-62	-19	-138	-262
4. Transferencias corrientes	3,026	762	801	804	832	3,200
del cual: Remesas del exterior	2,534	634	675	680	708	2,697
II. Cuenta financiera	12,865	2,551	2,411	1,683	1,717	8,363
1. Sector privado	13,351	3,268	1,642	3,003	2,017	9,930
a. Activos	-1,051	122	-563	0	-415	-856
a. Pasivos	14,402	3,146	2,205	3,003	2,432	10,786
2. Sector público	-1,022	130	-209	-105	79	-104
a. Activos	-15	-18	-18	-161	-30	-226
a. Pasivos	-1,007	148	-191	57	108	122
3. Capitales de corto plazo	536	-847	977	-1,215	-379	-1,463
a. Activos	-1,006	-893	281	-798	85	-1,325
a. Pasivos	1,542	47	697	-417	-464	-138
III. Financiamiento excepcional	19	10	2	9	8	30
IV. Errores y omisiones netos	933	53	-563	-707	-185	-1,402
V. Resultado de balanza de pagos	11,192	1,708	685	1,378	954	4,724
(V = I + II + III + IV) = (1-2)						
1. Variación del saldo de RIN	10,970	2,022	1,025	916	748	4,711
2. Efecto valuación	-222	313	340	-461	-205	-13

Fuente: BCRP.

PRECIOS Y TASAS DE INTERÉS

	2011											
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
Índices de precios al por mayor (1994 = 100)	199.0	200.3	201.6	203.9	204.5	205.1	205.8	206.7	208.1	208.5	209.4	209.5
Índices de precios al consumidor (2009 = 100)	102.6	103.0	103.7	104.4	104.4	104.5	105.3	105.6	105.9	106.3	106.7	107.0
Tipo de cambio nominal de venta bancario fin de período (S/. por US dólar)	2.79	2.77	2.78	2.82	2.78	2.76	2.74	2.74	2.74	2.73	2.71	2.70
Índice de tipo de cambio real multilateral (promedio del período, base 1994 = 100)	97.6	97.7	98.4	100.9	99.5	99.5	99.1	98.8	96.8	95.3	93.8	92.5
Tipo de cambio real bilateral con los países miembros de la CAN (promedio del período, base 1994 = 100)												
Índice de TCR Bilateral con Colombia	126.9	124.9	125.2	131.5	130.1	131.5	131.0	128.8	124.8	120.1	117.5	116.7
Índice de TCR Bilateral con Ecuador	98.7	98.3	98.2	99.6	98.6	98.1	96.7	96.9	97.5	97.1	96.0	95.8
Tasas de interés (promedio del período, en términos efectivos anuales)												
Tasa de interés pasiva en MN de 31 a 179 días	2.9	2.9	3.0	3.2	3.4	3.6	3.9	4.2	4.3	4.3	4.2	4.1
Tasa de interés pasiva en ME de 31 a 179 días	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Tasa de interés pasiva en MN hasta 360 días	3.9	4.0	4.0	4.1	4.2	4.3	4.5	4.6	4.6	4.7	4.7	4.7
Tasa de interés pasiva en ME hasta 360 días	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6

Fuente: BCRP.

CUENTAS MONETARIAS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO
(Saldo en millones de nuevos soles)

	2011											
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
Liquidez	135,247	136,656	139,969	141,357	142,477	143,603	146,095	146,865	147,713	148,878	151,438	157,600
Circulante	24,131	22,976	22,620	23,242	23,221	23,409	25,222	24,771	24,730	25,288	24,963	27,246
Depósitos a la vista en moneda nacional	18,452	17,502	19,460	18,921	18,264	18,344	18,518	20,471	19,606	20,036	19,985	21,568
Dinero	42,583	40,478	42,080	42,163	41,485	41,753	43,740	45,242	44,336	45,324	44,948	48,813
Cuasidnero en moneda nacional	42,589	43,677	44,224	43,113	44,325	44,050	45,535	44,809	47,076	46,626	48,236	50,392
Liquidez soles	85,171	84,155	87,005	85,276	85,810	85,804	89,275	90,051	91,412	91,950	93,185	99,205
Crédito	82,102	82,733	83,603	83,511	85,463	85,901	88,273	88,208	88,956	89,147	90,067	96,652
Crédito neto al sector público	-42,378	-44,131	-44,683	-52,366	-53,043	-53,850	-52,974	-54,336	-55,922	-56,266	-57,327	-54,032
Crédito neto al sector privado	124,480	127,416	131,158	135,877	138,506	139,751	141,247	142,544	144,878	145,413	147,395	150,684
Reservas Internacionales Netas (en millones de US\$)	44,105	46,268	46,127	46,512	46,307	47,152	47,674	48,515	48,068	48,696	49,050	48,816

Fuente: BCRP.

OPERACIONES DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(En porcentaje del PBI)

	2010					2011				
	I	II	III	IV	AÑO	I	II	III	IV	AÑO
I. AHORRO EN CUENTA CORRIENTE (1+2)	6.8	8.1	5.4	3.9	6.0	8.8	10.0	5.9	4.0	7.1
1. Gobierno Central	5.0	7.0	1.8	3.3	4.3	6.4	5.8	4.4	3.7	5.0
a. Ingresos Corrientes 4/	18.1	18.0	16.6	16.2	17.2	18.9	19.4	17.1	17.1	18.1
b. Gastos Corrientes	13.2	10.9	14.8	12.9	12.9	12.5	13.6	12.6	13.4	13.1
- No Financieros	11.6	10.2	13.4	12.2	11.8	11.1	13.0	11.3	12.6	12.0
- Financieros	1.6	0.7	1.4	0.8	1.1	1.5	0.7	1.4	0.8	1.1
2. Otras entidades 5/ 6/	1.8	1.0	3.6	0.6	1.7	2.4	4.2	1.5	0.3	2.1
II. INGRESOS DE CAPITAL	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
III. GASTOS DE CAPITAL	3.8	5.9	6.4	9.1	6.4	2.8	4.6	4.6	9.0	5.3
1. Inversión pública	3.3	5.6	5.9	8.5	5.9	2.5	4.3	4.3	8.7	5.0
2. Otros	0.5	0.3	0.5	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
IV. RESULTADO ECONÓMICO (I+II-III)	3.0	2.3	-0.9	-5.1	-0.3	6.0	5.5	1.3	-4.9	1.9
V. FINANCIAMIENTO NETO (1+2+3)	-3.0	-2.3	0.9	5.1	0.3	-6.0	-5.5	-1.3	4.9	-1.9
1. Externo	0.2	-1.6	0.2	-0.6	-0.5	0.4	-0.3	-0.1	0.7	0.2
2. Interno	-3.2	-0.7	0.7	5.5	0.7	-6.4	-5.2	-1.2	4.2	-2.0
3. Privatización	0.0	0.1	0.0	0.3	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0

Fuente: BCRP.

OPERACIONES DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

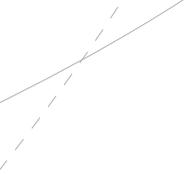
	2010	2011				Año
	AÑO	I Trim.	II Trim.	III Trim.	VI Trim.	
I. INGRESOS CORRIENTES	20.0	22.0	22.1	19.9	20.0	21.0
1. Ingresos tributarios	15.2	16.8	16.8	14.9	15.1	15.9
2. Contribuciones	1.8	2.0	1.8	1.9	1.9	1.9
3. Otros	3.0	3.2	3.6	3.1	3.0	3.3
II. GASTOS NO FINANCIEROS	19.2	14.5	16.0	17.3	24.0	18.1
1. Gastos corrientes	13.1	12.1	11.8	13.0	15.1	13.0
2. Gastos de capital	6.0	2.4	4.3	4.3	8.8	5.0
III. INGRESOS DE CAPITAL	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
IV. RESULTADO PRIMARIO	1.0	7.5	6.2	2.6	-3.9	3.0
V. INTERESES	1.1	1.6	0.7	1.5	0.9	1.2
VI. RESULTADO ECONÓMICO	-0.2	5.9	5.4	1.2	-4.7	1.8
VII. FINANCIAMIENTO NETO	0.2	-5.9	-5.4	-1.2	4.7	-1.8
1. Externo	-0.7	0.4	-0.4	0.2	0.2	0.1
a. Desembolsos	2.6	0.7	0.2	0.5	0.8	0.5
b. Amortización	-3.3	-0.3	-0.5	-0.3	-0.5	-0.4
c. Otros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2. Interno	0.7	-6.3	-5.1	-1.3	4.5	-2.0
3. Privatización	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0

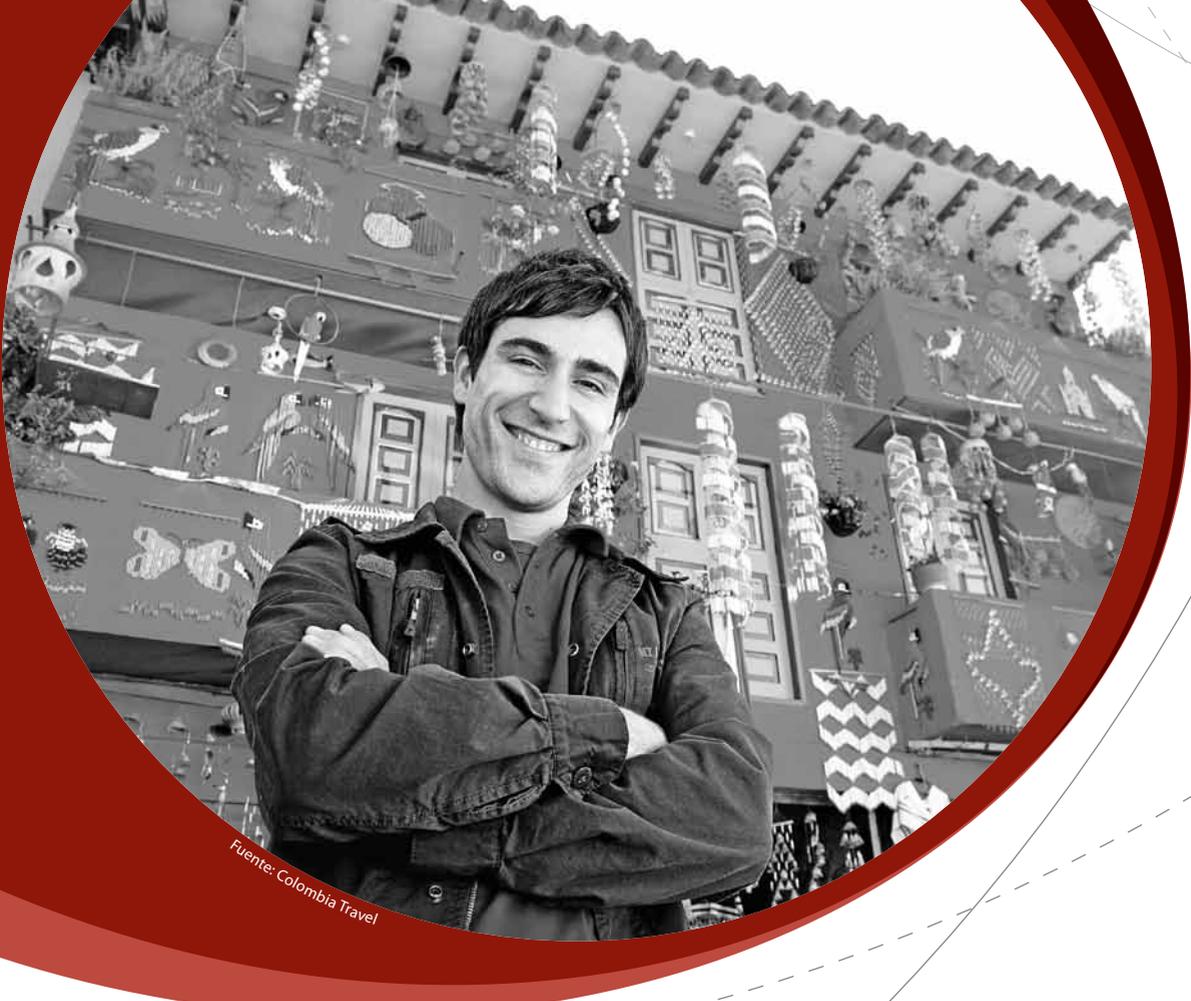
Fuente: BCRP.

SALDO DE DEUDA PÚBLICA
(En millones de US\$)

	2010	2011			
	Dic.	Mar.	Jun.	Set.	Dic.
I. Deuda Pública Externa	19 905	20 070	19 951	20 132	20 204
Organismos Internacionales	10 597	10 736	10 607	10 820	10 905
Club de París	7 810	7 904	7 787	7 875	7 913
BONOS	9 308	9 334	9 344	9 312	9 299
América Latina	9	9	8	8	7
Otros bilaterales 4/	10	10	10	10	10
Banca Internacional	181	181	181	297	296
Proveedores	40	40	38	38	30
II. Deuda Pública Interna	16 113	15 663	15 919	15 749	18 101
Deuda Pública Total	36 018	35 733	35 870	35 881	38 305
Memo:					
Deuda Interna / PBI (%)	10.5	9.8	9.6	9.2	10.2
Deuda Externa / PBI (%)	12.9	12.6	12.1	11.7	11.4
Deuda Total / PBI (%)	23.4	22.4	21.7	20.9	21.7
Deuda Interna / Deuda Total (%)	44.7	43.8	44.4	43.9	47.3
Deuda Externa / Deuda Total (%)	55.3	56.2	55.6	56.1	52.7

Fuente: BCRP.





Fuente: Colombia Travel

CAPÍTULO II

OPINIÓN DEL GRUPO DE
EXPERTOS DEL SECTOR
NO OFICIAL DE LOS PAÍSES
ANDINOS



OPINIÓN DEL GRUPO DE EXPERTOS DEL SECTOR NO OFICIAL



Bolivia

BOLIVIA

Comentarios sobre el Informe de Seguimiento de las Metas de Convergencia Macroeconómica en 2011

Marcelo Montenegro G.*

INTRODUCCIÓN

El año 2011 se caracterizó por un entorno económico mundial adverso, causado por los problemas fiscales de los países avanzados que incidieron en un bajo nivel de crecimiento a nivel mundial y menores ritmos de intercambio y comercio internacional.

En ese entorno negativo, la economía boliviana en el 2011 logró registrar una tasa de crecimiento positiva del 5,1% del Producto Interno Bruto (PIB), mucho más de lo proyectado por organismos internacionales como la CEPAL y el FMI; un aspecto destacable es el ritmo sostenido de la tasa de crecimiento del producto en los últimos seis años, que ha permitido que la economía boliviana en ese lapso de tiempo haya cambiado de dimensiones, lo que se ve evidencia un cambio del tamaño de la economía que en 2005 mostraba un PIB de 9.500 millones de USD a otro de 24.250 millones de USD en 2011, un aumento del PIB per cápita de 1.010 USD en 2005 a 2.283 USD en 2011, entre otros indicadores relevantes.

Sin embargo, si se desea mejorar de manera significativa el bienestar económico de los bolivianos, especialmente de los menos favorecidos en términos de ingresos, se hace necesario una agresiva política de inversión y búsqueda de nuevos mercados para la generación de ingresos de carácter permanente.

ANTECEDENTES

En un ambiente de crisis de deuda en Europa y Estados Unidos y tensiones financieras globales, Bolivia prosiguió con la trayectoria de crecimiento sostenido y ascendente resultado del dinamismo de la demanda interna en particular, motor activado durante el nuevo modelo económico, y de la orientación de la política económica en general.

La presencia de fuertes desequilibrios fiscales en principales países avanzados, la persistencia de elevadas tensiones financieras, la falta de liderazgo político determinó en suma, la desaceleración de la economía global y confirmó la inconsistencia de soluciones aplicadas a la crisis irresuelta de 2008 y 2009.

* Investigador del Instituto de Estudios Avanzados en Desarrollo (INESAD) e investigador invitado del Instituto de Investigaciones Económicas de la Universidad Mayor de San Andrés (UMSA), es profesor titular de macroeconomía I y II en esa misma universidad. Estudió economía en la Universidad Mayor de San Andrés y es Máster en Economía de la Universidad del Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina (UCEMA). Se desempeñó como Director de Estudios Tributarios del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de Bolivia y Economista en Jefe de la Red de Análisis Fiscal del Ministerio de Hacienda de Bolivia. Ha publicado varios estudios y ensayos sobre economía fiscal y macroeconomía para distintas revistas especializadas en economía. Actualmente es investigador de INESAD y su correo es mmontenegro@inesad.edu.bo.

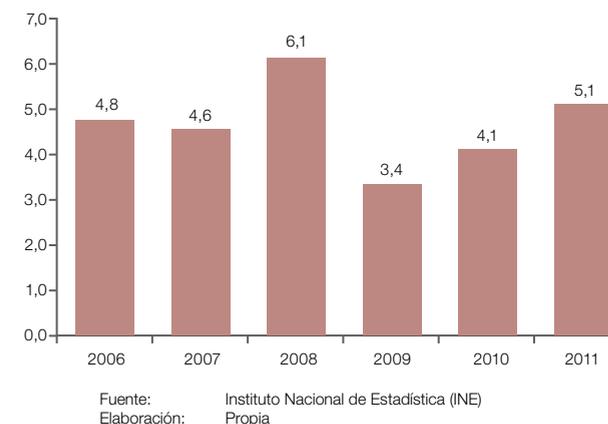
Desde una perspectiva más desagregada, lo que inició como una trivial crisis en el seno de una pequeña economía periférica como la de Grecia, en el 2011 ha trascendido de una manera impensada y ha golpeando a un país tras otro, amenazando con derrumbar toda la arquitectura financiera de la zona del euro, hoy la pregunta central es ¿existe una solución a la profunda crisis fiscal y macroeconómica? otros cuestionan sí ¿algunos de los países de la eurozona deberán abandonarla y a qué precio?, se ha criticado la inacción y la ausencia de una decisión.

COMPORTAMIENTO DEL SECTOR REAL:

La Producción Agregada y el Crecimiento

En 2011 la actividad económica boliviana continuó con su tendencia de crecimiento sostenido, registrando una expansión del 5,1%¹ (**Gráfico 1**), impulsada principalmente por la dinámica de la demanda interna, en especial por la fuerte incidencia del consumo de hogares como de la inversión pública y privada, que a su vez se explican por el incremento sostenido del ingreso nacional disponible en estos últimos seis años, resultado de la nacionalización y los efectos multiplicadores tanto de las transferencias condicionadas (bonos) como de la inversión pública.

GRÁFICO 1
Crecimiento del PIB real, 2006 - 2011 (p)
(En porcentaje)



La expansión económica en la gestión 2011 fue inducida principalmente por el aumento significativo de los derechos de importación, IVA, IT y otros (**Cuadro 1**), asociado al impulso espectacular de la demanda interna tanto en consumo interno como en inversión, los derechos de importación aumentaron especialmente por la importación de bienes de capital y materias primas destinadas a la inversión bruta en el país, ya sea como la formación de capital fijo o variación de existencias; todos estos elementos se explican por el significativo aumento del ingreso nacional disponible.

1. Según estimaciones preliminares realizadas por el Instituto Nacional de Estadística (INE).

También se destacan las actividades de transporte y comunicaciones y la dinámica de los servicios financieros, con incidencias respectivas de 0,7% y 0,6%. El 2011 marca la importante recuperación de los sectores agropecuario y minero que en 2010 habían registrado tasas de variación negativas.

CUADRO 1
Producto Interno Bruto por actividad económica, 2006 - 2011 (p)
(En porcentaje)

Actividad económica	Incidencia %						Variación %					
	2006	2007	2008	2009	2010	2011 (p)	2006	2007	2008	2009	2010	2011 (p)
PIB a precios de mercado	4,8	4,6	6,1	3,4	4,1	5,1	4,8	4,6	6,1	3,4	4,1	5,1
Derechos importaciones, IVAnd, IT y otros	0,6	0,6	0,7	-0,2	0,8	1,4	6,0	6,3	6,9	-2,0	8,6	14,2
PIB a precios básicos	4,2	4,0	5,5	3,6	3,3	3,7	4,7	4,4	6,1	3,9	3,7	4,1
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	0,6	-0,1	0,4	0,5	-0,2	0,4	4,3	-0,5	2,6	3,7	-1,2	3,2
Petróleo crudo y gas natural	0,3	0,4	0,1	-0,9	0,8	0,4	4,6	5,2	2,0	-13,5	13,9	7,4
Minerales metálicos y no metálicos	0,3	0,4	2,4	0,6	-0,3	0,3	6,7	10,0	56,3	9,9	-4,1	4,1
Industria manufacturera	1,3	1,0	0,6	0,8	0,4	0,5	8,1	6,1	3,7	4,8	2,6	3,0
Electricidad, gas y agua	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	4,0	4,3	3,6	6,1	7,3	8,0
Construcción	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	8,2	14,3	9,2	10,8	7,5	7,2
Comercio	0,3	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2	3,8	5,6	4,8	4,9	4,0	2,9
Transporte y comunicaciones	0,4	0,4	0,4	0,6	0,9	0,7	3,9	3,5	4,0	5,6	8,0	5,9
Est. financieros, seguros, bs. inmuebles, serv. prestados a empresas	0,6	0,7	0,5	0,5	0,6	0,6	5,4	6,3	4,7	4,1	5,6	5,2
Serv. comunales, sociales, personales y doméstico	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	2,5	3,1	2,7	3,6	3,5	2,4
Restaurantes y hoteles	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	2,2	2,4	1,8	2,3	3,2	3,0
Serv. administración pública	0,3	0,4	0,3	0,6	0,3	0,5	3,7	4,1	3,8	6,5	3,6	5,3
Servicios bancarios imputados	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,5	16,3	11,3	8,6	5,1	6,9	13,3

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE)
Elaboración: Propia
(p) Preliminar

El crecimiento del PIB del 5,1% por el lado del gasto se explica principalmente por el impulso de la demanda interna que incidió en 4,5% y en menor medida por la demanda externa con un aporte de 0,6% (**Gráfico 2**). El componente más importante en el crecimiento fue el gasto de inversión que incidió en 4,1%, le sigue el consumo final de los hogares con una incidencia de 3,7% ver (**Cuadro 2**). Es importante señalar que del 4,1% de incidencia de la inversión, 2,1% corresponden a la inversión pública y 1,6% al sector privado nacional y 0,4% al sector privado extranjero.

El fuerte dinamismo de la inversión y del consumo estuvo respaldado por el crecimiento del ingreso nacional, el agresivo programa de inversión pública de más de 2.400 millones de USD, las medidas de redistribución del ingreso mediante las transferencias condicionadas implementadas por el actual gobierno (Bono Juancito Pinto, Renta Dignidad, Bono Juana Azurduy y otros) y el aporte de la inversión privada principalmente nacional.

CUADRO 2
Producto Interno Bruto por tipo de gasto, 2006 - 2011 (p)
(En porcentaje)

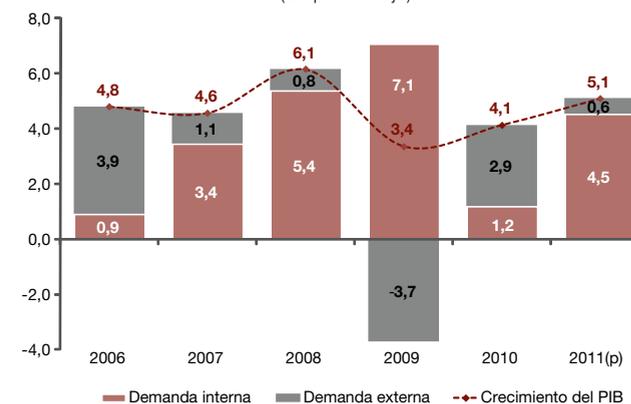
Tipo de gasto	Incidencia %						Variación %					
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PIB a precios de mercado	4,8	4,6	6,1	3,4	4,1	5,1	4,8	4,6	6,1	3,4	4,1	5,1
Demanda interna	0,9	3,4	5,4	7,1	1,2	4,5	1,4	5,4	8,4	10,8	1,7	6,6
Pública	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,6	3,3	3,8	3,9	3,8	3,1	5,6
Gasto de consumo final de los hogares e ISFLSH	2,9	3,0	3,9	2,6	2,8	3,7	4,1	4,2	5,5	3,7	4,0	5,2
Inversión	-0,7	1,4	4,1	0,7	1,2	4,1	-5,1	11,1	29,3	3,9	7,1	23,4
Pública	-1,8	24,9	4,8	13,3	4,6	12,1	-33,1	92,6	10,3	33,4	9,0	23,2
Privada	1,1	-13,8	24,5	-9,4	2,6	11,4	12,2	-18,9	45,9	-15,6	5,2	23,7
Menos: Importaciones de bienes y servicios	1,7	1,4	3,0	-3,4	3,2	3,9	5,2	4,4	9,4	-10,2	11,0	12,5
Demanda externa	3,9	1,1	0,8	-3,7	2,9	0,6	11,3	3,1	2,2	-10,8	9,9	1,8
Exportaciones de bienes y servicios	3,9	1,1	0,8	-3,7	2,9	0,6	11,3	3,1	2,2	-10,8	9,9	1,8

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE)
Elaboración: Propia
(p) Preliminar

La fuerza del sector de la construcción, la industria manufacturera, y el mayor volumen de importación de bienes de capital destinados a la industria posibilitó que la inversión se incrementara e incidiera de forma positiva en la tasa de crecimiento del PIB real.

La redistribución del ingreso vía bonos y el aumento del ingreso nacional disponible se tradujeron en el aumento del índice de consumo de servicios básicos en 8,2% en 2011. El gasto en consumo final de la administración pública creció en 5,6% e incidió en 0,6%, explicado principalmente por incrementos salariales a los sectores de educación, salud, Fuerzas Armadas y Policía Nacional y la creación de nuevos ítems en los primeros dos sectores.

GRÁFICO 2
Incidencia de la demanda interna y demanda externa en el PIB, 2006 - 2011 (p)
(En porcentaje)

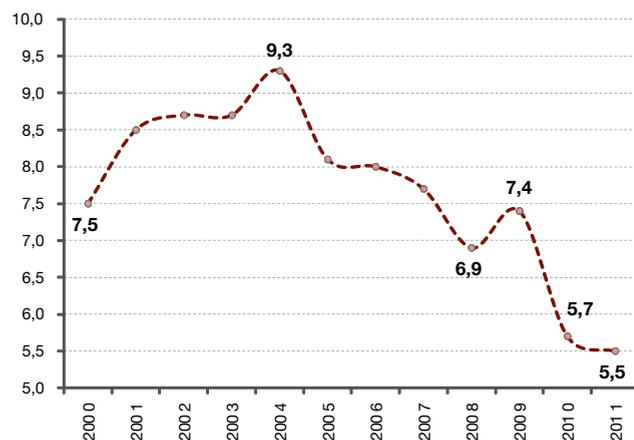


Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE)
Elaboración: Propia
(p) Preliminar

Los niveles de desempleo disminuyeron en 2011 hasta alcanzar 5,5% consistente con la dinámica actividad económica, y asociada a los históricos niveles de inversión pública, el mayor número de empresas creadas, nuevos ítems en los sectores de educación y salud, y el conjunto de políticas del gobierno para incentivar el empleo como los créditos del BDP, las garantías del Fondo Propyme Unión, el programa Mi Primer Empleo Digno, entre otros. Por otra parte, la calidad de los salarios también mejoró, tras el aumento en 2011 de 20% del salario mínimo nacional hasta alcanzar Bs. 815,4 y los respectivos aumentos salariales a los sectores de educación y salud en 11% y a Fuerzas Armadas y Policía Nacional en 10%.

La continuidad de las políticas de redistribución de los ingresos como las transferencias condicionadas en efectivo (Bono Juancito Pinto, Renta Dignidad y Bono Juana Azurduy), además de otras medidas orientadas a apoyar a la población más vulnerable, permitieron reducir los niveles de pobreza en el país, de 60,6% en 2005 a 48,5% en 2011 en el caso de la pobreza moderada y de 38,2% a 24,3% en similar período en el de pobreza extrema, con una considerable disminución de los niveles de pobreza en el área rural.

GRÁFICO 3
Tasa de desempleo, 2000 - 2011 (p)
(En porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE)
Elaboración: Propia
(p) Preliminar

SECTOR EXTERNO

Las exportaciones siguieron contribuyendo al crecimiento de la economía en el 2011, aunque en una menor proporción, hecho que se viene dando desde el año 2007, excepto en 2010. El cambio de modelo económico desde el año 2006 ha posibilitado un reposicionamiento importante de la demanda interna, ello no implica que la demanda externa juegue un rol al momento de contribuir al crecimiento de la economía; sin embargo, la economía ya no es totalmente dependiente del aporte de la demanda externa, y ello es razonable ya que diversificar entre demanda interna y externa parece ser la manera adecuada de gestionar la participación de una economía en la globalización donde las economías sujetas a la volatilidad de precios de materias primas y shocks externos negativos en el tipo de cambio, pueden ven caer sus ingresos por exportaciones y por lo tanto un ajuste abrupto y brusco en sus ingresos.

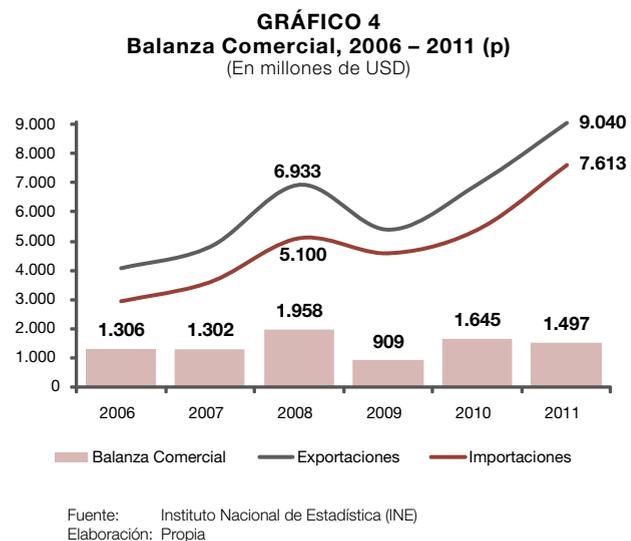
Las cuentas externas y los indicadores del sector continuaron mostrando solidez, con resultados superavitarios en la balanza de pagos y la balanza comercial, crecientes flujos de inversión extranjera y niveles de reservas internacionales netas por encima de los \$us 12.000 millones, en un entorno de debacle del comercio internacional y una fuerte volatilidad en la cotización de las monedas.

CUADRO 3
Balanza de Pagos, 2006 - 2011 (p)
(En millones de USD)

Balanza de pagos	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Balanza de pagos	1.515,5	1.952,3	2.374,0	325,2	923,0	2.160,0
De Cuenta corriente	1.216,1	1.460,3	1.992,7	703,0	968,6	541,3
Saldo comercial	958,8	872,6	1.445,2	372,6	1.010,7	671,8
Servicios	-167,7	-189,0	-200,2	-209,0	-263,4	-321,9
Renta	-397,2	-489,4	-536,4	-673,8	-860,1	-985,8
Transferencias unilaterales corrientes	822,3	1.266,2	1.284,1	1.213,2	1.081,4	1.177,2
Cuenta capital y financiera	303,1	471,8	378,3	-28,7	916,9	1.648,0
Transferencias de capital	1.813,2	1.180,2	9,7	110,5	-7,2	5,9
Inversión extranjera directa (neta)	277,8	362,3	507,6	425,7	671,8	858,9
Inversión de cartera (neta)	25,1	-29,9	-208,1	-153,6	90,1	156,0
Otro capital	-1.813,0	-1.040,7	69,1	-411,3	162,1	627,2
Errores y omisiones	-3,7	20,2	3,1	-349,1	-962,5	-29,4
Financiamiento	-1.515,5	-1.952,3	-2.374,0	-325,2	923,0	2.160,0

Fuente: Banco Central de Bolivia (BCB)
Elaboración: Propia

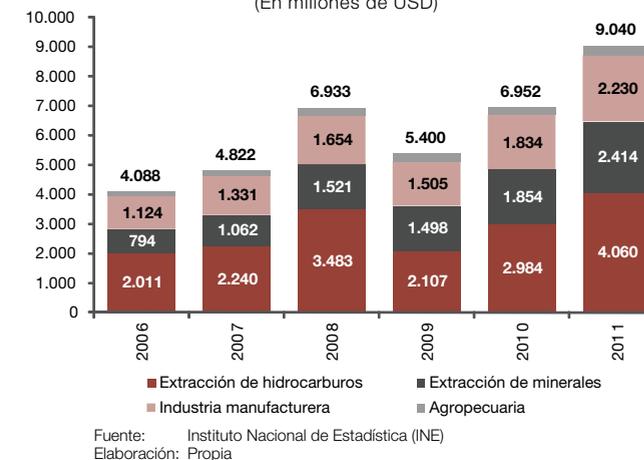
La balanza comercial en 2011 continuó presentando un saldo positivo de \$us 1.496,7 millones, las exportaciones totales alcanzaron el valor de 9.109,3 millones de USD, una cifra record y que estuvo por encima de los 7.612,6 millones de USD de importaciones (**Gráfico 4**).



El desempeño de las exportaciones es atribuible a un efecto precio favorable de los productos básicos de exportación como también a un mayor volumen de ventas, en tanto que el aumento de las importaciones se debió a mayores compras de materias primas, productos intermedios y bienes de capital que representaron el 77,4% del total de importaciones, destinados principalmente a la industria y la agricultura.

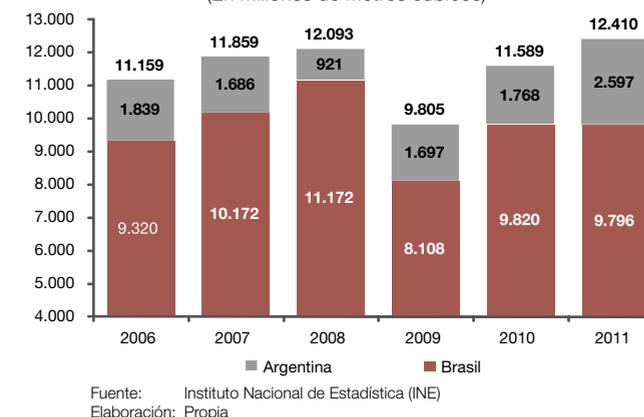
El contexto en el que se desarrollaron las exportaciones el año 2011 estuvo caracterizado por dos hechos: i) un contexto de crisis internacional y ii) alta volatilidad de precios internacionales especialmente de productos básicos. El contexto de crisis en las economías avanzadas repercutió en el nivel de ingreso y por lo tanto incidió negativamente en los volúmenes exportados y el contexto de volatilidad de precios a la alza en parte del año favoreció al valor de las exportaciones, aunque la recuperación de los precios de materias primas exceptuando el de los metales jamás llegaron a los niveles registrados en 2008, todo este escenario permitió que las exportaciones registrasen un nivel histórico tanto en valor como en volumen, de \$us 9.039,9 millones y 20.154 miles de toneladas respectivamente; superior en 30,0% en valor y 4% en volumen respecto al registrado en 2010 (**Gráfico 5**).

GRÁFICO 5
Composición de las exportaciones a nivel de actividad económica, 2006 – 2011 (p)
(En millones de USD)



Por actividad económica, las ventas externas del sector de hidrocarburos de \$us 4.060,3 millones fueron las de mayor crecimiento respecto a la gestión previa, 36,1% en valor y 6,9% en volumen. En el marco de la adenda al contrato de compra-venta de gas natural entre YPFB y ENARSA, suscrita con Argentina en marzo de 2010, que establece mayores volúmenes de gas contratados y garantizados para 2011, y la ejecución y puesta en marcha del Gasoducto de Integración Juana Azurduy (GIJA) en julio de 2011, el volumen de exportación de gas a Argentina se incrementó en 46,9%, totalizando 2.597,5 millones de metros cúbicos (mmm3). Por su parte, las exportaciones a Brasil, principal mercado de venta de gas natural, alcanzaron a 9.795,6 mmm3, cifra menor en 7,8% al volumen vendido en 2010, que se explica por la menor demanda en el mes de diciembre debido al inicio de la época de lluvias en este país, que incrementó la generación de la energía hidroeléctrica, en sustitución de la térmica (**Gráfico 6**).

GRÁFICO 6
Volumen de exportación de gas natural según país destino, 2006 -2011 (p)
(En millones de metros cúbicos)



Los precios de exportación de gas natural experimentaron incrementos importantes en línea a las fórmulas de precios establecidas en los contratos que consideran el comportamiento del precio del petróleo WTI (West Texas Intermediate). En 2011, los precios promedio anuales del gas exportado a Argentina y Brasil fueron \$us 9,3 y \$us 7,7 por millón de BTU (Unidades Térmicas Británicas), respectivamente, mayores a los verificados la gestión previa, \$us 7,3 y \$us 6,0 (**Gráfico 7**).

GRÁFICO 7
Precios de exportación de gas natural, 2006 -2011 (p)
(En \$us / MMBTU)



En la actividad minera, los elevados precios internacionales de estos productos estimularon la producción en el sector, cuyas ventas externas aumentaron en 30,2% en valor hasta \$us 2.413,8 millones y 13,3% en volumen. El principal mineral de exportación en 2011 fue el de plata, que alcanzó un nivel histórico en valor de \$us 1.081,9 millones y en volumen de 14,0 miles de toneladas, superiores en 58,1% y 10,5% respectivamente, en relación a 2010; los principales mercados de destino del mineral fueron Perú (\$us 231,7 millones) con una participación de 21,4%, Japón (\$us 169,0 millones) con 15,6% y Corea del Sur (\$us 157,0 millones) con 14,5 %.

Las ventas de zinc, segundo en importancia, crecieron en 6,0% en valor y 5,2% en volumen, totalizando \$us 941,2 millones, de los cuales 32,3% fueron destinado al mercado de Japón, principal comprador; 21,4% a Corea del Sur, y 21,1% a Bélgica.

Otro de los minerales que tuvo un desempeño muy favorable fue el plomo, cuyas exportaciones se expandieron en 53,5% en valor y 39,3% en volumen, alcanzando \$us 240,6 millones, dirigido principalmente a Corea del Sur (22,2%), Japón (19,1%) y Bélgica (16,3%).

En el caso del mineral de estaño, el valor de ventas se incrementó en 12,9%, anotando \$us 68,5 millones, debido al favorable entorno de precios internacionales, su principal mercado fue China (87,0%) y en menor medida Alemania (5,4%) y Estados Unidos (4,4%).

CUADRO 4
Exportaciones de minerales, 2010 - 2011 (p)

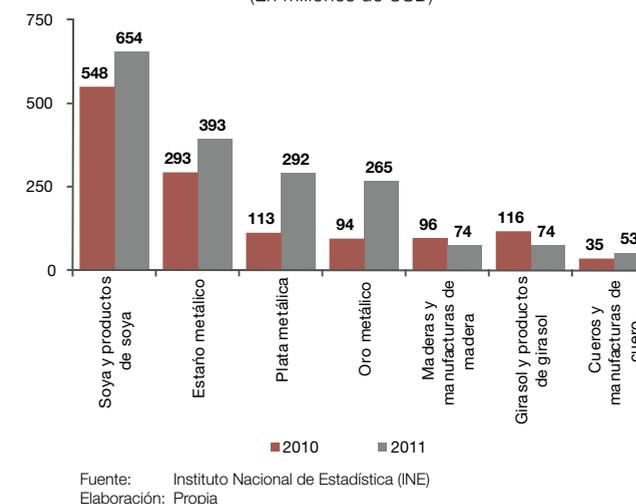
Tipo de gasto	Valor (En millones de \$Us)			Volumen (En miles de toneladas)		
	2010	2011	Var.%	2010	2011	Var.%
Minerales	1.857,7	2.413,8	30,2	1.151,6	1.304,9	13,3
Plata	684,2	1.081,9	58,1	12,7	14,0	10,5
Zinc	888,1	941,2	6,0	859,5	904,0	5,2
Plomo	156,8	240,6	53,5	133,4	185,8	39,3
Estaño	60,6	68,5	12,9	7,2	5,6	-21,8
Oro ⁽¹⁾	1,1	7,1	570,2	2,0	7,0	260,4
Privada	62,9	74,5	18,4	139,0	195,5	40,7

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE)
Elaboración: Propia
(1) Volumen expresado en toneladas

Las exportaciones de la industria manufacturera alcanzaron \$us 2.230,2 millones, un incremento de 21,6% en valor, aunque una disminución en términos de volumen por menores ventas de productos vinculados a la agricultura cuya producción fue impactada en el año 2011 por fenómenos climáticos adversos en el año 2010.

Dentro de la industria manufacturera, la soya y sus derivados, se constituyen en el principal producto de exportación. En 2011 las exportaciones de estos productos registraron un aumento de 19,3% en el valor de sus ventas, de \$us 548,2 millones a \$us 653,8 en millones entre 2010 y 2011 (**Gráfico 8**). La menor producción de soya en 2010 a consecuencia de los fenómenos climáticos adversos durante las campañas de invierno de 2010 y verano de 2011, determinaron bajos volúmenes de exportación en los primeros meses del año, recuperándose fuertemente en el segundo semestre, al finalizar la gestión las exportaciones totalizaron 1.298,2 miles de toneladas, cifra menor en 4,8% respecto a 2010. Según país de destino, el 40,2% del valor exportado de soya fue dirigido a Venezuela, 27,7% a Colombia y 15,7% a Perú, destaca el incremento de 11,5% de las ventas a Venezuela.

GRÁFICO 8
Exportación de la industria manufacturera según Principales Productos, 2010 - 2011 (p)
(En millones de USD)



Además de las ventas de metales, en la industria manufacturera también destaca el desempeño de las exportaciones de cueros y manufacturas de cuero; las ventas de estos productos crecieron en 50,2% en valor y 2,5% en volumen en 2011, alcanzando \$us 52,6 millones equivalentes a 14,6 miles de toneladas, destinados principalmente a Italia (37,6%) y China (17,2%).

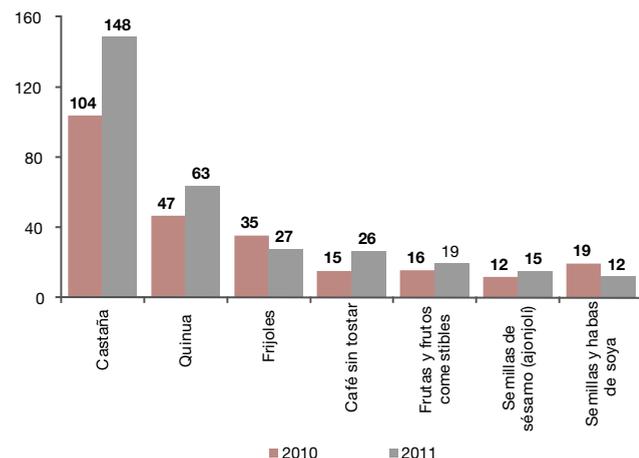
En relación a las exportaciones del sector oleaginoso, las sequías registradas en la campaña de invierno de 2011 e inundaciones en la campaña de verano de 2010 afectaron la producción de girasol que derivaron en una menor exportación del producto tanto en valor y volumen.

Las exportaciones de la actividad de agrícola crecieron en 19,8% en valor principalmente por los mejores precios en mercados internacionales de estos productos; no obstante, las ventas disminuyeron en volumen debido a inundaciones registradas en algunas regiones y sequías en otras a finales de 2010 y principios de 2011 que redujeron la producción de varios cultivos en la primera parte del año.

El 63,1% de las exportaciones de productos agropecuarios se constituyen por castaña (44,2%) y quinua (18,9%) **(Gráfico 9)**. En 2011, las ventas de la castaña ascendieron a \$us 148,4 millones, mayor en 43,1% respecto a 2010; los tres principales mercados de exportación del producto fueron Reino Unido (31,4%), Estados Unidos (24,4%) y Alemania (12,5%). Por su parte, las exportaciones de quinua registraron una notable expansión tanto en valor como en volumen, 36,0% y 30,9% respectivamente, alcanzando \$us 63,4 millones, destinados a los mercados de Estados Unidos (54,0%), Francia (12,5%) y Países Bajos (11,0%)

En la actividad agrícola destacan también las exportaciones de café sin tostar y frutas y frutos comestibles, cuyas ventas se expandieron en 71,3% y 23,8% en valor y 4,3% y 4,8% en volumen, correspondientemente. Los principales países de destino del café sin tostar fueron Estados Unidos, Alemania y Bélgica, que representaron en conjunto el 63,5% del total; mientras que en el caso de frutas y frutos comestibles, el 93% fue destinado a Argentina.

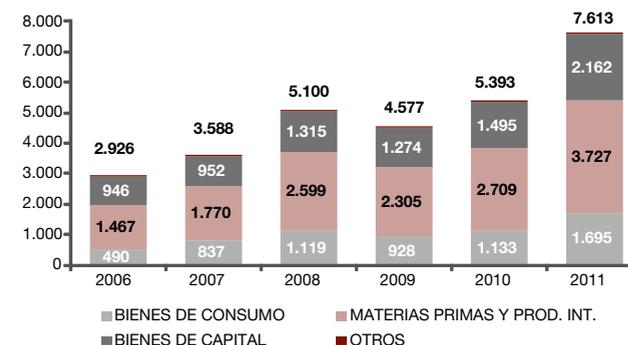
GRÁFICO 9
Exportación del sector agrícola según Principales Productos, 2010 – 2011 (p)
(En millones de USD)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE)
Elaboración: Propia

El crecimiento sostenido del ingreso nacional disponible y el impulso de la demanda interna desde el 2006 posibilitaron que el gasto en importaciones en 2011 sea de 7.613 millones de USD, de los cuales el 78% comprende la adquisición de bienes de capital y materias primas destinadas a la ampliación de la capacidad productiva de la economía y el 22% restante se explica por la importación de bienes de consumo; las importaciones en 2011 aumentaron en valor en 41,1% y en volumen en 28,9% **(Gráfico 10)**

GRÁFICO 10
Importaciones según CUODE, 2006 – 2011 (p)
(En millones de USD)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE)
Elaboración: Propia

Las compras de materias primas y productos intermedios alcanzaron \$us 3.726,8 millones, de los cuales el 56,0% fueron dirigidos a la industria y agricultura, el 27,5% correspondió a la compra de combustibles, lubricantes y productos conexos; el 12,0%, a materiales de construcción y el restante 4,5%, a partes y accesorios de equipo de transporte.

Las importaciones de bienes de capital ascendieron a \$us 2.162,0 millones, un incremento de 44,6% en valor respecto a 2010, que respondió principalmente a las mayores compras dirigida al sector industrial, que reportó un aumento de \$us 446,2 millones y representó el 69,0% del valor total de las importaciones por bienes de capital, la mayor internación de estos bienes al país fue consistente con el dinamismo de la producción industrial nacional de 2011.

Los términos de intercambio se estancaron en 2011, aunque siguieron manteniendo los niveles alcanzados a fines de 2008, que sin duda son favorables, pero que tienen una tendencia a declinar a lo largo del año 2012, por el entorno de incertidumbre en la economía mundial en relación a las pobres perspectivas de crecimiento del PIB mundial.

GRÁFICO 11
Índice de los Términos de Intercambio, 2006 – 2011 (p)
(2006 = 100)



El nivel de reservas internacionales netas en 2011 se mantuvo en 50% respecto al PIB y continúa siendo el más grande de Latinoamérica comparado con el tamaño de su economía.

A diciembre de 2011 las Reservas Internacionales Netas alcanzaron un nivel de \$us12.019 millones, \$us2.289 millones (24%) superior al saldo registrado en diciembre de 2010 y que constituye la cifra más alta alcanzada en la historia económica nacional. Los factores que explican este crecimiento fueron: los efectos de la nacionalización de los hidrocarburos, el superávit de la balanza comercial, remesas recibidas de los trabajadores bolivianos residentes en el exterior y el mayor uso de la moneda nacional en las operaciones financieras y transacciones corrientes.

Es importante destacar que, con el fin de diversificar las RIN, el BCB incrementó el valor del oro a través de la compra de oro monetario, así como realizó una inversión en dólares canadienses y australianos. Este elevado nivel de RIN garantiza la estabilidad macroeconómica y constituye el soporte y seguridad de la economía boliviana para hacer frente a *shocks* externos.

SECTOR FISCAL

El año 2011, el Sector Público No Financiero (SPNF) en Bolivia registró un superávit fiscal global de 0,8% del PIB, siendo el sexto año consecutivo de balances superavitarios en las finanzas públicas.

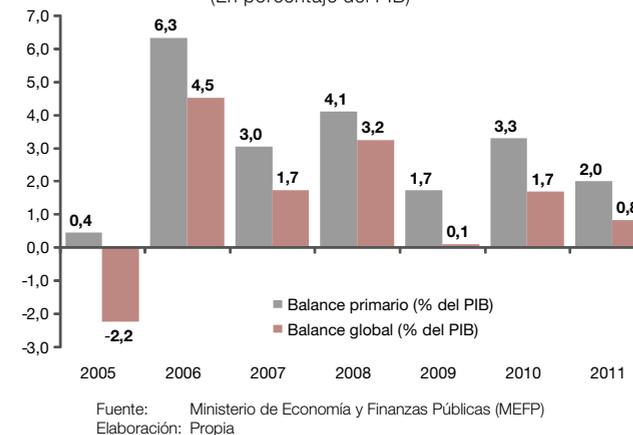
La actual solvencia fiscal se constituye en uno de los pilares de la estabilidad macroeconómica, es así que las calificadoras de riesgo de prestigio internacional como Fitch Rating y Standard & Poor's y, Moody's han realzado la gestión fiscal, textualmente Fitch Rating ha señalado que la mejora en la calificación del riesgo soberano de la deuda pública boliviana se debe a *"un fortalecimiento del balance fiscal así como la comprobada habilidad de las autoridades económicas para mantener la estabilidad macroeconómica"*, Standard & Poor's también ha expresado la mejora de su calificación por el *"cumplimiento de una política macroeconómica prudente"*

En efecto, el año 2011, el SPNF alcanzó un superávit de 0,8% del PIB que se explica fundamentalmente por la tributación extraordinaria del mercado interno que derivó en un nuevo record de recaudaciones, se suma a ello los mayores precios de exportación de gas natural como al crecimiento del sector hidrocarburífero, y el crecimiento de los ingresos percibidos por el resto de las empresas públicas.

La dinámica del crecimiento del gasto corriente se explica principalmente por el incremento del precio del petróleo WTI que ocasionó que el gasto en bienes y servicios se elevaran en 18,1% en especial los gastos derivados por la importación de diesel; el incremento de los gastos en servicios personales a raíz de los incrementos salariales en salud, educación, creación de ítems, y las mayores transferencias al sector privado. Por su parte, el gasto de capital se incrementó en 50,1% alcanzando un nuevo récord histórico y elevándose en términos del PIB en 2,4 puntos respecto a 2010.

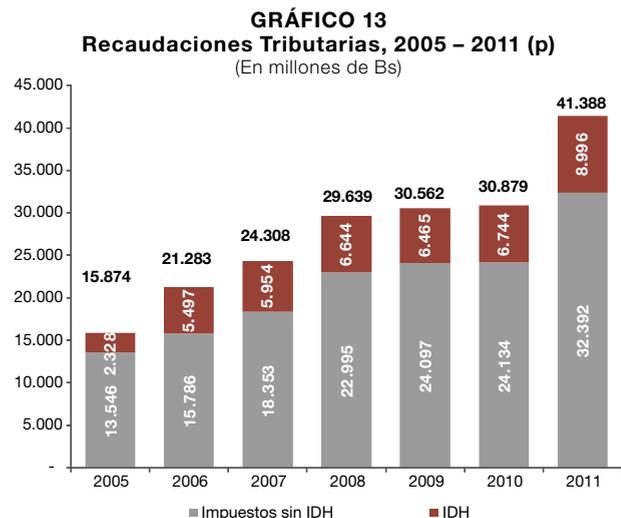
El superávit primario alcanzó 2,0% del PIB, resultado que muestra con propiedad que la gestión fiscal en 2011 fue conservadora, aunque en menor cuantía que la de la gestión 2010.

GRÁFICO 12
Superávit (Déficit) del SPNF, 2005 – 2011 (p)
(En porcentaje del PIB)



En 2011, las recaudaciones tributarias superaron su meta programada y alcanzaron un nuevo record histórico de Bs. 41.387,6 millones, superior en 34,0% al de 2010. La eficiencia tributaria de las entidades recaudadoras, el dinamismo de la actividad económica, los elevados precios de exportación y el incremento en los volúmenes de exportación de gas natural son factores que explican este crecimiento.

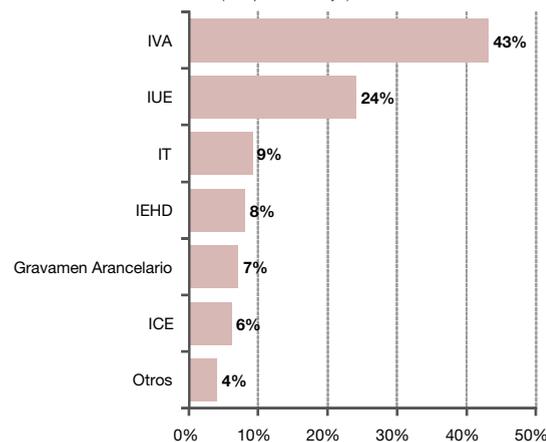
El crecimiento de las recaudaciones en el mercado interno fueron las de mayor incidencia con 18,9 puntos, seguido de las recaudaciones por importaciones con una incidencia de 12,4% puntos y las recaudaciones por IEHD con 2,7 puntos.



Fuente: Servicio de Impuestos Nacionales (SIN), Aduana Nacional de Bolivia (ANB)
Elaboración: Propia

Un elemento destacable es el aumento de las recaudaciones tributarias sin considerar el IDH, lo que refleja la mejor dinámica del mercado interno en los últimos dos años.

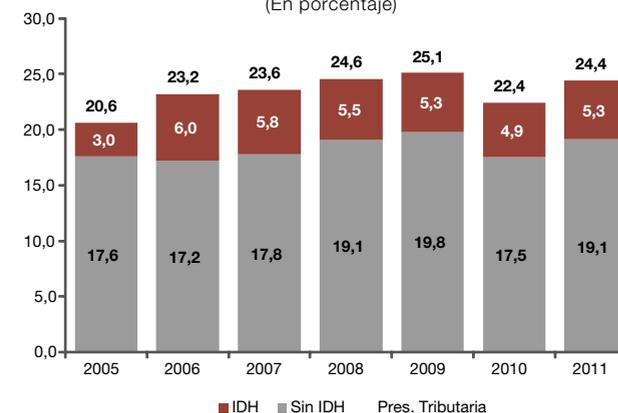
GRÁFICO 14
Estructura porcentual de los ingresos tributarios sin IDH, 2011 (p)
(En porcentaje)



Fuente: Servicio de Impuestos Nacionales (SIN), Aduana Nacional de Bolivia (ANB)
Elaboración: Propia

La presión tributaria registró un incremento de 2,0 puntos pasando de 22,4% del PIB en 2010 a 24,4% en 2011 (**Gráfico 15**), aumento que se explica por la dinámica del mercado interno así como medidas de política tributaria con el objeto de ampliar el número de contribuyentes y así mejorar la eficiencia recaudatoria del Servicio de Impuestos Nacionales (SIN) y la Aduana Nacional (AN).

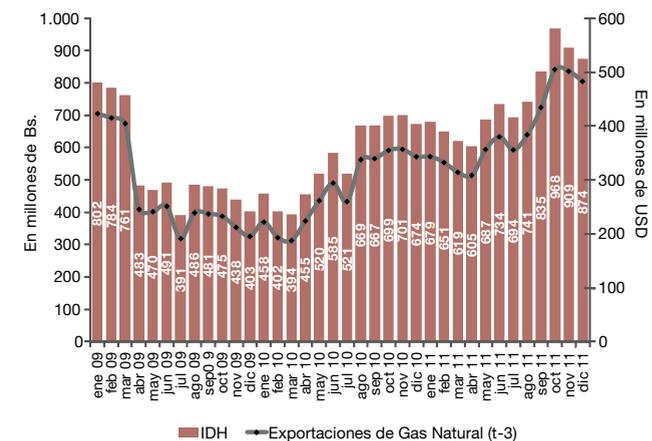
GRÁFICO 15
Presión tributaria, 2005 - 2011 (p)
(En porcentaje)



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP)
Elaboración: Propia

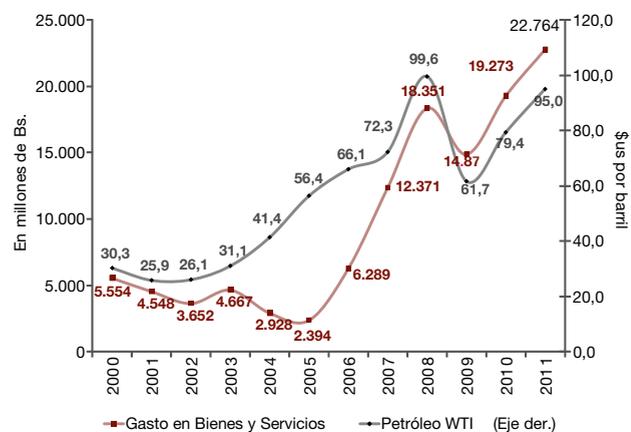
El Impuesto Directo a los Hidrocarburos (IDH) se elevó en 33,4%, dicho incremento se explica fundamentalmente por el alza en los precios del petróleo WTI que incide en el valor de las exportaciones de gas natural (con tres meses de rezago) dado que el 81% del gas natural producido es destinado al mercado externo (**Gráfico 16 y 17**).

GRÁFICO 16
Impuesto Directo a los Hidrocarburos y exportaciones de gas natural, ene. 2009 - dic. 2011
(En millones de USD y en millones de Bs)



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP)
Elaboración: Propia

GRÁFICO 17
Precio del Petróleo WTI y Gastos en bienes y servicios, 2000 – 2011
 (En USD por barril y en millones de Bs)



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP)
 Elaboración: Propia

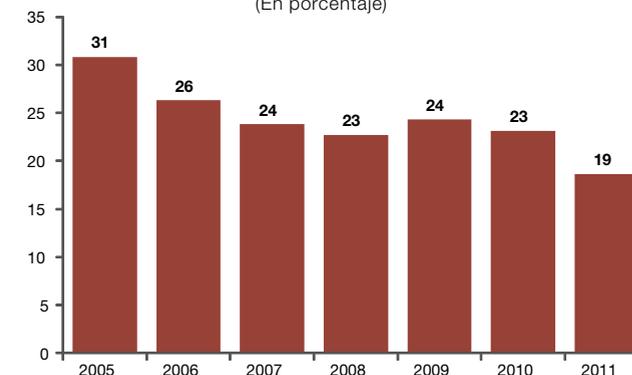
Un elemento preocupante es la alta sensibilidad del aumento del gasto corriente en la partida de bienes y servicios al incremento del WTI, debido fundamentalmente a la necesidad de importar diesel, gasolina y gas licuado de petróleo y este problema es más crítico si se toma en cuenta el hecho de que los mencionados hidrocarburos líquidos están subsidiados, lo que en el mediano y largo plazo exigirá un ajuste en el precio relativo de estos energéticos.

ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

La gestión de la deuda pública en 2011 sigue el lineamiento del actual gobierno basada en una política de endeudamiento de i) plazos laxos, ii) en moneda nacional, iii) bajas tasas de rendimiento y iv) eliminación de riesgos innecesarios, lo que ha posibilitado un nivel de endeudamiento sostenible, expandiendo la capacidad de pago del país, profundizando la bolivianización, ampliando la participación de la deuda a largo plazo y destinando los desembolsos de crédito externo a proyectos productivos.

En relación al nivel de endeudamiento interno, el mismo para el 2011, alcanza al 19% del PIB, habiéndose reducido en 4pp en relación a 2010, debido especialmente a la amortización de la deuda pública con el sector privado.

GRÁFICO 18
Ratio Deuda Pública interna respecto al PIB, 2005 – 2011
 (En porcentaje)

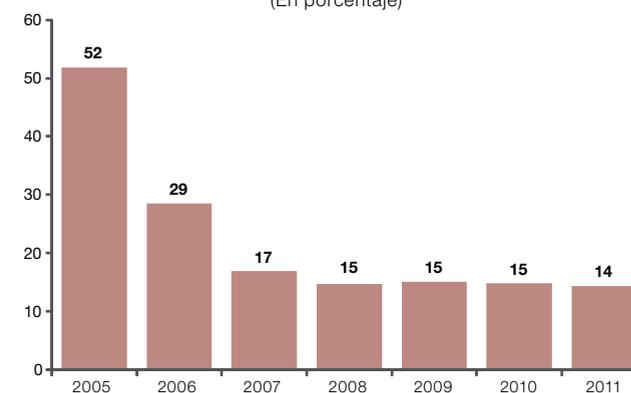


Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP)
 Elaboración: Propia

El saldo de la deuda pública externa de mediano y largo plazo al 31 de diciembre de 2011 fue de \$us 3.493,4 millones, superior en 20,8% al registrado en diciembre de 2010. No obstante, en porcentaje del PIB esta deuda registró una caída de 0,4 puntos alcanzando 14%, el más bajo de los últimos 26 años. La deuda interna del TGN por su parte, registró un saldo de \$us 4.596,0 millones superior en 0,2% al registrado un año atrás, pero al igual que la deuda pública externa en términos PIB registró 20% que significa una caída de 3,4 puntos.

Aunque en niveles la deuda pública externa en 2011, se elevó en \$us 601,2 millones respecto al saldo registrado en 2010, aumento que obedece a la mejor capacidad de ejecución que a su vez se traduce en un mayor volumen de desembolsos por un valor de \$us 777,3 millones, y una caída en el servicio de la deuda.

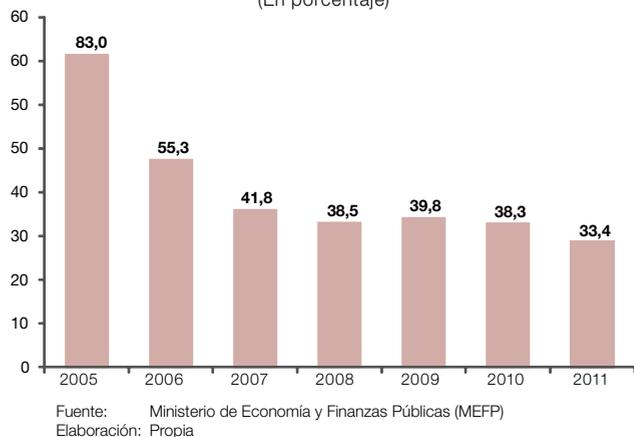
GRÁFICO 19
Ratio de Deuda Pública externa respecto al PIB, 2005 – 2011
 (En porcentaje)



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP)
 Elaboración: Propia

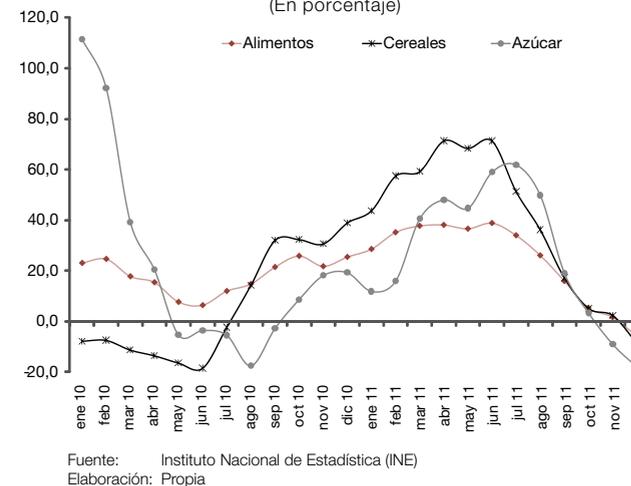
La deuda pública consolidada (tanto interna como externa) respecto al PIB fue de 33,4% el año 2011, casi un 5% menor al registrado en 2010, debido especialmente a la gestión de amortización de la deuda pública interna.

GRÁFICO 20
Deuda pública consolidada respecto al PIB, 2005 – 2011
(En porcentaje)



La tasa de inflación de 2011 se explica fundamentalmente por el ítem de alimentos y bebidas no alcohólicas, el mismo que a su vez está influenciado por el aumento del precio internacional de cereales y otros alimentos importados.

GRÁFICO 22
Variación a 12 meses del IPC de alimentos, cereales y azúcar, ene. 2010 – dic. 2011
(En porcentaje)



INFLACIÓN Y POLÍTICAS ANTIINFLACIONARIAS

En 2011, nuevamente la inflación se constituyó en un desafío de la política económica que el gobierno nacional pudo superar. A pesar de las elevadas presiones inflacionarias de los primeros meses del año, al finalizar la gestión la inflación alcanzó a 6,9%; esta disminución obedeció al conjunto de medidas aplicadas por el gobierno nacional como el abastecimiento de mercados locales por las actividades de EMAPA, las importaciones directas de alimentos escasos en el país, los diferimientos arancelarios a la importación de determinados alimentos y regulación a las exportaciones, el control de la especulación y contrabando, la apreciación de la moneda nacional para mitigar presiones inflacionarias externas, las operaciones de mercado abierto y la política fiscal austera, entre otros; junto a la disminución de precios internacionales de commodities en el segundo semestre.

GRÁFICO 21
Variación a 12 meses del IPC general
y del IPC de alimentos y bebidas no alcohólicas, ene. 2010 – dic. 2011
(En porcentaje)

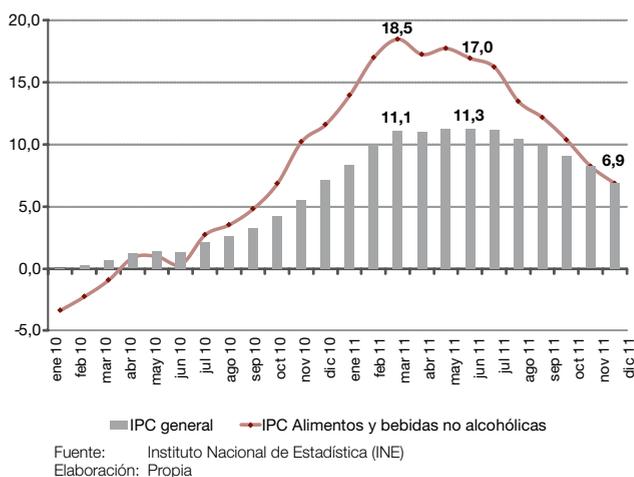
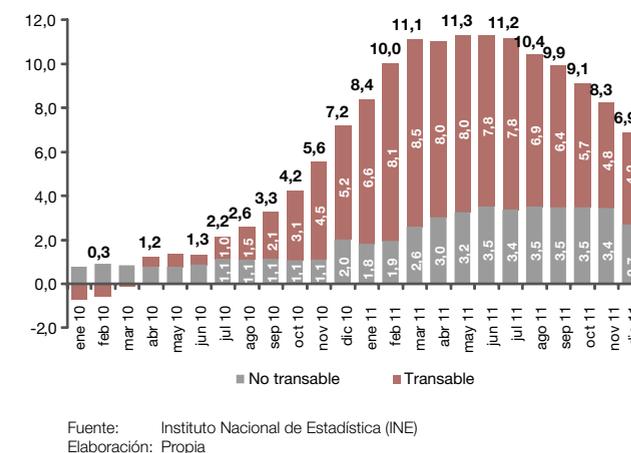


GRÁFICO 23
Inflación de transables y no transables, ene. 2010 – dic. 2011
(En porcentaje)



Esto se hace evidente, cuando se analiza el componente transable y no transable del IPC y se verifica la enorme influencia de la inflación importada especialmente de alimentos (Gráfico 23).

CUMPLIMIENTO DE LAS METAS DE CONVERGENCIA

Bolivia en el año 2011, cumplió todas las metas de convergencia establecidas por la CAN, el siguiente cuadro muestra los criterios establecidos, los resultados alcanzados y el grado de cumplimiento.

BOLIVIA			
Metas de convergencia macroeconómica de la CAN en 2011			
	Criterios de la CAN	Resultados alcanzados	Cumplimiento
Inflación	< 10 %	6,9%	Cumple
Déficit Fiscal	< 3 % del PIB	0,8 % (Superávit)	Cumple
Endeudamiento Público	< 50 % del PIB	33,4%	Cumple

PERSPECTIVAS 2012

Las autoridades económicas del país, proyectan para el año 2012 una tasa de crecimiento del PIB real del 5.5%, impulsada nuevamente por la demanda interna en especial por la inversión pública, se tiene programado un monto de inversión de 3.200 millones de USD, que de ejecutarse el 100% lograría impactar aproximadamente entre 3% a 3,5% puntos del producto, algo que sería determinante para que la tasa de crecimiento de la economía supere el umbral del 6,0%.

La demanda externa seguirá aportando aunque de manera más débil, debido a que las previsiones internacionales para la expansión de las economías avanzadas son a la baja e inclusive se estima que parte de las economías emergentes se desaceleren en 2012, lo que sume al mundo en un escenario recesivo y por lo tanto no favorable para las exportaciones bolivianas.

Al respecto, se prevé para 2012 una declinación en varios precios internacionales de materias primas y commodities que afectará las perspectivas de negocios para varios países exportadores de dichos productos.

Sin embargo, ante ese sombrío panorama, Bolivia se proyecta como una economía en franca expansión y la necesidad de invertir cada vez a más ritmo, en varios sectores de la economía se hace más evidente, ello por supuesto se asocia a un volumen significativo de importación de bienes de capital y materias primas necesarios para expandir la capacidad instalada de la economía.

Por lo tanto es razonable esperar en 2012 una balanza comercial ligeramente negativa, pero ello en ningún caso implica una mala noticia, si lo que explicaría dicho déficit es un escenario internacional deprimido para las exportaciones y un masivo volumen de importaciones de bienes de capital.

La dinámica del sector privado tanto del consumo como de la inversión seguirán empujando la demanda interna de la economía, se prevé que el consumo en términos reales crezca a ritmo similar del PIB real y la expansión de la inversión privada será tan importante como el de la inversión pública.

Por el lado de la oferta de bienes y servicios, se estima que para el 2012 los sectores más dinámicos serán: i) la construcción, ii) el de provisión de servicios de electricidad, gas y agua, iii) transporte y almacenamiento, iv) servicios financieros, v) petróleo y gas natural y vi) sector manufacturero y vii) el sector agropecuario.

Se estima que la tasa de inflación de 2102 cerrará en 5,0% con un margen de $\pm 1,5\%$ convergiendo a su valor de mediano plazo en los siguientes años, se prevé que la tasa de inflación a 12 meses en los primeros meses del año tendrá un descenso pronunciado, debido a un efecto de comparación estadístico de precios para luego aumentar hasta alcanzar un valor cercano al 5,0%.

En relación al tipo de cambio nominal, se prevé la estabilidad de la cotización del dólar norteamericano en relación del boliviano, y una mejora en el índice del tipo de cambio real.

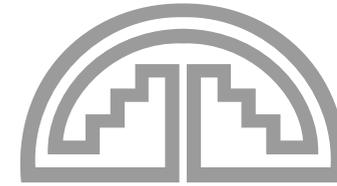
Se estima un déficit del SPNF del orden de un 3,9%, debido fundamentalmente al gran flujo de inversión pública programado para 2012.

Queda plenamente garantizado en el PGE 2012, los recursos para la subvención del precio de venta interna de combustible tanto de diesel como de gasolina y gas licuado de petróleo.

Se prevé que el sistema financiero seguirá sólido y solvente y que seguirá la dinámica del crédito productivo vista en 2011, así como una profundización del proceso de bolivianización.

El TGN estima emitir bonos internacionales en 2012, dependiendo si existen las condiciones favorables para dicha emisión en los mercados financieros internacionales.

En 2012 continuará como en los seis años anteriores la entrega de las transferencias condicionadas en efectivo del Bono Juancito Pinto, la Renta Dignidad y el Bono Juana Azurduy y de esa manera ir mejorando el ingreso de los hogares con menores recursos y disminuyendo la pobreza en el país.



OPINIÓN DEL GRUPO DE EXPERTOS DEL SECTOR NO OFICIAL

Colombia

COLOMBIA

INFORME DE SEGUIMIENTO DE LAS METAS DE CONVERGENCIA MACROECONÓMICA 2011

Olga Lucia Acosta*

I. Introducción

Con los resultados obtenidos en materia económica durante el 2011, Colombia se consolida como uno de los países con mayor dinamismo en la región. El crecimiento del PIB fue uno de los más altos en su historia reciente, explicado en gran parte por el consumo de los hogares y por los altos crecimientos que registró la minería, el transporte y las comunicaciones y el comercio. La inflación se ha controlado con éxito, manteniéndose no sólo dentro del rango establecido por la autoridad monetaria, sino del que propone la CAN. En el frente fiscal, se presentan mejoras sostenidas y en particular en el 2011 se reduce el déficit un poco más de un punto del PIB, gracias a un excelente recaudo tributario y a una ejecución de gastos ajustada a lo presupuestado, y por supuesto, se cumplen holgadamente las metas de convergencia establecidas por la CAN.

Sin embargo, la coyuntura económica del país no ha sido ajena al entorno internacional, marcado por la incertidumbre de los mercados tanto en Europa como en Estados Unidos. A ello se suma la emergencia invernal que ha tenido Colombia producto de un incremento inusitado en las lluvias. Esto, con las consecuencias sociales (más de 2 millones de personas damnificadas), fiscales (necesidad de recursos para atención a las víctimas) e inflacionarias (efecto de la emergencia sobre la oferta y precio de los alimentos) propias de estos fenómenos.

Es de esperarse que el desempeño que ha tenido la economía colombiana se consolide con las políticas que actualmente lleva a cabo el gobierno. La entrada en vigencia del TLC en menos de un mes (mayo de 2012), la consolidación de las políticas sociales del gobierno en torno a la restitución de tierras y las reformas tributaria y de pensiones, son factores que determinarán el curso de la economía en el mediano y largo plazo.

Esta nota comenta el comportamiento del sector real de la economía colombiana y los principales resultados de la política monetaria y fiscal para el año 2011.

II. Comportamiento de la actividad económica en 2011

En el 2011 la economía colombiana mantuvo el buen ritmo de expansión del año anterior, con un crecimiento de 5,9% según las cifras reportadas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), resultados que superaron las expectativas más optimistas en materia de crecimiento. Esto significó una tasa superior al crecimiento de la región en 1.6 puntos porcentuales. Se trata de un crecimiento importante, más aún si se tiene en cuenta que en 2010 la economía creció al 4%, y en 2009 lo hizo a menos de la mitad (1.7%) producto de la crisis mundial. Sin embargo, entre 2003 y 2011 (a excepción de 2009) se ha consolidado el crecimiento del país.

La demanda interna fue el motor de la economía en 2011, impulsada por el auge de precios de los principales productos de exportación, la recuperación del mercado laboral, y las altas tasas de crecimiento de los créditos de consumo e hipotecario. El auge de precios internacionales de materia prima, esto es, unos términos de intercambio favorables, permitieron un incremento en términos reales de 11,4% en el valor de las exportaciones del país. Sin embargo, las importaciones crecieron casi el doble (21,5%) (Cuadro 1).

CUADRO 1
Crecimiento anual real del Producto Interno Bruto (Gasto)

Años	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Producto Interno Bruto	1,7	2,5	3,9	5,3	4,7	6,7	6,9	3,5	1,7	4,0	5,9
Importaciones Totales	8,7	0,3	8,2	10,3	11,9	20,0	14,0	10,5	-9,1	10,5	21,5
Consumo Total	1,7	1,5	2,7	4,3	4,3	6,3	7,0	3,5	1,6	5,1	5,8
Consumo de Hogares	1,6	2,0	3,0	3,9	4,0	6,4	7,3	3,5	0,6	5,0	6,5
Consumo Final del Gobierno ²	2,2	-0,4	1,8	6,3	5,2	5,6	6,0	3,3	5,9	5,5	2,6
Formación bruta de capital	8,4	10,1	11,4	11,2	12,7	19,2	0,13	9,2	-4,1	7,3	17,2
Formación Bruta de Capital Fijo	9,7	11,1	11,5	11,1	13,2	18,1	14,4	9,9	-1,3	4,6	16,6
Demanda Final Interna	2,7	2,8	4,2	5,6	5,9	8,8	8,3	4,7	0,3	5,6	8,8
Exportaciones Totales	2,8	-2,4	7,4	9,8	5,7	8,6	6,9	4,5	-2,8	1,3	11,4

Fuente: DANE

Según el DANE, la tasa de desempleo continúa cayendo, al pasar de 12% (2009) a 11,8% (2010) y a 10,8% (2011), siendo de un dígito (9,8%) en diciembre de 2011. Paralelamente, se registran alzas en la tasa global de participación (de 62,7% en 2010 a 63,7% en 2011) y en la tasa de ocupación (de 55,4 a 56,8% en el mismo período).

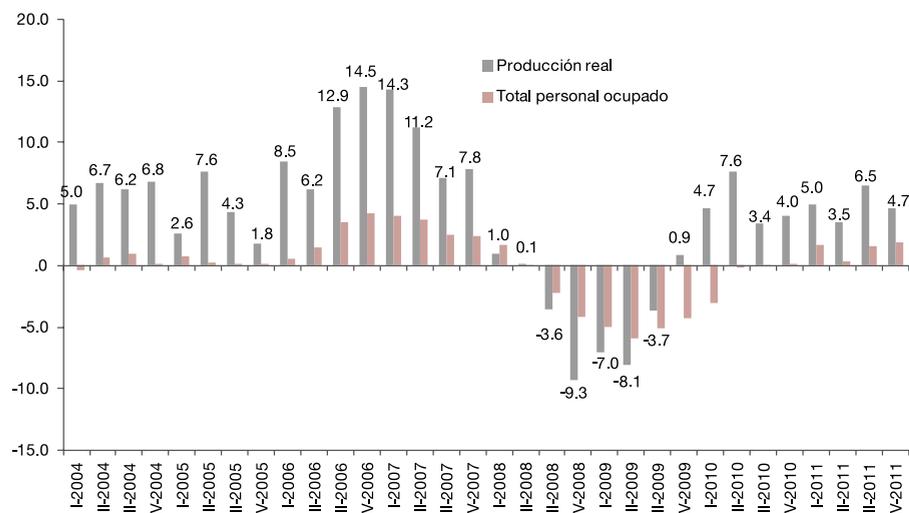
Entre octubre y diciembre de 2011, las dos ramas de actividad que dan cuenta del 45% de los ocupados (alrededor de 9 millones de personas), son: comercio, restaurantes y hoteles (26%), y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca (19%). Además, son las dos ramas que más contribuyeron al incremento de la tasa de ocupación. Sin embargo, el crecimiento de la producción manufacturera ha estado acompañando de un incremento importante en las personas que ocupa y de hecho se puede decir que el sector se ha recuperado de la contracción de 2008 y 2009, contribuyendo no sólo al crecimiento del PIB sino al aumento en la ocupación a nivel nacional (Gráfico 1).

* Economista, con Maestría en Economía del Desarrollo y Especialista en Política y Regulación Económica de la Universidad de Paris I – Sorbona y candidatura al doctorado de Estado de la misma Universidad. Se desempeña como Experta en la Oficina de CEPAL en Bogotá, desde Agosto del 2006. Desempeñó distintas posiciones en el Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República; fue Asesora del Consejo Superior de Política Fiscal, CONFIS del Ministerio de Hacienda; y editora de la Revista Coyuntura Social e Investigadora Asociada de Fedesarrollo. Se desempeñó como Profesora de Carrera de la Facultad de Economía de la Universidad del Rosario. Ha realizado investigaciones y publicaciones en temas sociales y de finanzas para diferentes publicaciones temáticas nacionales e internacionales.

Se registró un fuerte crecimiento del crédito, y ante esto el Banco de la República tomó las medidas respectivas que se explican en la siguiente sección. Esta expansión del crédito puede explicar el aumento tanto del consumo de los hogares como de la inversión. El consumo, principalmente el privado, continúa creciendo (el consumo de los hogares creció 6,5% en 2011) con una fuerte demanda por bienes durables (que creció en 23,9%) (Cuadro 1).

La formación bruta de capital fijo presentó uno de los mayores crecimientos (Cuadro 1), especialmente en maquinaria (26%) y equipo de transporte (45%), efecto que se puede explicar por las obras de recuperación de infraestructura y viviendas afectadas por las lluvias extraordinarias de fin de 2010 y 2011.

GRÁFICO 1
Crecimiento trimestral de la producción y del personal ocupado en la industria manufacturera



Fuente: DANE, Muestra Mensual Manufacturera.

Con respecto a los sectores económicos (Cuadro 2), la minería fue el sector con más alto crecimiento, seguido por los sectores de comercio, y de transporte y comunicaciones. A pesar de la temporada invernal, que afectó principalmente el área rural, el sector agropecuario se recuperó de caídas persistentes de su actividad desde 2008. La construcción, que en 2012 se había contraído, se recupera en 2011, creciendo en términos reales en 5,7%. Esto, por el crecimiento real tanto en el componente de edificaciones (5,1%) como en el de obras civiles (6,5%).

A este panorama se suma el comportamiento de la Inversión Extranjera Directa (IED) que superó la meta del gobierno fijada en 9.700 millones de dólares al registrar un valor de 13.234 millones de dólares. En sólo el primer semestre del 2011 ya se había cumplido más de 65% de la meta. Esto, acompañado de las mejoras que obtuvo el país en su calificación de riesgo durante esta parte del año. El sector de la minería también fue un receptor clave de inversión extranjera, junto con el sector comercial, aunque el petrolero se llevó la mayor parte (Cuadro 3).

CUADRO 2
Crecimiento anual real del Producto Interno Bruto (Rameras de actividad)

Años	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	1,8	4,6	3,1	0,3	2,8	2,4	3,9	-0,4	-0,7	1,0	2,2
Explotación de minas y canteras	-8,3	-1,8	1,7	-0,9	4,1	2,4	1,5	9,7	11,1	12,3	14,3
Industria manufacturera	2,9	2,1	4,9	7,9	4,5	6,8	7,2	0,5	-4,1	2,9	3,9
Electricidad, gas y agua	3,2	0,8	4,5	3,5	4,1	4,8	4,1	0,5	1,9	1,2	1,8
Construcción	5,5	12,3	8,3	10,7	6,9	12,1	8,3	8,8	5,3	-1,7	5,7
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	2,9	1,5	3,7	7,1	5,0	7,9	8,3	3,1	-0,3	5,1	5,9
Transporte, almacenamiento y comunicación	3,3	2,8	4,5	7,6	7,8	10,8	10,9	4,6	-1,4	5,0	6,9
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas	1,2	3,0	3,9	4,6	5,0	6,4	6,8	4,5	3,1	2,9	5,8
Servicios sociales, comunales y personales	1,3	1,7	2,0	4,1	3,5	4,4	5,0	2,6	4,4	4,8	3,1
Subtotal Valor agregado	1,6	2,6	3,8	5,4	4,7	6,3	6,4	3,5	2,0	3,8	5,5
IVA no deducible	0,9	0,3	6,4	0,5	4,3	11,8	12,3	0,4	-2,0	6,8	10,3
Derechos e impuestos sobre las importaciones	12,5	4,0	8,2	13,1	15,9	22,3	19,0	10,0	-12,9	17,7	20,1
Impuestos Except IVA	3,8	0,0	2,4	1,7	2,8	5,0	6,7	2,5	3,8	0,8	7,2
Subvenciones	1,8	1,5	3,5	8,8	3,8	3,7	3,8	2,2	0,7	0,7	1,8
Total Impuestos	3,2	0,7	5,4	4,7	4,9	11,0	11,6	4,3	-1,7	6,4	10,8
PRODUCTO INTERNO BRUTO	1,7	2,5	3,9	5,3	4,7	6,7	6,9	3,5	1,7	4,0	5,9

Fuente: DANE

CUADRO 3
Flujos de IED en Colombia por Actividad Económica (Millones de dólares)

Año	2010					2011				
	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	TOTAL	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	TOTAL
TOTAL	1,754	1,944	2,051	1,150	6,899	3,445	3,112	3,818	2,858	13,234
Sector Petrolero	603	682	634	862	2,781	1,251	1,673	1,208	952	5,083
Subtotal Resto de Sectores	1,151	1,262	1,417	289	4,118	2,195	1,440	2,610	1,906	8,151
Agricultura Caza, Silvicultura y Pesca	5	19	26	16	67	16	54	31	30	131
Minas y Canteras (incluye carbón)	500	308	596	351	1,755	683	647	518	773	2,621
Manufacturera	149	292	209	6	656	322	81	108	22	533
Electricidad, Gas y Agua	26	-140	65	85	36	123	148	153	161	585
Construcción	65	62	80	91	298	124	119	129	82	454
Comercio, Restaurantes y Hoteles	39	123	125	83	370	316	260	1,132	556	2,264
Transportes, Almacenamiento y Comunicaciones	63	102	31	-621	-425	585	284	332	220	1,421
Servicios Financieros y Empresariales	292	460	269	231	1,252	33	-77	308	79	343
Servicios Comunales	13	36	15	47	110	-7	-75	-101	-18	-201

Fuente: Banco de la República

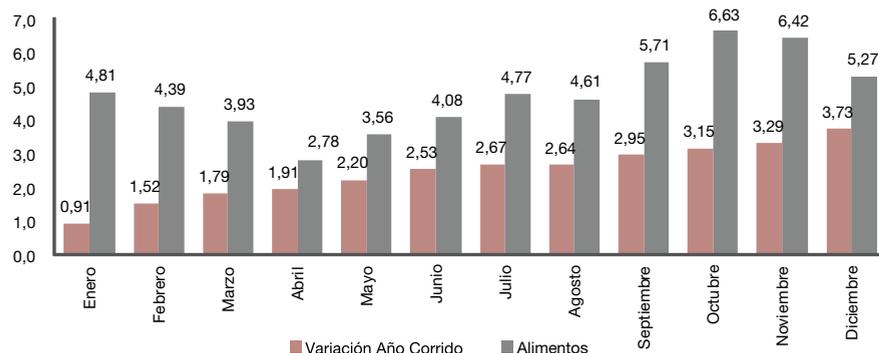
III. Política monetaria

El 2011 fue un año de inflación controlada, de aumento en la tasa de interés de referencia (tasa repo de expansión a un día) y de comportamientos tanto revaluacionistas como devaluacionistas del tipo de cambio.

Para Colombia, en el período 1996-2006 la inflación cayó de manera sostenida de 21,6% a 4,48%, pero esta tendencia decreciente se rompió en 2007 cuando la inflación fue de 5,69% y de 7,67% en 2008. En 2009 llegó a su nivel más bajo de las últimas décadas (2%). En diciembre de 2011 la inflación anual fue de 3,73% (Gráfico 2) y aunque baja (respecto al promedio de la región en 2011 que fue de 7%), significó un aumento respecto a la de 2010 (3,17%).

Con este comportamiento de la inflación no sólo la autoridad monetaria cumplió su objetivo -que era entre 2% y 4%-, sino que este valor se ubica dentro de la meta de convergencia de la CAN, que es mantener esta variable en menos de un dígito. Por su parte, los precios también se vieron afectados por factores climáticos con una inflación de alimentos, especialmente los perecederos, al alza a lo largo del año, así como por el aumento del precio del combustible.

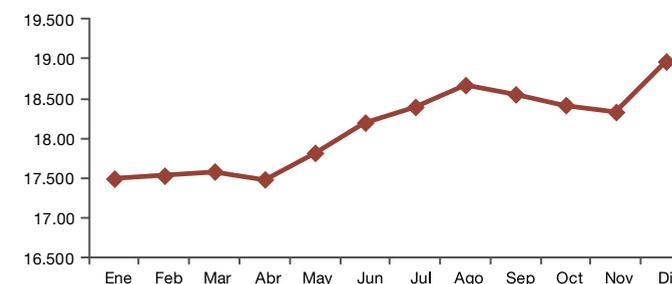
GRÁFICO 2
Inflación año corrido e inflación de alimentos



Fuente: Banco de la República

Uno de los mecanismos usados para prevenir presiones inflacionarias por las autoridades colombianas fue el incremento de la tasa de intervención en diferentes momentos del año con el propósito de transmitir este incremento a las tasas de interés de los créditos y frenar así el aumento de la cartera. La tasa de interés de referencia, que se venía reduciendo entre 2008 y 2010, se aumentó en 2011 de 3% a 5,25% en alzas sucesivas de 25 puntos básicos (pb). De esta forma tuvieron lugar aumentos similares en las tasas de captación y colocación del sistema financiero. Por ejemplo, la tasa de interés de la cartera de consumo pasó de 17,5% en enero de 2011 a 18,97% en diciembre del mismo año (Gráfico 3). De manera similar, las tasas de interés de la cartera de vivienda, del crédito comercial y del microcrédito registraron alzas.

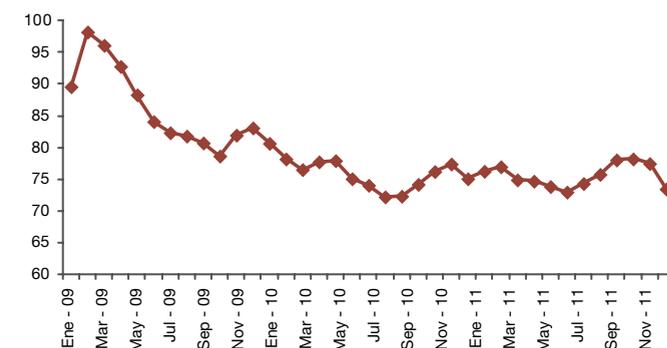
GRÁFICO 3
Tasa de interés efectiva anual de la cartera de consumo
(Total sistema, calculado sobre los días hábiles del mes)



Fuente: Banco de la República

La apreciación del peso, como en el caso de otras monedas en la región, ha sido el resultado de la fuerte acumulación de divisas derivadas de los altos precios internacionales de los productos básicos, la reducción en la prima de riesgo de la deuda colombiana por la recuperación del grado de inversión otorgado por tres calificadoras entre marzo y junio del 2011, por los mayores flujos de IED y en general, por las buenas perspectivas de crecimiento. Al igual que otros países, para contrarrestar la apreciación, se introdujo en Colombia un nuevo instrumento de intervención hasta por 200 millones de dólares, de acuerdo con una regla de desviación del tipo de cambio promedio, además de la constitución de un fondo en el exterior y de limitar las transacciones en moneda extranjera que pueden hacer los fondos de pensiones. . Así, la tasa de cambio real ha mostrado desde 2009 una apreciación real casi constante, con una baja volatilidad (Gráfico 4).

GRÁFICO 4
Índice de tasa de cambio real 2009-2011
Base 2000=100



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

IV. Política Fiscal

El 2011 fue un año determinante para el futuro de las finanzas públicas del país, con la expedición en julio de la ley 1473 “por medio de la cual se establece una regla fiscal” y del acto legislativo 3 “por el cual se establece el principio de sostenibilidad fiscal”. Con la regla fiscal, que solo aplica al Gobierno Nacional Central (GNC), se busca fortalecer el papel contracíclico de la política fiscal y afianzar las finanzas públicas, fijando una disminución gradual del déficit estructural del GNC. Se establece que sólo en casos extraordinarios en los que la estabilidad macroeconómica se vea comprometida, el Gobierno puede suspenderla. El acto legislativo modifica tres artículos de la Constitución Nacional de 1991 y establece la sostenibilidad fiscal como un criterio fundamental en el manejo del gasto público; adicionalmente prioriza el gasto público social. Con estas dos normas el país cuenta con mecanismos para afianzar los logros alcanzados en política fiscal durante la última década.

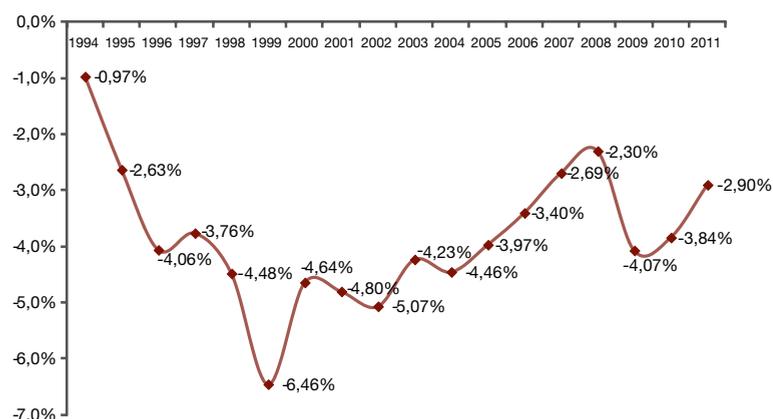
El déficit fiscal del gobierno Nacional Central se ha reducido de manera consecutiva al pasar del 4,07% (2009), a 3,8% (2010) y a 2,9% del PIB en 2011; sin embargo, el déficit fiscal de 2011 es superior al de 2007 y 2008 (**Gráfico 5**). Entre 2010 y 2011 la reducción del déficit se debió principalmente al incremento en el recaudo tributario en cerca de 26% al pasar de 66,8 a 83,7 billones de pesos. A su vez, este comportamiento se explica en mayor medida por el aumento en 49% en el recaudo del impuesto a la renta que pasó de 26 a 39 billones de pesos, como consecuencia de la mayor actividad económica. Además, el impuesto a la renta representa el 47% de los ingresos corrientes de la nación. El déficit del sector público no financiero (SPNF) pasó de 3,1% del PIB en 2010 a 2,1%, por lo que en 2011 se cumplió la meta establecida por la CAN de mantenerlo en niveles inferiores a tres puntos del PIB.

En 2011 se ejecutó el 93,6% del presupuesto, una cifra alta respecto a lo ocurrido en años anteriores. Otro logro importante en materia fiscal fue la asignación de más de cinco billones de pesos a las personas damnificadas por la emergencia invernal, sin que ello implicara incrementar la deuda pública.

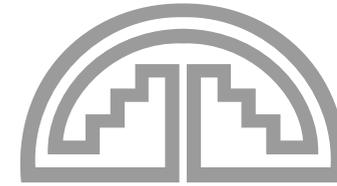
Con el propósito de consolidar altas tasas de crecimiento, la administración del Presidente Santos, 2010-2014, aprobó un conjunto de reformas en temas fiscales, de competitividad, de empleo y formalización empresarial. Así mismo, el Congreso le otorgó facultades extraordinarias al gobierno para organizar mejor la rama ejecutiva, mediante la creación de nuevos ministerios y de agencias especializadas en procura de mayor eficiencia en la administración pública. Este paquete se complementaría en el 2012 con dos reformas, la tributaria y la de pensiones.

No obstante los riesgos del escenario internacional, se prevé que en el 2012 la economía se mantenga en esta senda de expansión y alcance una tasa de crecimiento de 4,5%. Las autoridades económicas consideran tener fortalezas para enfrentar los choques que podrían derivarse de los efectos de la crisis europea y norteamericana en la región.

GRÁFICO 5
Balance Fiscal Gobierno Nacional Central
(Déficit como porcentaje del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público



OPINIÓN DEL GRUPO DE EXPERTOS DEL SECTOR NO OFICIAL

Ecuador

ECUADOR

COMENTARIOS AL INFORME DE SEGUIMIENTO DE LAS METAS DE CONVERGENCIA MACROECONÓMICA EN 2011 -una evaluación crítica-

Diego Mancheno P*

I. Una Introducción necesaria

Como es de conocimiento general el dólar es la moneda de curso forzoso en el Ecuador; y, esta particularidad, condiciona y limita el campo de acción de la política económica en general y el de las políticas monetaria y cambiaria en particular.

Tres son posiblemente las consecuencias más importantes de este hecho. El primero, que los factores de determinación del valor del dólar escapan fuera del ámbito de acción de la política económica clásica y la capacidad para influir sobre su valor real va a depender casi exclusivamente de lo que se haga o deje de hacer en términos de afectar la evolución de los precios internos. El segundo, la renuncia a la soberanía monetaria, que implicó además de la renuncia a la gestión de la política monetaria en sus agregados básicos; la implantación de una gestión (consecuente o no) discrecional de las tasas de interés lo que impide una lectura tradicional sobre la situación de los flujos monetarios y financieros. Y, el tercero la sobre-determinación de la política fiscal como herramienta de gestión pública.

Vale recordar también que el presidente Rafael Correa anunció un viraje estructural en los fundamentos de la gestión pública en la dirección de “retomar el papel estratégico del estado” en la conducción de la economía; de la política; y, de la política económica. En tal sentido a la Constitución del 2008 le siguieron un conjunto de nuevos instrumentos legales orientados a recuperar y utilizar las herramientas de gestión para un ejercicio más activo de la política económica, de los mecanismos de transmisión y de la búsqueda de efectividad en sus resultados.

En este contexto el gran desafío para los hacedores de la política económica actualmente es lograr una combinación adecuada entre la dolarización –tipo de cambio variable-, apertura de las cuentas comercial y de capitales y una política fiscal de corte claramente expansivo.

* Economista de la Pontificia Universidad Católica del Ecuador, Master en Economía de la Universidad de Londres. Se desempeñó como Subsecretario de Economía y Finanzas de la República del Ecuador. Fue Director General de Estudios del Banco Central del Ecuador, y previamente Director del Departamento de Programación Macroeconómica y Director de Investigaciones Económicas del BCE. Profesor de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO) y de la Pontificia Universidad Católica del Ecuador. Ha publicado numerosos estudios y ensayos sobre desarrollo económico y social en el Ecuador. Un trabajo reciente es un análisis del programa económico del gobierno de Rafael Correa, titulado “Algunos comentarios al Programa Económico del Gobierno Nacional”, escrito con el Economista Fabián Carrillo. También es co-autor, con Diego Borja, de “Más Socialistas y Más Democráticos que nunca: Bases para una nueva Constitución”. Fue dirigente estudiantil, habiendo sido electo Presidente de la Asociación Escuela de Economía de la Pontificia Universidad Católica del Ecuador.

Sobre el cumplimiento de las metas de convergencia

Tres son las metas de convergencia; (i) un nivel de inflación de uno solo dígito; (ii) un déficit fiscal (sector Público no Financiero) no superior al 3% del PIB; y, (iii) un nivel de deuda externa no superior al 50% del PIB.

El país, habría cumplido con suficiencia sus compromisos en estas tres variables. El nivel de inflación anual promedio fue del 4,47%; a diciembre la tasa se ubicó en el 5,41%; el déficit del SPNF llegó al 1,0% luego de que el año anterior registró un 4,6%; y, la relación de la deuda pública externa / PIB llegó al 22,1%.

Sin embargo de haber cumplido las metas con mucha holgura, la actividad económica en general presenta algunas vulnerabilidades que se deberían considerar con el objeto de que estos resultados sean sostenibles en el tiempo; y, que permitan generar espacios o la flexibilidad fiscal necesaria para enfrentar momentos adversos inherentes al ciclo económico.

De otro lado, vale recordar así mismo que, al margen del cumplimiento de estos objetivos macro, su intención explícita era, fomentar, incentivar, converger hacia un proceso de integración andina más sólido y profundo; objetivo que parece ser que no está siendo evaluando *pari-pasu* con ese cumplimiento.

En lo que sigue; se señala de manera general algunas de las vulnerabilidades presentes en la economía nacional; remitiéndose a las cifras oficiales presentadas¹. No se vuelve sobre los aspectos positivos y tampoco se realiza un análisis global de la economía nacional, aunque se mantiene presente el análisis de equilibrio general.

II. La inflación: una tendencia ascendente

En una economía dolarizada y abierta como la del Ecuador, la evolución de los precios internos se vuelve un indicador importante a la hora de evaluar la situación y perspectivas generales del sector externo. En especial por la pérdida de soberanía monetaria y por la imposibilidad consecuente de tener injerencia alguna sobre esta variable a través de los agregados monetarios básicos. En este caso la importancia de las políticas de oferta se tornan vitales para contener el ritmo de crecimiento de los precios, principalmente domésticos; o al menos, para buscar alinearlos a la evolución de los internacionales y evitar los efectos negativos sobre la capacidad competitiva de las exportaciones; en el corto plazo. Como se puede observar en el gráfico adjunto extraído de la página web del Banco Central del Ecuador; la tendencia ascendente de los precios a lo largo de todo el año 2011 es evidente. Si se observa la evolución de uno de sus componentes en el siguiente gráfico: éste da cuenta de que el precio de los alimentos, presenta una tendencia ascendente aún más relevante y advierte posibles problemas a futuro en especial por las demandas correlacionadas que puede generar sobre los no transables; en especial en los incrementos salariales. Obviamente, además de estas reivindicaciones están sus impactos encadenados sobre el tipo de cambio real; tanto en el corto plazo, cómo a futuro al afectar las expectativas de los agentes económicos relacionados al comercio internacional.

1. No se exponen los cuadros de las cifras oficiales. Para tal efecto se debe recurrir a la sección correspondiente en la que se las expone por parte de los delegados oficiales.

GRÁFICO 1
Indice de precios al consumidor
(Porcentaje de Variación anual a fin de Período)

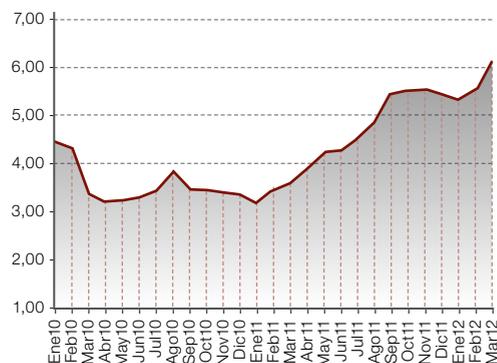


GRÁFICO 2
Evaluación de la Inflación Anual de Alimentos

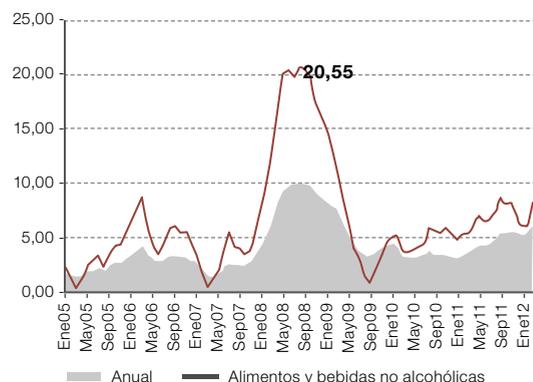
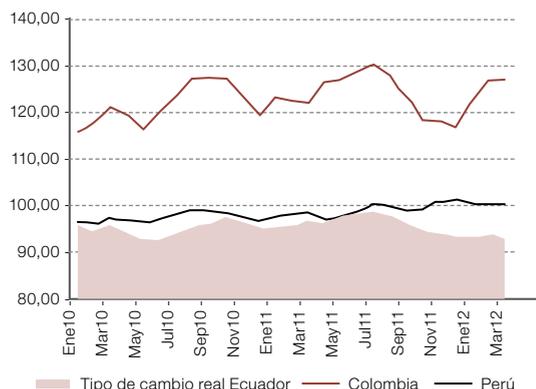


GRÁFICO 3
Evolución del tipo de cambio real



Como se puede observar en el tercer gráfico adjunto en el que se presenta el tipo de cambio real efectivo para el Ecuador así como el bilateral con Colombia y Perú; dos son las conclusiones más relevantes que se pueden extraer. La primera, una tendencia a la apreciación importante desde mediados del año 2011; casi paralela al incremento en el ritmo de crecimiento de los precios; y, la segunda, que los vecinos inmediatos que ya han firmado sus acuerdos comerciales con los Estados Unidos presentan niveles de tipo de cambio más competitivos.

III. El comercio exterior: se mantiene la dependencia en primarios

Posiblemente otro elemento característico de la economía ecuatoriana; además del de la dolarización; es la alta concentración de sus exportaciones en pocos productos primarios o de escaso valor agregado. Tal como lo demostró la presentación de los economistas oficiales del país, esta concentración habría aumentado en los últimos años; lo que introduce una alta vulnerabilidad sobre las cuentas externas y principalmente fiscales.

Si se observa el dato agregado de la balanza comercial ésta acusa en el último año una mejoría sustancial. De un déficit cercano a los USD 2.000 millones en el año 2010, baja a los USD 664 millones en el 2011, lo que a primera vista podría ser altamente significativo. Sin embargo, si se descompone este indicador se observa que este favorable resultado obedece en esencia a la balanza petrolera, cuyo saldo positivo se incrementa en nada menos que USD 2.200 millones en el último año; explicado fundamentalmente por los altos precios registrado por el hidrocarburo en el último año; lo que se evidencia en el índice de términos de intercambio.

CUADRO 1
Balanza Comercial

Años	Total	Petrolera	No Petrolera	Índice de Terminos de Intercambio
2009	-233,8	4626,3	-4860,2	119,7
2010	-1978,7	5630,4	-7609,1	155,0
2011	-664,3	7826,5	-8490,8	194,1

Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: el autor

Con el objeto de observar la importancia que ha tenido la evolución de los precios del petróleo en los mercados internacionales sobre la economía nacional en el 2011, se realizó un nuevo cálculo de la balanza comercial manteniendo los niveles promedio de exportación y de importación del año 2010. Los resultados con muy elocuentes; el superávit de la balanza petrolera se reduce en algo más de USD 2.300 millones y el déficit, obviamente, salta en el mismo valor.

Está claro; por tanto, que la fuente de financiamiento de la balanza comercial no petrolera son principalmente las divisas provenientes de las exportaciones de petróleo, que se canalizan a la economía doméstica a través del gasto del Gobierno Central. Los resultados de la Balanza de Pagos en este contexto, permiten dar cuenta de un hecho bastante lógico para una economía abierta y dolarizada como la ecuatoriana; las balanzas de servicios y de renta se cierran con las transferencias corrientes recibidas; es decir con las remesas de los migrantes; que es otra de las fuentes más importantes de ingreso de divisas para el país cuyo flujo no se ha visto afectado con la severidad de la crisis europea.

Con el fin de explorar un poco mejor la situación del comercio exterior en el Ecuador se preparó el siguiente Cuadro No. 2 en la que se presenta la evolución de las exportaciones divididas en primarios e industrializados. Como se puede observar la tendencia general es a acentuar la dependencia en los primarios; lo que se evidencia de mejor manera si se excluye petróleo y derivados. La participación de los primarios pasa de un 56% a casi un 60% en los últimos 6 años. Confirmando así lo señalado por la CEPAL como una tendencia general para toda América Latina, posiblemente como resultado del ingreso de la demanda China a los mercados internacionales de primarios. Sin embargo y no es menos cierto que la exportación de productos industrializados es significativa, pues alcanza al 41% del total de las exportaciones, igualmente excluyendo petróleo y derivados.

Años	Incluye petróleo y derivados	
	Primarios	Industriales
2006	77,2 %	22,8%
2007	74,3%	25,7%
2008	76,2%	23,8%
2009	75,9%	24,1%
2010	77,3%	22,7%
2011	77,8%	22,2%
Excluye petróleo y derivados		
2006	55,9%	44,1%
2007	53,6%	46,4%
2008	53,1%	46,9%
2009	61,5%	38,5%
2010	58,4%	41,6%
2011	59,1%	40,9%

Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: el autor

Conviene presentar y leer la información de la estructura general de las importaciones, pues esta permite observar a través de la intuición si se está o no produciendo un cambio importante en la estructura del tejido productivo nacional, por un lado; y por otro, si se avizora o no un crecimiento general de la economía en el mediano plazo. Este cambio y expectativa de crecimiento se advertiría por ejemplo en una

importación significativa de bienes de capital que altere el potencial de crecimiento modificando el stock de capital o a través de un cambio relativo en la importancia de las materias primas sean estas agrícolas o industriales; que implique una absorción significativa con el consecuente aumento de las capacidades instaladas.

Según la siguiente cuadro no se observan cambios significativos en los últimos 4 años que puedan advertir alguna transformación importante en el aparato productivo del país o un crecimiento sostenido importante al calor de las nuevas políticas introducidas por el nuevo gobierno; al menos desde las cuentas externas – tirón de demanda-.

Años	2008	2009	2010	2011
Bienes de consumo	23%	22%	23%	20,7%
Combustibles y lubricantes	18%	17%	18%	22,2%
Materias primas	33%	33%	31%	31,5%
Bienes de capital	26%	28%	27%	25,5%

Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: el autor

Esta estructura da cuenta de tasas de crecimiento en valor más o menos similares en todos los renglones, posiblemente un análisis más fino de las importaciones sea por producto o por rama de actividad permitiría realizar una validación más certera de la hipótesis sugerida. Trabajo que sería importante realizar en el afán principalmente de descubrir el nivel de sostenibilidad de las cuentas externas; desde el lado de la oferta. No deja de llamar la atención a la luz de estos resultados el que las tasas de crecimiento tanto de las exportaciones como de las importaciones sean tan significativas en los últimos dos años; como se puede observar en el siguiente cuadro:

Años	EXPORTACIONES			IMPORTACIONES	
	Petroleras	No Petroleras	Total	Petroleras	No Petroleras
Tasas de Crecimiento					
2008	40,7%	18,4%	37,4%	30,2%	39,2%
2009	-40,6%	-2,8%	-20,5%	-30,4%	-18,2%
2010	38,9%	13,3%	38,1%	72,9%	31,2%
2011	33,5%	20,7%	18,2%	25,8%	16,2%
Como % del PIB					
2008	21,6%	13,1%	32,7%	6,2%	26,5%
2009	13,4%	13,3%	27,1%	4,5%	22,6%
2010	16,7%	13,5%	33,6%	7,0%	26,6%
2011	19,7%	14,4%	35,1%	7,8%	27,4%

Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: el autor

Las exportaciones no petroleras presentan una tasa del 21% y las importaciones igualmente no petroleras una del 16,2%; y, sus estructuras con respecto al PIB presentan variaciones de alrededor de un punto porcentual.

IV.El sector fiscal: “un sistema de pago sobre la marcha”

Se había señalado que una de las características del actual gobierno es el reposicionamiento del estado como “eje conductor” de la actividad económica nacional. Esto se evidencia en el hecho de que mientras el PIB nominal se multiplica por 1.4 veces entre los años 2007 y 2011; el gasto del Sector Público no Financiero –SPNF- lo hizo en 2.6 veces y el ingreso en 2.3 veces. En términos del PIB, los ingresos en el mismo período pasan del 30% al 48%; y, los gastos de un 28% a otro 49%; tal como se puede observar en el siguiente cuadro.

	2008	2009	2010	2011
En millones de dólares				
Total de ingresos SPNF	22062	18378	23186	31495
Total de gastos SPNF	21762	20610	24123	32170
Como porcentaje del PIB				
Total de ingresos SPNF	40,7%	35,3%	40,0%	47,8%
Total de gastos SPNF	40,1%	39,6%	41,6%	48,8%

Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: el autor

Esta evolución del SPNF debe atenderse desde dos preocupaciones fundamentales; la primera, obvia es, desde su sostenibilidad inter-temporal; y, la segunda, desde los impactos multiplicadores sobre la actividad económica; de operar lo que en la economía se conoce como el efecto *crowding-in*.

Los desarrollos en la teoría económica no son conclusivos con respecto a cuan “jalador del conjunto de la economía” puede ser el gasto público; en todo caso, es claro que el impacto de la inversión pública en infraestructura sobre el crecimiento general de la economía y sobre las expectativas de ganancia de la inversión privada puede ser más efectivo que un tirón desde el gasto corriente –por el lado de la demanda-. Además, un último estudio del PNUD² demuestra incluso que para el caso de los países asiáticos el efecto del crecimiento sobre la pobreza es mucho más efectivo que cualquier política re-distributiva.

De otro lado y tratando de evaluar cuan sostenible es la estructura del SPNF en el Ecuador se analiza; por un lado, los fundamentos del crecimiento de los ingresos y de los gastos; y, por otro, el espacio fiscal generado para enfrentar problemas de coyuntura adversos que podrían afectar en el corto plazo el desenvolvimiento general de esta nueva estructura estatal.

	2008	2009	2010	2011
Estructura del Gasto				
Gasto Corriente	67,8%	67,6%	70,1%	69,5%
Gasto de Capital	32,2%	32,4%	29,9%	30,5%
Como porcentaje del PIB				
Gasto Corriente	27,2%	26,8%	29,2%	33,9%
Gasto de Capital	12,9%	12,8%	12,4%	14,9%

Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: el autor

El cuadro anterior presenta la estructura del gasto corriente y de capital por un lado y su participación en el PIB por el otro. Como se puede observar el gasto corriente gana participación relativa; pero el salto como porcentaje del PIB es más significativo pues pasa de un 27% a otro 34%, es decir siete puntos más entre el 2008 y el 2011. El gasto de capital de su lado pierde dos puntos en la estructura, y gana igual número de puntos como proporción del PIB al pasar del 13% al 15%. Estos datos darían cuenta de que se habría privilegiado el gasto corriente en el crecimiento del sector público, lo que no resulta muy alentador pues se estaría estimulando a la economía más desde la demanda agregada que desde la oferta.

Se debe aclarar sin embargo, el hecho de que figuran como gastos corrientes, los destinados a sueldos y salarios e insumos para la educación y la salud; los que definitivamente de ser realmente efectivos tendrían un impacto en el mediano y largo plazo sobre el crecimiento. No se dispone de información sobre el gasto en infraestructura en estos mismos sectores de gasto, lo que impide realizar un análisis más preciso. En todo caso, tampoco se tienen indicadores de eficiencia y su construcción escapa fuera del ámbito de este trabajo; sin embargo dado el importante salto cuantitativo en estos rubros se impone un trabajo de medición de calidades para poder ser más conclusivo.

Así mismo tratándose de la sostenibilidad, el análisis de las fuentes de gasto es importante; y, para tal efecto se presenta la siguiente cuadro, que presenta la estructura de los ingresos.

2. Roy R. & Weeks J.; s/f; Making Fiscal Policy Work for the Poor. UNDP

Se puede observar; un crecimiento relativo en la carga tributaria media de la economía que pasa del 12,1% al 13,7% del PIB entre los años 2007 y 2011 lo que es bueno, desde todo punto de vista. Así mismo, vale resaltar la mayor importancia en el crecimiento del impuesto a la renta que gana casi un punto del PIB en relación al IVA que gana solamente 0,4 puntos porcentuales; advirtiendo el importante ejercicio progresivo realizado en este último período. Lo que resulta aun más evidente si se observa la estructura porcentual de los ingresos tributarios, en la que el impuesto a la renta gana tres puntos y el IVA pierde casi los mismos tres puntos.

	2007	2011
	Como porcentaje del PIB	
Ingresos tributarios	12,1%	13,7%
Impuestos a la renta	3,7%	4,6%
IVA	6,0%	6,4%
ICE	0,8%	0,9%
Aranceles	1,5%	1,8%
	Estructura Porcentual	
Impuesto a Renta	30,8%	33,7%
IVA	50,1%	46,6%
ICE	6,4%	6,9%
Aranceles	12,8%	12,8%
Otros Impuestos	0,0%	0,0%

Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: el autor

Ganancia en progresividad de la estructura que se ha realizado a costa de un número importante de reformas tributarias que suman ya nueve en los últimos 5 años; lo que pudo haber afectado a la eficiencia; a la incidencia; a la administración; e, incluso a la recaudación.

Algo que llama la atención significativamente es el hecho de que mientras en el año 2006 los ingresos del SPNF provenientes de la actividad petrolera significaron el 29% del total y los tributarios alcanzaron el 44%; para el año 2011 estos porcentajes pasan a ser del 41% y 31% respectivamente. Sorprendentes resultados; un salto gigantesco en la importancia de los ingresos por exportaciones petroleras y una caída significativa en la importancia de los ingresos por impuestos; lo que advierte, la extrema dependencia que ha llegado a tener las cuentas fiscales en el petróleo.

Se debe señalar que el nivel de reservas internacionales entre estos mismos años pasó de dos mil millones de dólares a solo tres mil millones, de diciembre a diciembre; advirtiendo que el nivel de gasto ha ido a la par del crecimiento de los ingresos.

CUADRO 8
ESPACIO FISCAL
(En millones de dólares)

	2009	2010	2011	2011 Simulado
Gastos ineludibles	11915	14232	18171	18171
Sueldos y salarios	5929	6786	7461	7461
Intereses deudas	349	413	513	513
40% by s	1924	2090	2556	2556
BDH	450	546	546	546
Amortización deuda	1290	686	1670	1670
M de combustibles	1973	3711	5425	5425
Gastos de K	6680	7218	9826	9826
Ingresos petroleros	5212	7845	13032	9668
Ingresos tributarios	7204	7795	9004	9004
Brecha 1: IT/GI	60,46%	54,78%	49,55%	49,55%
Brecha 2: ((IP+IT)-GI)/GK	7%	20%	39%	5%

Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: el autor

En el Cuadro No.8 se realiza un ejercicio contable simple con el objeto de estimar una suerte de "espacio o flexibilidad fiscal". Para tal efecto se identifica y cuantifica lo que podría –en opinión del consultor- denominarse como "gastos ineludibles"; tales como los sueldos y salarios, los intereses de la deuda interna y externa; el Bono de Desarrollo Humano –BDH- ; la importación de combustibles; el 40% de los bienes y servicios que entendemos son salud, educación y otros servicios que no pueden dejar de adquirirse para un funcionamiento mínimo del SPFN; y, la amortización de deuda. De otro lado se registran tanto los ingresos tributarios como los petroleros.

Con esta información se obtiene la **brecha 1**; que muestra que los tributos apenas financiaron el 49,6% de los gastos ineludibles en el año 2011; porcentaje que además se ha ido reduciendo en los últimos años, en 10 puntos porcentuales.

Así mismo se obtiene el indicador **brecha 2**; que resta de los ingresos totales los gastos ineludibles y relaciona el resultado con el gasto de capital; con el objeto de observar en qué medida se puede comprimir este gasto en el caso de una restricción de financiamiento o crisis externa, como puede ser la caída en el precio del petróleo. En principio se puede observar que el espacio de financiamiento para el gasto de capital se ha ampliado significativamente, desde una disponibilidad para la inversión de un 7% en el año 2009 a otra cercana al 40% en el 2011.

Sin embargo, se reconstruyó el año 2011 con un precio de exportación de petróleo similar al del año 2010; que fue de 71.93 dpb; frente a un precio efectivo de 96.96 dpb. Como se puede observar la capacidad de financiamiento neta para inversión se reduce de manera significativa de un holgado 49% a un bajo 5%. Es decir que en este caso, o bien se logra adquirir financiamiento externo por el 95% restante o bien se comprime totalmente la inversión pública, con las consecuencias obvias de equilibrio general que no se analizan en este trabajo.

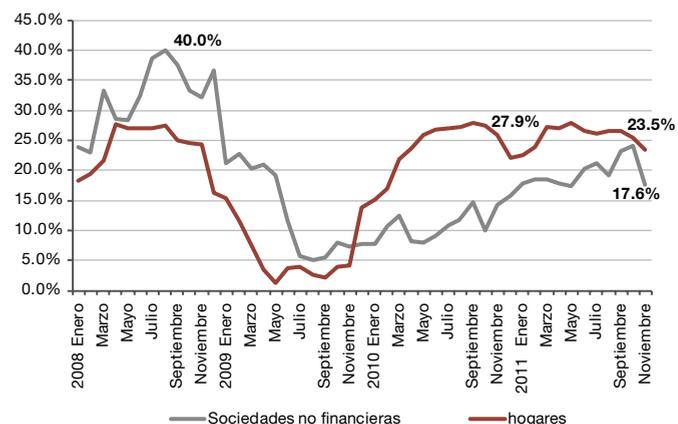
V. El sistema monetario financiero

Se mantiene las evidencias registradas ya el año anterior; a saber: (i) una estructura corto placista en captaciones y colocaciones financieras; con un ligero cambio favorable en depósitos a plazo; (ii) una caída en las tasas de crecimiento de captaciones y colocaciones

Con la información que presenta el Banco Central para el Panorama Financiero se preparó los siguientes dos gráficos. El primero de ellos da cuenta de la evolución de los depósitos de sociedades no financieras y de hogares en el sistema financiero nacional. Se puede advertir que si bien hay una recuperación significativa a partir del 2010 luego de la crisis internacional que afectó estas cuentas con particular relevancia en el año 2009; las tasas anuales de crecimiento se han mantenido estables los dos últimos años, con una ligera caída en los últimos meses del año 2011.

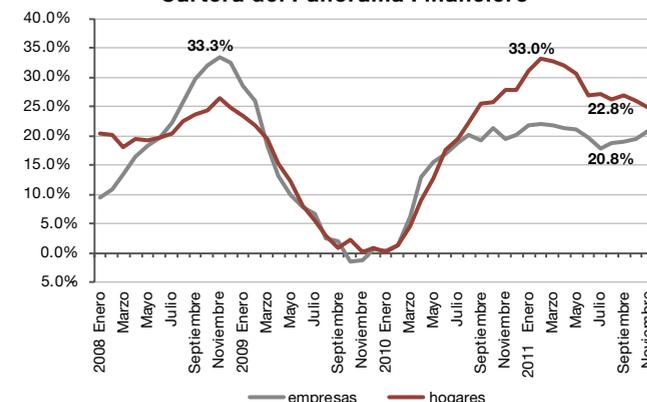
Vale señalar que es la evolución de los depósitos a plazo los que amortiguan la caída general de los depósitos.

GRÁFICO 4
Depósitos del Panorama Financiero



De otro lado si se observa, en la misma fuente, la evolución de la cartera, presentada en el Gráfico No. 5; está claro que, si bien las tasas son relativamente altas, la tendencia decreciente en el último año es evidente, lo que sin lugar a dudas advierte la posibilidad –de mantenerse– de que el significativo crecimiento de la economía registrado en el año 2011 difícilmente se pueda mantener.

GRÁFICO 5
Cartera del Panorama Financiero

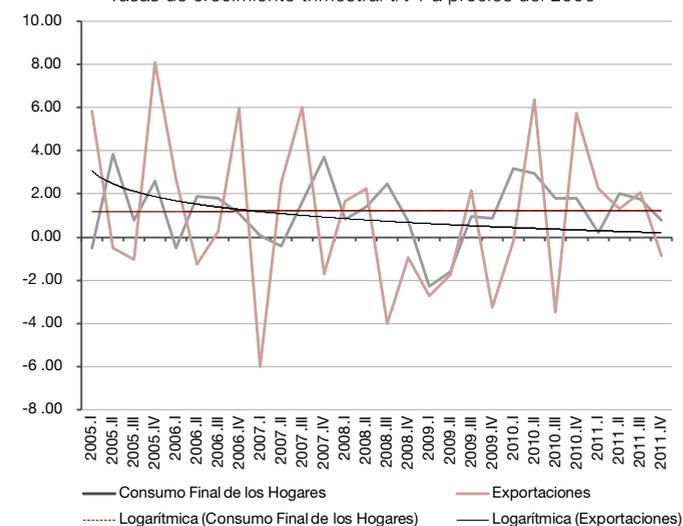


VI. El crecimiento económico

En relación con el ritmo de actividad económica, la economía ecuatoriana presenta una tasa de crecimiento importante de 7,8% en el año 2011. Dos características relevantes en esta importante tasa de crecimiento.

El primero de ellos tiene que ver con las tendencias en las tasas de crecimiento trimestral. Para dar cuenta de este fenómeno simplemente se grafica una línea de tendencia logarítmica (con todas las limitaciones estadísticas) tanto a las tasas de crecimiento de las exportaciones como a las de la demanda interna, para los trimestres comprendidos entre los años 2005 y 2011. Como se puede observar la gradiente para el caso de la curva de las exportaciones es negativa y para la de la demanda interna plana; a partir del último trimestre del año 2006 esta última supera a la primera con una ligera tendencia a ampliar la diferencia.

GRÁFICO 6
Exportaciones y Consumo de los Hogares
Tasas de crecimiento trimestral t/t-1 a precios del 2000



El segundo hecho relevante es el significativo crecimiento que registra la inversión o formación bruta de capital fijo. En los dos gráficos siguientes se presenta tanto la variación trimestral en relación al período próximo pasado como al mismo período del año anterior.

Y, lo que se puede observar además del importante y sostenido crecimiento luego de la crisis del 2009; con tasas entre el 10% y el 15% anual; y, entre 4% y 2% trimestral; es la ligera tendencia a su desaceleración en el año 2011. La tasa de crecimiento anual del 2011 habría sido según el Banco Central del Ecuador del 11,26%; y, la tasa del cuarto trimestre de ese mismo año del 3,1% en relación al tercer trimestre del mismo 2011.

Si se relaciona esta evidencia con la tasa de crecimiento del PIB del 7,8% del año 2011, se puede afirmar que esta última puede ser el resultado agregado de los dos últimos años; y que, dada la desaceleración observada en la FBKF del año pasado, puede ser que el año 2012 no se repita este crecimiento para el conjunto de la economía.

GRÁFICO 7
Formación Bruta de Capital Fijo
tasas de crecimiento trimestral t/t-4

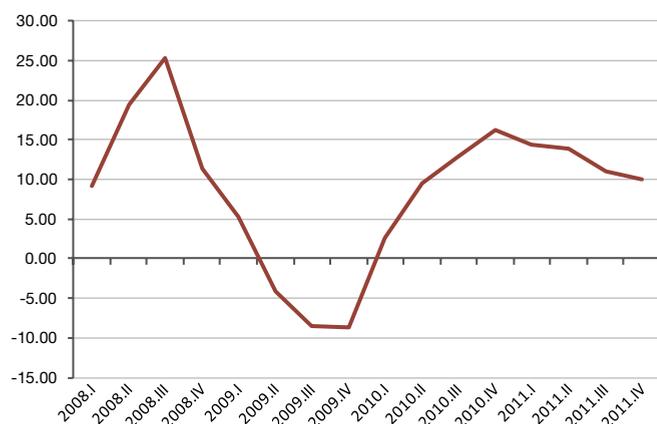
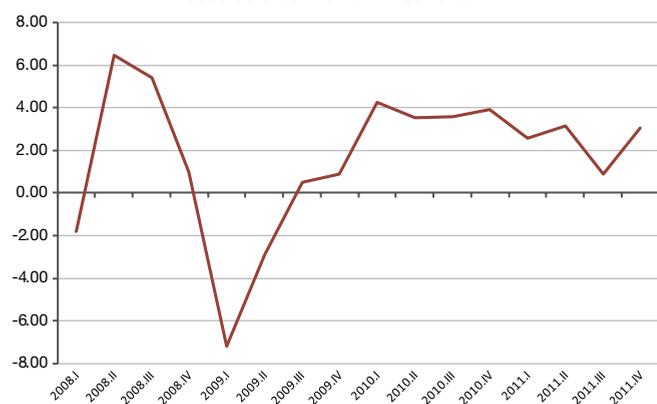


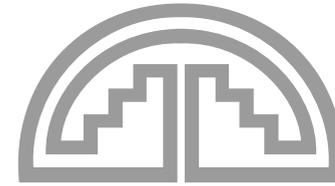
GRÁFICO 8
Formación Bruta de Capital Fijo
tasas de crecimiento trimestral t/t-1



VII. Conclusiones

Este trabajo además de señalar el pleno cumplimiento de las metas de convergencia del Ecuador; pretende exponer las potenciales vulnerabilidades en el sorprendente crecimiento de la actividad económica registrado en el año 2011.

Nuevamente al igual que en el análisis del año anterior, se advierte la existencia de cierta fragilidad en el sector externo de la economía nacional. Fragilidad debida a la extrema dependencia en el cierre de las cuentas externas y de las fiscales en los elevados precios del petróleo. La apuesta al crecimiento jalonado por el gasto del sector público hasta el momento ha sido altamente favorable y con resultados positivos en el crecimiento, la reducción de la pobreza y del desempleo. Sin embargo, también se puede observar el agudizamiento de ciertas tendencias poco favorables para su sostenibilidad inter-temporal; como pueden ser: cierto repunte inflacionario particularmente en los alimentos, la elevada concentración de las exportaciones en productos primarios que no ha logrado revertirse a pesar de los esfuerzos realizados; la “tibia respuesta” por parte del sector empresarial privado en participar activa y decididamente en el proceso de cambio de matriz productiva nacional; y, la relativa poca precaución en el gasto público que no ha constituido un fondo preventivo anti-cíclico y ha preferido mas bien disparar el gasto –principalmente corriente- a la par de la evolución de los ingresos petroleros.



OPINIÓN DEL GRUPO DE EXPERTOS DEL SECTOR NO OFICIAL

Perú

PERÚ

COMENTARIOS AL INFORME DE SEGUIMIENTO DE LAS METAS DE CONVERGENCIA MACROECONÓMICA 2011.

Jorge Gonzalez Izquierdo*
Universidad del Pacifico.

INTRODUCCIÓN

El presente documento realiza comentarios al informe preparado por el Ministerio de Economía y Finanzas y por el Banco Central de Reserva del Perú sobre el seguimiento de las metas de convergencia macroeconómica para el año 2011, determinadas en el contexto de la Comunidad Andina (CAN). Como es sabido, éstas se refieren a tres áreas: a) inflación, de no más de un dígito anual; b) déficit fiscal, menor o igual al 3% del PBI; y c) deuda pública, no mayor al 50% del PBI. Como se verá más adelante, los resultados económicos del Perú superan largamente las metas establecidas por la CAN por lo que la evaluación se hará en función de las metas establecidas internamente por el país.

En lo que sigue no se hará una presentación en extenso de cifras estadísticas dado que eso ya se hizo en los correspondientes informes mencionados anteriormente. Se privilegiará el análisis de cifras y comentarios sobre algunos comportamientos específicos.

ANTECEDENTES

El año 2011 fue un año de resultados disímiles para la economía peruana. Si bien siguió recuperándose de la crisis mundial 2008-2009, se vio afectada por desarrollos internos que condicionaron tal recuperación, sobre todo en el primer semestre del año. Para el segundo semestre, se comenzó a sentir los efectos de una nueva crisis de la economía mundial que condicionó su comportamiento en tal periodo y la seguirá afectando en todo el 2012.

COMPORTAMIENTO DEL SECTOR REAL: PRODUCCIÓN, EMPLEO E INGRESOS

Después de experimentar un crecimiento de casi 9% en el 2010, la economía peruana creció 6.9% en el 2011 reflejando así un proceso de desaceleración económica. Sin embargo dicha cifra esconde algunos comportamientos dignos de comentar.

En Enero de 2011 la economía creció 10.2% reflejando el impulso de la recuperación del año anterior. Sin embargo, para Junio el crecimiento era escasamente de 5.5% graficando con ello un fuerte proceso de desaceleración continuo durante el primer semestre del año. ¿Qué lo provocó?. Fueron, en lo principal, factores de orden político los que hicieron sentir sus efectos sobre el comportamiento de la demanda interna, en especial la inversión privada, que como sabemos, en el corto plazo, condiciona la evolución de la producción y el empleo.

Sucede que durante los meses de Abril y Junio se llevó a cabo el proceso de elección del nuevo gobierno del país, en donde el programa de gobierno de un candidato principal prometía cambios sustanciales en el diseño y conducción de la política económica del país, bastante diferente a la que venía siguiéndose en los últimos veinte años. Eso afectó sin duda las expectativas de los agentes económicos causando una desaceleración apreciable de la inversión privada que de venir registrando un crecimiento promedio de 26% en los dos últimos trimestres de 2010 pasó a crecer un promedio de 15% en el primer semestre de 2011.

A ello, se sumaron dos factores adicionales que ayudan a explicar la marcada desaceleración del primer semestre. En primer lugar, el hecho de que a partir de Enero comenzaron a tomar posesión de sus cargos los diferentes gobiernos regionales y municipales elegidos el año anterior. Con ello, retardaron el proceso de gasto público sobre todo el de inversión. En segundo lugar, el gobierno central tomó una decisión errada por la cual por dos meses consecutivos (Abril y Mayo) prácticamente paralizaron la inversión pública en los tres niveles del estado, creyendo con ello, evitar la acentuación de presiones inflacionarias por el lado de la demanda, no entendiendo cabalmente que el proceso inflacionario que se estaba viviendo reflejaba, en lo fundamental, presiones de oferta.

Se dieron sin embargo, dos sucesos que contrabalancearon parcialmente lo descrito líneas arriba. Me refiero al crecimiento alto y sostenido que viene registrando el consumo privado desde hace veinticuatro meses, en promedio 6.4% anual, sobre todo el de las personas concentradas en los estratos Cy D de la población. Creo que son varios los factores que explican dicho comportamiento. Primero, el crecimiento del ingreso nacional disponible que creció alrededor del 7%. Segundo, el crecimiento del empleo formal urbano que registró un crecimiento de 5.4% en los primeros once meses del año. Tercero, el fuerte crecimiento del crédito de consumo que superó el 20% anual aunado a una disminución en el costo de acceso a él. Cuarto, un mejoramiento en las expectativas de los consumidores sobre todo en los estratos bajos de ingresos que originaron las promesas electorales del candidato Ollanta Humala. El segundo factor a tomar en cuenta tiene que ver con el comportamiento de las exportaciones. Las exportaciones de bienes y servicios luego de registrar un crecimiento de escasamente 1.3% en 2010 pasaron a crecer 8.8% en el 2011, imprimiendo con ello presiones hacia el alza al crecimiento de la producción.

* Estudió en la Universidad del Pacifico con estudios de Post Grado en la Universidad Católica de Chile (Magíster en Economía) y en la Universidad de Chicago de los Estados Unidos (M.A. in Economics). Recientemente ejerció el cargo de decano de la Facultad de Economía de la Universidad Pacifico. Profesor de la Escuela de Post Grado y Pregrado en la misma universidad. Profesor de los programas de MBA (Lima) y MBA (Quito), Ecuador y del Instituto Tecnológico de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), México. Fue Ministro de Trabajo y Promoción Social, y de Relaciones Exteriores; Presidente de la Comisión de Promoción de la Inversión Privada-COPRI; Vice Ministro de Integración en el Ministerio de Industria, Turismo e Integración. Asimismo, fue Decano del Colegio de Economistas de Lima; Profesor Honorario en diversas Universidades del país. Además fue Vicepresidente de Administración y Finanzas de la Corporación Andina de Fomento (CAF - Venezuela). Ha realizado trabajos de investigación en una amplia variedad de temas en economía y Política económica.

Durante el segundo semestre del año el crecimiento se recuperó algo en los meses de Julio (6.5%) y Agosto (7.7%) para luego empezar otro proceso de desaceleración hasta fin de año (5%). En este comportamiento jugaron factores ligados a la inminente llegada de una nueva crisis internacional, principalmente a través de la afectación de expectativas de los agentes económicos y a la no recuperación del gasto público.

El empleo formal urbano creció 5.4% durante el año. Fue el segmento de empresas consideradas medianas y grandes las que crearon más empleo (6.7%) concentradas en los sectores Comercio y Manufactura. Las pequeñas y microempresas contribuyeron poco a la creación de empleo (3%) contradiciendo con ello las políticas que al respecto tomaron sucesivos gobiernos.

No existen cifras confiables sobre el comportamiento de las remuneraciones, sueldos y salarios, en el sector laboral formal, pero indicadores indirectos apuntan a que en términos reales los salarios crecieron muy poco (menos del 2%) al igual que los sueldos. Una explicación podría radicar en la existencia todavía de apreciables bolsones de desempleo en la mano de obra con baja productividad que provocan presiones a la baja en el promedio de ingresos. Sin embargo un dato del crecimiento del ingreso promedio para Lima, formal e informal, señala que en el primer semestre del 2012 ese ingreso creció 11% en términos nominales.

IMPLICANCIAS DE LA GRAN CRISIS FINANCIERA ECONÓMICA MUNDIAL.

La gran crisis financiera-económica que se inició en Diciembre de 2007 y terminó oficialmente en junio 2009 en EE.UU, sigue haciendo sentir sus efectos hasta el presente. Uno de estos efectos tiene mucho que ver con los fundamentos de la teoría económica.

Es sorprendente el alto el número de buenos economistas que han tratado la presente crisis, en su naturaleza, como una recesión más de las varias que se han dado en EE.UU y en otros países desarrollados. Bajo este punto de vista, las soluciones que se dieron fueron las tradicionales, vale decir, del tipo que la teoría económica estándar establece. Una política fiscal y monetaria fuertemente expansiva ya que el diagnóstico era que la caída en la tasa de crecimiento de la producción y las altas tasas de desempleo abierto, se debían a una deficiencia en el gasto agregado, es decir, a una insuficiencia de la demanda agregada, sobre todo, la interna. Transcurrido un tiempo prudencial, la realidad demostró que tales medidas no estaban produciendo los resultados que de ellas se esperaban. Incluso, la política monetaria se vio obligada a realizar acciones no convencionales para tratar de superar la situación de cero tasa de interés de corto plazo en que había caído. Pero aún así la situación no mejoró apreciablemente.

Últimamente han aparecido algunos renombrados economistas como K.Rogoff, J.Taylor, P. Krugman y otros que han acuñado un nuevo concepto. Llamam a la presente crisis una “balance sheet recesión (contraction)” entendiendo por ello

una crisis que devino debido al excesivo endeudamiento de empresas y sobretodo personas, que los llevaron a recortar seriamente sus gastos en bienes y servicios cuando se vieron obligados a repagar sus deudas, a restaurar su balance financiero. Con este diagnóstico la recomendación de política económica es otra. Lo que se debe conseguir es un esquema que permita transferir riqueza de los acreedores hacia los deudores. Se piensa que ello se lograría a través de a) defaults; b) represión financiera; c) inflación. A nivel internacional la primera medida es algo que se está aplicando, caso Grecia por ejemplo en forma parcial. A nivel interno, provocar una mayor inflación es algo que se está discutiendo cada vez más, ya que no sólo licua la deuda per-se sino que tiende a provocar una tasa de interés real negativa con lo que incentiva a los acreedores a gastar los recursos que reciben de los deudores. Claro que ello choca contra la razón de ser de cualquier banquero central, su credibilidad y su compromiso a mantener estabilidad de precios. Incluso se ha llegado a plantear que una de las razones por las que el llamado “quantitative easing” no produjo los resultados esperados fue que las masivas inyecciones de dinero no despertaron en los agentes económicos mayores expectativas de inflación futura debido a la credibilidad que tienen en el banco central y su staff.

Estas son lecciones que aquí en el país debemos de tomar nota. Se debe evitar, en lo posible, la aparición de crisis que tengan como raíz primaria desórdenes financieros que luego se traspasan al sector real de la economía. Estas son las crisis más difíciles de tratar y que toman años salir de ellas. Considero que una de las razones que explican por qué en el Perú la crisis mundial no produjo una profunda recesión y alto desempleo fue precisamente que el sector financiero no se “enfermó”. La crisis nos llegó por el lado real de la economía y no contagió al sector financiero-monetario de la economía.

ENTENDIENDO LA CRISIS DE LA EUROZONA

La eurozona, conformada por diecisiete países europeos, viene atravesando una de sus peores crisis de naturaleza financiera.

Dicha eurozona alberga dos tipos de países: los llamados países de la periferia -Grecia, Portugal, Irlanda, España, entre otros- y los países del centro como Alemania o Francia. Algunos de los países de la periferia como Grecia e Italia vienen presentando graves problemas de endeudamiento del sector público que arroja dudas sobre su capacidad de cumplir con su deuda en las condiciones pactadas y sobre la viabilidad del sistema financiero privado dada la amenaza de un “credit crunch” generalizado. Normalmente, el análisis de tal situación se hace en función de la sostenibilidad de la situación fiscal futura. Esta vez le daré un enfoque diferente; la analizaré a través de los resultados de la balanza de pagos.

Cuatro países, Portugal, Grecia, España e Italia, presentan un déficit acumulado en la cuenta corriente de la balanza de pagos de alrededor de 180 billones de dólares. Alemania por su parte presenta un superávit de cuenta corriente de alrededor de 180 billones de dólares. La eurozona en su conjunto presenta un ligero superávit en

cuenta corriente. ¿Qué nos dice esto? Primero, que la eurozona no necesita que países como China o Brasil le inyecten recursos a manera de salvataje. Su problema es de redistribución interna de recursos desde países del centro hacia la periferia para solucionar el problema. ¿Cómo? Haciendo que los cuatro países mencionados ahorren más, reduzcan su demanda y fomenten el crecimiento económico de largo plazo a través de la implementación de reformas estructurales como la flexibilización del mercado laboral y la privatización. Por otro lado, los países del centro como Alemania que ahorran menos, ahora, gasten más.

Con ello, en los primeros se provocará una contracción económica severa e incluso una deflación en el corto plazo. En el segundo, una expansión e incluso inflación. Sin embargo, el ajuste tiene que ser de ambos grupos, no de uno sólo porque ahí el ajuste sería mayor que el necesario. ¿Algo más? Sí. Se necesita como complemento un ajuste de precios relativos. ¿Cómo? Si hubiera flexibilidad de tipo de cambio, es decir, todos los países con su propia moneda, debiera de conseguirse que en los cuatro países se dé una devaluación respecto a Alemania. Ello ayudaría apreciablemente a reducir el costo social del ajuste. Debido a que existe el euro (tipo de cambio fijo), entonces este cambio en precios relativos tendrá que darse vía deflación-inflación. Como el Banco Central Europeo y sobre todo Alemania no están dispuestos, hasta el momento, a permitir algo semejante (un poco más de inflación), todo el peso del ajuste tendrá que caer en los países de la periferia. Y habría que ver la viabilidad política de ese proceso y la viabilidad del euro mismo. En ese caso, es posible que Grecia termine dejando el euro.

SOBRE LA INCLUSIÓN SOCIAL.

Sobre la llamada inclusión social

Una de las columnas vertebrales, sino la principal, del presente gobierno es el objetivo de lograr a la brevedad la inclusión social de grandes mayorías. Para mí, la llamada inclusión social no es otra cosa que sacar de la situación de extrema pobreza y pobreza a millones de peruanos. Seguramente el diagnóstico es que tales segmentos de la población se encuentran en dichas situaciones porque están excluidos de una serie de circuitos modernos de la economía, de alta productividad, como el financiero, tecnológico, infraestructura, educación, salud, etc. Por consiguiente hay que incluirlos dentro de ellos.

Hasta aquí, creo que nadie puede estar en desacuerdo con ese objetivo. Sin embargo, lo que llama la atención es el excesivo énfasis que se da al gasto en programas sociales como una forma de lograr dicha inclusión, tipo Pensión 65, ampliación del programa Juntos, Cuna más y también elevar el sueldo mínimo. Considero que ello dista mucho de constituir medios idóneos y eficaces de conseguir la ansiada inclusión. A lo sumo, sería un complemento a cuestiones más medulares que deseo discutir a continuación.

En una sociedad siempre va a existir desigualdad de ingresos entre personas. Es decir, siempre habrá pobres más no extremadamente pobres. La teoría económica

distingue entre “buena” desigualdad y “mala” desigualdad. La primera es el resultado de gente que es extremadamente productiva y que provee a la sociedad de bienes y servicios nuevos, de calidad. A cambio de eso genera ingentes ingresos. Contra eso no se puede estar. Al contrario hay que incentivarlo. La segunda es la que hay que eliminar pues resulta de malas prácticas como coimas, robos, privilegios, etc. Si deseamos lograr una inclusión social apreciable en este gobierno el énfasis debiera de estar en hacer al menos cuatro reformas estructurales profundas. Primero, en la educación a fin de garantizar a todos el acceso a una educación de calidad en todos sus niveles. Segundo en la salud, para igualmente asegurar a todos un acceso a una salud de calidad y de bajo costo. Tercero, masiva inversión en infraestructura a lo largo del país que incluya vías de comunicación, telefonía, saneamiento ambiental, energía, etc. Cuarto, reformar el estado en muchos aspectos tipo descentralización, seguridad, eficiencia administrativa.

El gasto en programas de corte social, asistencialista, es necesario mientras exista extrema pobreza pero no deben de constituir lo fundamental. Su financiamiento debe estimarse después de contabilizar lo requerido por las reformas estructurales a ser realizadas. No al revés. Hay que cuidar de no caer en populismo.

SECTOR EXTERNO.

El sector externo de la economía medido por el resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos mostró un déficit equivalente al 1.3% del PBI por segundo año consecutivo. En términos rigurosos, ello significa que durante el 2011 el país gastó más que su PNB aún cuando gastó menos que su PBI dado que la balanza de bienes y servicios no financieros arrojó un superávit de alrededor de 4% del PBI. Ello se debió en lo fundamental al comportamiento del pago neto a factores que presentó un déficit de alrededor del 7% del PBI, siendo una de sus principales causas la remesa de utilidades de las compañías extranjeras que operan en el país.

Para economías pequeñas y medianamente abiertas al mundo como la peruana, lo sucedido con los términos de intercambio es de suma importancia ya que representan uno de los principales choques de oferta que condiciona su comportamiento. El año pasado los términos de intercambio registraron una recuperación importante respecto a los dos años anteriores. Crecieron casi 18%. Sin embargo en el 2011, estos registraron un crecimiento de escasamente 5.4% provocando un aumento en el ingreso real del país equivalente al 1% del PBI. Para el 2012 se espera un decrecimiento de los términos de intercambio.

Otra de las cuentas importantes de analizar es la referida al financiamiento externo bruto de largo plazo del sector privado. Este descendió respecto al año pasado. En efecto, pasó de un poco más de 12000 millones de dólares (7.8% del PBI) a 10700 millones (6.1% PBI) en el 2011. Esto tiene que ver con el comportamiento de los flujos de la inversión directa extranjera neta y desembolsos de préstamos a largo plazo. Si bien la IDE neta aumentó ligeramente respecto al año anterior (5%) fueron los desembolsos de préstamos a largo plazo los que descendieron en casi 33% produciendo el resultado anotado. Esto afectó el desarrollo de la inversión

programada por el sector privado. Es posible que dicho comportamiento haya reflejado el cambio de expectativas de los agentes económicos comentado líneas atrás y también los efectos de la nueva crisis internacional.

Las Reservas Internacionales Netas administradas por el Banco Central de Reserva del Perú subieron de 44105 millones de dólares (28.5%PBI) a 48816 millones (27.6%PBI) a fin de 2011. Las principales implicancias macroeconómicas de ello son las siguientes: primero, representan casi el 90% de la liquidez total del sistema alejando con ello la posibilidad de ataques especulativos contra el tipo de cambio y de que suceda un “credit crunch”; segundo, representan cinco veces la deuda externa pública y privada de corto plazo consolidando así la imagen financiera del país; tercero, supera en monto a la deuda externa total del país determinando una posición acreedora frente al mundo.

El tipo de cambio nominal disminuyó en 3.9% durante el año, medido a fin de periodo, configurando con ello una caída acumulada superior al 14% en los últimos tres años. Cabe señalar que en nuestro caso el traspaso de este movimiento hacia los precios ha venido disminuyendo apreciablemente en los últimos tiempos. Su efecto sobre la inflación es muy reducido. El pass-through de corto plazo se estima alrededor de 0.10%. El BCRP intervino durante el año repetidas veces comprando dólares para evitar excesivas e inconvenientes fluctuaciones del tipo de cambio; ello contribuyó a aumentar las RIN. Las presiones hacia la baja en el valor del dólar fueron muy fuertes debido al ingreso de capitales desde el extranjero y al cambio de portafolio de los agentes económicos nacionales provocado por el ajuste en las rentabilidades relativas esperadas del dólar. El tipo de cambio real bilateral (frente a EE.UU.) cayó en 6% acumulando una caída de alrededor de 16% en los últimos cuatro años. El tipo de cambio real multilateral (respecto a los veinte principales socios comerciales) disminuyó en 5.8% acumulando una caída de 12% en los últimos cuatro años. Ello ha afectado la competitividad del aparato productivo peruano frente al extranjero. No sólo de las exportaciones con mayor valor agregado sino también de la industria nacional que compite con la producción extranjera. Considero que estos movimientos configuran una transición hacia el equilibrio general de la economía. El fundamento de esta afirmación se expuso en el informe del año pasado usando el modelo de Trevor Swan. Por todo ello es necesario entender que las ganancias de competitividad se deben de obtener en otros campos diferentes al tipo de cambio como inversión en infraestructura, capital humano, ciencia y tecnología, etc. Es decir aumentando la productividad total de factores productivos de la economía ya que ello es una buena compensación para la caída del tipo de cambio real. Es más, considero que ello ha venido ocurriendo en los últimos años.

SOBRE EL ACUERDO PARA SALVAR A LA EUROZONA.

En los últimos días se produjo una reunión de los veintisiete países conformantes de la Unión Europea tendiente a encontrar una salida a la crisis que está viviendo Europa, sobre todo, la Eurozona. Cinco fueron los acuerdos básicos: Primero, crear una instancia supranacional que trate problemas muy graves, de alcance zonal, y

que facilite la transferencia de recursos hacia los países que presenten problemas económicos y fiscales en especial; trata de simular lo que pasa en los EE.UU. cuando el gobierno federal transfiere recursos a los estados que están presentando problemas de liquidez o solvencia. Segundo, activar y fortalecer el Fondo Europeo para afrontar las situaciones de crisis en que se encuentren sus miembros. Tercero, fijar como meta un déficit fiscal estructural no mayor al 0.3% del PBI. Cuarto, no comprometer a la banca privada en futuros esquemas de rescate a países con problemas de deuda pública. Quinto, transferir apreciables recursos al FMI. Con estos acuerdos se piensa encontrar una solución a los problemas de la Eurozona. ¿Qué pasó? Los mercados no mostraron una reacción favorable. ¿Por qué? Porque el diagnóstico realizado se centra, primordialmente, en los aspectos fiscales de la crisis. La solución, por ende, es austeridad fiscal en los países con problemas tipo Italia, España, Portugal, Grecia, entre otros. Se esgrime la tesis de “austeridad expansiva”; que el sector público se ajuste el cinturón es expansivo, ya que tendrá efectos reactivadores sobre el gasto privado vía expectativas, fundamentalmente. Y también porque no se logró que el Banco Central Europeo (BCE) tome acciones directas orientadas a comprar masivamente bonos de deuda pública de los países afectados. ¿Qué significa esto? Primero que el problema fundamental de la Eurozona no tanto es fiscal sino de balanza de pagos. El ajuste requerido para los países que presentan apreciables déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos como Italia, España, Grecia, Portugal, tiene que ir acompañado con un ajuste en sentido contrario en los países con superávit de cuenta corriente como Alemania. En los primeros, se contrae gasto; en los segundos, se expande. Porque si todos contraen gasto a la misma vez para generar superávit de cuenta corriente, entonces ¿quién será la contrapartida de ese superávit? Por el contrario, el costo del ajuste en los primeros será excesivo con las implicancias políticas y sobre todo sociales que ello conllevará. Segundo, se necesita que el BCE compre bonos de deuda pública de países como Italia, España, entre otros, ya que ello permitirá rebajar sustancialmente la tasa de interés aliviando los temores de un “default”, ayudando a expandir el gasto privado y “comprando” tiempo para que dichos países implementen reformas de largo plazo que estimulen el crecimiento. Sin la participación activa del BCE la credibilidad del acuerdo será baja. Tercero, lo de “ajuste expansivo” es una tesis que sólo sirve en la pizarra de una clase; no tiene mayor asidero real como lo demuestra un reciente estudio del FMI.

En resumen, el acuerdo logrado es un buen primer paso pero no alcanzará para solucionar los problemas de liquidez, solvencia y estructurales que aquejan a varios países de la Eurozona. Tiene que cambiar el diagnóstico, la receta y sobre todo la participación del BCE.

LA EUROZONA Y SU PROCESO DE AJUSTE.

Transcurridos cuatro años desde el inicio de la crisis financiera-económica que azotó a la eurozona como un todo, queda cada vez más clara la naturaleza de su concepción, la larga duración de la misma y sus escasas posibilidades de una rápida recuperación. A diferencia de lo sucedido con la economía peruana donde los efectos de la crisis mundial 2008-2009 duró escasamente doce meses, medido

en cifras sin desestacionalizar, en la eurozona la crisis continúa y se profundiza. Perú tuvo una recuperación tipo “V” mientras que la eurozona muestra una recuperación tipo “U”. ¿Por qué? Fundamentalmente por dos factores: Primero, en la eurozona y en EE.UU. el problema es de sobreendeudamiento de los gobiernos, en el primer caso, y de las personas, en el segundo caso. Mientras no se resuelva ese problema, la economía no tendrá una sólida recuperación. En el Perú no existió problema semejante. Segundo, los sistemas financieros y bancario en particular colapsaron provocando cortes abruptos del crédito al sector privado a la par que una reducción importante del gasto del gobierno. En nuestro país no se dio ni lo uno ni lo otro.

Los países en problemas de la eurozona se encuentran en un proceso de repago de sus deudas, tanto gobiernos como personas; es decir, están ahorrando con lo que reducen el crecimiento del gasto agregado. Por otro lado, producto de la unión monetaria se produjo, en el pasado, fuertes flujos de capitales desde el centro -básicamente Alemania y Francia- hacia la periferia -Grecia, España, Italia e Irlanda- provocando un superávit de cuenta corriente de la balanza de pagos en los primeros, y un déficit en los segundos. Esto generó en el trayecto un desequilibrio de precios relativos dada la expansión del gasto interno en los últimos. Para los países de la periferia, sus niveles de precios relevantes subieron relativamente a los de los países del centro suscitando la necesidad de un ajuste de estos en el tiempo. Si hubiera libertad de devaluar, el problema se arreglaría con relativa facilidad pero dada la existencia del “Euro”, esto no se puede. En consecuencia, el ajuste tendrá que darse vía deflación -periferia- e inflación -centro. Si el centro se resiste a la inflación, como está ocurriendo, entonces todo el peso del ajuste caerá sobre los países de la periferia. Como existe rigidez hacia la baja de precios y salarios el ajuste se vuelve particularmente doloroso y largo, proceso que están experimentando en la actualidad Grecia, Italia, España y otros.

Si Alemania y el Banco Central Europeo no alteran su concepción de cómo salir de la crisis, el proceso de recuperación será lento y doloroso en la eurozona.

FINANZAS PÚBLICAS

El Sector Público no Financiero (SPNF) después de experimentar por dos años consecutivos una situación deficitaria en sus cuentas, cónsona con la situación macroeconómica que se estaba viviendo, en el 2011 revirtió tal situación experimentando un superávit equivalente al 2.1% del PBI reflejando con ello una clara política de retirar el estímulo fiscal a la economía. Tal superávit fue resultado de un crecimiento de los ingresos reales corrientes del gobierno general de 15.1% en los primeros tres trimestres del año y de un decrecimiento de los gastos no financieros de 1%, en especial de los gastos de capital, -19.5%, debido a los factores comentados en la primera sección de este informe. Es preciso indicar que las contracciones más acentuadas se dieron a nivel de los gobiernos locales y regionales.

Es sabido que la verdadera intención de la política fiscal en un periodo se observa mejor mirando lo sucedido al resultado primario de las cuentas. En el 2010 este indicador mostró un superávit primario de 0.9% del PBI en tanto que en el 2011 el

superávit creció a 3.0% del PBI, dando indicación de que la política fiscal adquiriría un sesgo contractivo. Para confirmar tal aseveración es preciso trabajar con el concepto de resultado estructural, concepto cercano al de resultado de pleno empleo que se calculan en economías desarrolladas. En términos estructurales, el SPNF registró un ligero superávit de 0.1% del PBI cambiando así la tendencia registrada en los últimos tres años, donde el déficit estructural llegó a alcanzar la cifra de 2.1% del PBI el 2010. Con ello se configuró una situación de impulso fiscal negativo sobre la demanda agregada interna, estimada en 2.1% del PBI. Es decir, la política fiscal tuvo un sesgo contractivo sobre el comportamiento de la economía. Esta es una situación que deberá de cambiar en el 2012 hacia una situación por lo menos neutral.

A diferencia del año anterior, el SPNF no necesitó de financiamiento para equilibrar sus cuentas debido en lo principal al fuerte superávit fiscal que registró. La necesidad de financiamiento fue negativa en 2193 millones de dólares. Esta situación permitirá que el SPNF realice depósitos por 3577 millones de dólares lo cual incidirá favorablemente sobre la situación de la deuda pública neta y sobre el llamado Fondo de Estabilización Fiscal.

La situación de la deuda pública siguió mejorando. La deuda pública bruta total ascendió a fines del 2011 a 37000 millones de dólares que representó el 21.2% del PBI. Un año antes dicho porcentaje fue de 23.5% del PBI. De ella, alrededor del 12% del PBI es deuda externa y alrededor de 9% del PBI es deuda interna. Pero en realidad lo que más interesa es el comportamiento de la deuda pública neta. Esta representó 14400 millones de dólares, el 8.2% del PBI. Hoy se puede afirmar que en el Perú hay deuda pública, en especial externa, pero ya no constituye un problema para la economía, como si fue en un pasado no muy lejano.

El problema con la política fiscal radica en los siguientes aspectos. Primero, la escasa calidad del gasto sobre todo en el llamado gasto social, concentrado en los niveles de gobiernos regionales y municipales. Segundo, en los bajos niveles de recaudación tributaria (15.5% PBI) que reflejan altos niveles de evasión y proliferación de exoneraciones y tratamientos preferenciales tributarios. Estos últimos se estiman que llegan a representar casi el 2% del PBI. La recaudación per-cápita de impuestos no llega a los 700 dólares anuales, en términos corrientes, muy por debajo de estándares internacionales. La solución a esta situación no pasa por subir tasas de impuestos o crear nuevos sino en primer lugar, reducir sustancialmente las exoneraciones y demás tratamientos preferenciales y paralelamente en combatir la evasión tributaria, tarea de largo plazo.

SOBRE EL RETIRO DEL SUBSIDIO A LOS COMBUSTIBLES.

Hace algunos días el gobierno tomó la decisión de efectuar un retiro parcial del subsidio a los combustibles. En efecto dispuso que las gasolinas de 98, 97, 95 octanos no estén consideradas en el FEC así como el petróleo que se usa en el desarrollo de actividades mineras y afines. También el GLP que no sea para uso doméstico. Si dejó en el FEC el resto de gasolinas, GLP para uso doméstico, petróleo para el uso de la industria, en lo principal.

Considero que es un buen paso inicial en la dirección correcta. Hace varios años he venido sosteniendo que este subsidio no tenía razón de ser ya que implicaba un uso ineficiente de los escasos recursos del gobierno. ¿Por qué? Por dos razones en lo principal. Primero, porque viola uno de los requisitos que todo subsidio debe tener, la focalización en el objetivo a considerar. Prácticamente todos consumimos combustibles desde agentes económicos de altos ingresos, medios, bajos y muy bajos. Si queremos ayudar al pobre y muy pobre este subsidio no es el camino adecuado porque también estamos subsidiando a los que no lo necesitan y quizá los de altos y medianos ingresos reciben proporcionalmente más subsidio que el resto. Segundo, porque también viola un segundo requisito que todo subsidio debe cumplir, vale decir, que la actividad a ser subsidiada genere importantes economías externas como sucede en el caso de la educación y salud. Subsidiar los combustibles no genera dichas externalidades. Entonces, por qué se insiste en seguir subsidiando los combustibles en forma indiscriminada. ¿Por temor a la inflación?. No. Ante una alza temporal del petróleo en el mundo lo que se produciría sería un cambio de precios relativos que en el corto plazo produciría un impacto inflacionario. No más. Sin embargo el costo alternativo de los miles de millones de soles gastados en el subsidio desde el 2004 hasta la fecha ha sido muy grande, ¿Cuántas vías de comunicación, escuelas, hospitales, apoyo a la ciencia y tecnología se pudo haber hecho con esos recursos? No tiene sentido insistir en ello.

Considero que el gobierno en un plazo prudencial debe dar un segundo paso y terminar de retirar a todos los combustibles del FEC, dando por terminado dicho fondo. Especialmente el GLP que en forma terca insisten en subsidiarlo quizá para tratar de cumplir con una fallida promesa electoral.

DEUDA EXTERNA O DEUDA ETERNA.

Hasta hace quince años atrás la deuda externa pública del país se acercaba, en promedio, al 50% del PBI, posición que se consideraba riesgosa dado que podía significar problemas para servirla adecuadamente y para la estabilidad macroeconómica de la nación. En realidad, varias generaciones de peruanos crecieron con la idea que en el Perú la deuda externa pública constituía un serio problema. Al extremo que se le motejaba con el término “deuda eterna”, graficando con ello la imposibilidad de que sea pagada en los términos pactados.

Hoy, existe deuda externa pública pero ya no se le considera un “problema”. ¿Qué sucedió? Analicemos.

A fines del año pasado la deuda externa pública ascendía a 20 132 millones de dólares, lo que constituyó el 12% del PBI, porcentaje que no es considerado riesgoso en absoluto. Es decir, en escasos quince años se redujo dicho porcentaje de un poco más de 45% a escasamente 12%. Por otro lado, el servicio de la deuda externa pública constituye en la actualidad menos del 1% del PBI implicando una fuerte reducción respecto al pasado. ¿Qué se hizo para conseguir tal situación? Fueron varios los factores en juego. Primero, la economía empezó a crecer a tasas mayores financiando dicho crecimiento cada vez más con fuentes internas de

ahorro. El ahorro externo, cuando fue positivo, constituyó en promedio el 2% del PBI en los últimos diez años. Segundo, los sucesivos gobiernos de Fujimori, Toledo y García implementaron medidas de reingeniería financiera que condujeron a reducir sustancialmente el servicio de la deuda externa. Se aprovechó la coyuntura mundial de bajas tasas de interés emitiendo nueva deuda externa menos cara que sustituyó a la antigua de mayor costo. Además, se tomó ventaja de las oportunidades de financiamiento que ofrecía el mercado local, en especial, los recursos manejados por las AFPs, para emitir deuda en soles que reemplazó la deuda externa en dólares más cara; es decir, se sustituyó deuda en dólares por deuda en soles. A fines del año pasado la deuda externa pública representaba el 12% del PBI y la deuda pública interna casi el 10% del PBI. Un crecimiento considerable respecto al pasado. En la actualidad la deuda pública total representa alrededor del 22%PBI.

Y ¿qué de la deuda externa privada? En principio, la teoría económica estándar no la considera mayor problema aún cuando recientemente esa posición está siendo cuestionada por algunos economistas. En el país llega a superar el 8% del PBI configurando con ello una deuda externa total de alrededor del 20% del PBI, magnitud que a nivel internacional se ubica entre las de menor incidencia.

POLÍTICA MONETARIA.

Luego de implementar una política monetaria expansiva desde inicios del 2009 hasta Agosto de 2009, medido por el movimiento de la tasa de interés de referencia del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), en adición a las medidas de “quantitative easing” que también tomó, obligado por los efectos de la crisis mundial 2008-2009, el BCRP empezó a desmontar el estímulo monetario desde Mayo de 2010, subiendo paulatinamente su tasa de interés de referencia hasta 4.25% que mantuvo hasta fines del año 2011. Lo hizo dada la fuerte recuperación que empezó a mostrar la economía y la demanda agregada interna durante el 2010 y que duró hasta principios del 2011. La decisión de mantener la tasa en 4.25% y no seguir subiéndola obedeció a la fuerte desaceleración que comenzó a experimentar la economía desde principios del año, que hemos comentado en la sección correspondiente, y a los riesgos financieros impuestos por la difícil coyuntura mundial. Esta decisión se tomó no obstante que la inflación del 2011 superó largamente la meta del BCRP (2%) pero se estimó que tales subidas de precios respondían principalmente a presiones de oferta y no estaban afectando las expectativas de largo plazo de los agentes económicos.

En contra de lo que muchos pensaban, el BCRP hizo uso intensivo del encaje bancario, medio y marginal, tanto en dólares como en soles para combatir los efectos nocivos de la crisis mundial así como ataques especulativos contra el tipo de cambio. Para algunos mover los encajes “era cosa del pasado” cuando de enfrentar una coyuntura difícil se trataba. Hoy, la opinión ha cambiado. Si bien es cierto que afecta la eficiencia con la que opera el sistema financiero, es mucho más efectivo en el corto plazo que los instrumentos tradicionales de política monetaria como la tasa de interés de referencia. Sobre esta última deseo hacer un comentario. Considero que el mecanismo de transmisión de la tasa de interés es débil en el país. La razón

fundamental es la existencia de considerable “agua” entre la tasa de interés de referencia del banco central y la estructura temporal de las tasas de interés del mercado, sobre todo en el tramo medio y largo. Ha sucedido varias veces que sin que el banco central modifique por un buen tiempo su tasa de referencia, las tasas de interés medias y largas bajaron apreciablemente en el tiempo. O incluso siguieron una orientación contraria. Recordemos que el BCRP decidió aumentar las relativamente bajas tasas marginales de encaje en soles como en dólares desde comienzos del segundo semestre del 2010 hasta Mayo del 2011 en que llegaron a 25% para soles y 55% en dólares. Desde ese momento no sufrieron variación hasta fines de año. Esto en virtud del desenvolvimiento de la coyuntura nacional e internacional. Los altos encajes marginales y medios dan un buen margen de maniobra frente a un eventual endurecimiento de las condiciones financieras externas para proveer de liquidez al sistema financiero nacional y evitar la presencia de un “credit crunch”. Desalienta también ataques especulativos contra el tipo de cambio.

El comportamiento del crédito al sector privado es una variable interesante de analizar. En el 2010 creció 21% el crédito total, soles y dólares, al sector privado. En el 2011 creció 18.7%, un ritmo un tanto inferior. Ello se debió en lo fundamental al menor dinamismo del crédito orientado a las operaciones de comercio exterior que se redujo sustancialmente, reflejando, quizá, los efectos de la crisis mundial. En soles, el crédito creció 20% en tanto que en dólares lo hizo en 26.7%. Cabe resaltar que el crédito hipotecario mostró una aceleración pues pasó de un crecimiento de 24% en el 2010 a 27.5% en el 2011. Algo similar ocurrió con el crédito de consumo que creció 16.8% en 2010 y 20% un año después. Esto reflejó el crecimiento del ingreso nacional disponible (7%), del empleo formal urbano (5.4%), la reducción en las tasas de interés y el mejoramiento de expectativas del consumidor. No obstante ello, el coeficiente de dolarización del crédito se ha mantenido por debajo del 50%. A fines del año llegó a 44%. Las tasas de interés promedio del sistema tanto en soles como en dólares mostraron una reducción. En soles se redujeron de 22.8% a 21.3%. En dólares de 7.9% a 6.8%. Aún cuando cabe señalar que dentro de la estructura temporal existieron comportamientos diferentes. Por ejemplo, las tasas corporativas siguieron estrechamente el comportamiento de la tasa de referencia del banco central. Las de más largo plazo lo hicieron en menor cuantía o simplemente no la siguieron.

La inflación registrada superó largamente la meta central del BCRP (2%). A fines de año se registró una inflación de 4.74% cuando el año pasado fue de 2.08%. Considero que fue una inflación de alimentos dado que estos como grupo crecieron casi 10% en el año. También incidieron fuertemente los reajustes de algunos precios públicos sujetos a supervisión. Ambos factores se consideran choques de oferta por lo que no debieron de tener una respuesta de la política monetaria a menos que afectaran sustancialmente las expectativas de inflación de largo plazo; algo que no sucedió. Sin embargo, la “core inflation” o inflación subyacente también registró una aceleración pues pasó de 2.12% en el 2010 a 3.65% en el 2011. Si bien pueden haber algunas “filtraciones” en la confección de este indicador, lo cierto es que reflejó presiones, quizá incipientes, por el lado del gasto, sobre todo en los primeros tres trimestres del año.

SOBRE EL COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN.

Según cifras recientes publicadas por el INEI, el año 2011 cerró con una inflación de 4.74% por encima de la meta del BCRP; la cual estaba fijada en 2% anual –y 3% como límite superior-. Esta inflación se caracteriza, en lo fundamental, como una inflación de alimentos, cercana al 10%, dado que fueron los precios de alimentos los que la impulsaron fuertemente.

Desafortunadamente, ésta es el peor tipo de inflación que puede tener un país con amplios sectores de su población en situación de pobreza y extrema pobreza, ya que a ellos a quienes más golpea; pero ¿qué produjo tal inflación? Para responder la pregunta debemos recordar que son cuatro los factores que determinan una inflación: a) presiones de demanda; b) presiones de oferta; c) inflación importada; y d) expectativas. Respecto al primer factor tendríamos que decir que, en promedio, la demanda interna nominal creció más que el PBI potencial, sobre todo en los primeros meses del año, impulsando un crecimiento cercano al 4% de la inflación subyacente; esto configuró en alguna medida presiones inflacionarias de demanda. Existieron también presiones provenientes del lado de la oferta interna derivadas, en lo sustancial, de condiciones climatológicas adversas que afectaron los precios de algunos alimentos y del crecimiento de la productividad de factores; que sirvió para aminorar las presiones provenientes de los otros factores a ser considerados. La inflación importada jugó un rol importante ya que a nivel mundial los llamados commodities, alimentos y petróleo, registraron aumentos de precios considerables sobre todo en el primer semestre del año. Como el Perú importa en forma apreciable alimentos y combustibles, tales aumentos en los mercados mundiales se vieron reflejados internamente. Un factor que jugó en contra fue la apreciación del tipo de cambio nominal (4%), rebaja del dólar, pero que no alcanzó para servir de contrapeso a la inflación importada indicando así que el pass-through en el Perú es relativamente pequeño. Las expectativas inflacionarias de los agentes económicos se desengancharon durante el año de la meta del BCRP, situándose alrededor del 3% de inflación anual. Ello contribuyó a poner su granito de arena en el comportamiento de la inflación. Ante este panorama el BCRP creyó conveniente no rebajar su tasa de interés de referencia (4.25%) lo cual me pareció una decisión muy sensata, no obstante la petición de algunos economistas muy cercanos al gobierno que sostenían que era necesario rebajarla en vista de la crisis internacional que se avecina.

Para el año 2012 estimo que la inflación debería ser menor en consideración a que la economía registrará una menor tasa de crecimiento de la producción como de la demanda agregada; así como, al hecho de que la economía mundial se desacelerará fuertemente reduciendo con ello presiones alcistas sobre el precio de los alimentos y combustibles. Es probable que, en este escenario, la inflación se acerque al rango meta del BCRP (1%-3%). Las expectativas de inflación de los agentes económicos no tendrían motivo para no engancharse con el 2% del BCRP.

Habría que resaltar que de darse lo pronosticado para el 2012, el BCRP tendría mayor libertad de maniobra con la tasa de interés de referencia y, en general, con la política monetaria ya que si la nueva crisis internacional nos golpease fuertemente podría tranquilamente implementar una política monetaria expansiva sin preocuparse en exceso de la inflación.

¿ES NECESARIA UNA POLÍTICA FISCAL EXPANSIVA?

En nuestro país desde el año pasado se ha venido discutiendo sobre la necesidad de hacer una política fiscal expansiva para hacer frente a los eventuales efectos negativos de una nueva crisis financiera mundial. El gobierno incluso anunció un paquete inicial de recursos destinado a impulsar la demanda interna. Pero, ¿será necesaria una política fiscal expansiva? Analicemos.

Por política expansiva me voy a referir a expandir el gasto público financiado con deuda y no a rebajar impuestos.

La teoría económica es clara en señalar que cuando una economía está experimentando una situación normal en el sentido de que la tasa de interés de referencia del Banco Central está lejos de cero, la política óptima de estabilización es la política monetaria y no la fiscal. ¿Por qué? Porque la forma cómo actúa la política monetaria es a través de alterar las ofertas relativas de activos, especialmente financieros y, con ello, sus precios y finalmente sus rendimientos, afectando así las decisiones de gasto de los consumidores e inversionistas. Bajo condiciones ideales no debe provocar distorsión alguna en la economía, por lo tanto, es eficiente. En este caso no se debe usar política fiscal expansiva debido a que en algún momento futuro tendrán que ponerse impuestos para solventar el pago del financiamiento de ese mayor gasto. Y si no estamos hablando de “lump-sum” impuestos, todo el resto de impuestos impone un costo social ya que provoca una divergencia entre la valoración social y privada de la mayor producción generada. En términos más rigurosos, la política fiscal debe ceñirse a los cánones de la teoría clásica, es decir, al análisis costo-beneficio del gasto, por el cual el consumo público debe crecer hasta igualar la utilidad marginal del consumo privado y la inversión pública hasta igualar la productividad marginal de la inversión privada. Las consideraciones de expandir la demanda agregada interna deben de quedar atrás. Por otro lado, también se aplican las consideraciones del “crowding-out” que se producen sobre el gasto privado. Cuando la tasa de interés de referencia del Banco Central llega a cero, son otras consideraciones las que entran a tallar pero no es este el momento de tratarlas.

Aplicando estas consideraciones al caso peruano, recomendaría que de sentirse fuertes efectos negativos de la crisis mundial se actúe primero respondiendo con política monetaria incluyendo la posibilidad de usar mecanismos no convencionales. Respecto al gasto público, se debe priorizar el de inversión y sin que comprometa la actual estructura impositiva de la economía. Es decir, financiarlo con recursos acumulados y presupuestarios y convocando al sector privado pero de ninguna manera hacer una política de mayor gasto público financiado con más deuda e impuestos futuros.

Por otro lado, las perspectivas de la economía peruana para este año están mejorando por varias razones. Primero, la desaceleración de la economía mundial no sería tan acentuada como se preveía a mediados del año pasado. Segundo, el consumo del sector privado sigue creciendo fuerte, a un ritmo superior al 6%. Tercero, la inversión privada acelerará su crecimiento inicialmente estimado básicamente por un factor de mejoramiento de expectativas. Cuarto, el gasto público en inversión, bajo las consideraciones establecidas líneas arriba, debe crecer apreciablemente. Quinto, las tasas de interés en sus tramos medios y largos están bajando autónomamente. Sexto, se estima que las exportaciones crecerán menos que el año pasado pero crecerán, quizá un 5%. Con esto la economía se acercará a su crecimiento potencial de largo plazo. Si se cumplen estos supuestos, ¿para qué mayores estímulos fiscales que comprometan el futuro del país?



Fuente: Jean Louis Ganterre

CAPÍTULO III

INDICADORES DE
VULNERABILIDAD
FINANCIERA DE LA
SUBREGIÓN

INDICADORES DE VULNERABILIDAD FINANCIERA (IVF)

Con el objetivo de diseñar indicadores de vulnerabilidad que den una alerta temprana de posibles riesgos en sus economías, los representantes de los Países Miembros definieron un set de indicadores financieros que permita medir con anticipación eventuales situaciones de riesgo y vulnerabilidad de los sistemas financieros de la subregión.

Durante el primer semestre del año 2009, los delegados oficiales que conforman el Grupo Técnico Permanente (GTP) de la Comunidad Andina discutieron la identificación y análisis de 22 indicadores de vulnerabilidad financiera, definidos en base a una consultoría.

Dicha consultoría estuvo basada en el trabajo desarrollado por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional alrededor del Programa FSAP (Financial Sector Assessment Program o Programa de Evaluación del Sector Financiero, en español). En esta metodología se propuso un set “básico” y un set “recomendado” de indicadores de salud financiera. El set básico estaba compuesto por 10 indicadores construidos sobre información que generalmente estaría disponible, sin embargo que el set recomendado era mucho más amplio y generaba requerimientos de información que eran más difíciles de atender en ciertos países.

Por lo que, durante las reuniones del GTP realizadas en el segundo semestre del 2009 y a inicios del 2010, se consideró pertinente seguir trabajando en la creación y adopción de indicadores de vulnerabilidad financiera que permitan actuar oportunamente en el ámbito financiero para evitar efectos adversos potenciales, tomando en consideración que la crisis financiera internacional tuvo repercusiones moderadas en los ámbitos reales y financieros de América Latina, en buena parte porque sus economías mantuvieron una posición financiera externa e interna sólida.

En la reunión celebrada en la ciudad de Lima el 15 de abril de 2011, el GTP revisó los veintisiete (27) indicadores (**Cuadro 1**) para ver la posibilidad de concertar un menor número de indicadores que puedan abarcar todos los temas que se consideren relevantes en el análisis del sistema financiero tales como profundización financiera, bancarización, solvencia, calidad y cobertura de la cartera, rentabilidad, eficiencia y sostenibilidad, liquidez, concentración de pasivos, riesgo de tipo de cambio, intermediación y concentración del sistema.

Así que, durante la Reunión Extraordinaria de la Comisión de la CAN, realizada el 30 de setiembre de 2011, se aprobó la Decisión 765 sobre la adopción de doce (12) Indicadores de Vulnerabilidad Financiera para los Países Miembros, considerados como los más apropiados de acuerdo a los criterios de comparabilidad y disposición de datos, así como de su respectivo manual metodológico (**Cuadro 2**).

CUADRO 1 Propuesta inicial de Indicadores de Vulnerabilidad Financiera	
TIPOS DE INDICADORES	INDICADORES
Profundización Financiera	1. Depósitos Totales a PIB 2. Créditos Totales a PIB
Bancarización	3. Depositantes a Población 4. Puntos de Atención
Solvencia	5. Capital Regulatorio a Act, ponderados x riesgo 6. Capital Primario a Capital Secundario 7. Capital Primario a Act, ponderados x riesgo 8. Capital contable a Activos Totales 9. Apalancamiento financiero
Calidad y Cobertura de la Cartera	10. Cartera pesada menos provisiones a Capital Regulatorio 11. Cartera pesada a Cartera Total 12. Provisiones a Cartera pesada 13. Distribución sectorial de la cartera (Herfindahl) 14. Concentración de la cartera en los principales deudores = Promedio sistema (25 mayores exposiciones / Cartera total)
Rentabilidad, Eficiencia y Sostenibilidad	15. ROA (Rentabilidad sobre activos) 16. ROE (rentabilidad sobre capital contable) 17. Margen Neto Financiero a ingresos totales 18. Gastos operacionales a ingresos totales 19. Gastos operacionales a margen financiero neto
Liquidez	20. Liquidez inmediata 21. Liquidez a corto plazo
Concentración de Pasivos	22. Promedio sistema (25 mayores captaciones / Depósitos totales)
Riesgo de Tipo de cambio	23. Descalce de monedas 24. Dolarización de depósitos 25. Dolarización de cartera
Intermediación	26. Intermediación Financiera
Concentración del Sistema	27. Concentración del Sistema

CUADRO 2
Indicadores de Vulnerabilidad Financiera (Decisión 765)

INDICADORES DE VULNERABILIDAD FINANCIERA (IVF)	DESCRIPCIÓN
1. Depósitos Totales / PIB	Indicador convencional de profundización financiera que mide el tamaño relativo de los depósitos del sistema financiero con respecto al tamaño de la economía.
2. Créditos Totales / PIB	Indicador convencional de profundización financiera que mide el tamaño relativo del crédito del sistema financiero con respecto al tamaño de la economía.
3. Depositantes / Población Total	Indicador general de bancarización que mide el acceso de la población a desarrollar actividades sociales y económicas a través del sistema financiero.
4. Capital Regulatorio / Activos y contingentes ponderados por riesgo	Indicador de solvencia que mide la suficiencia de capital y la capacidad de las instituciones del sistema financiero para absorber pérdidas.
5. Capital contable / Activos Totales	Indicador que mide el apalancamiento financiero; es decir, la medida en que los activos se encuentran financiados por fondos que son propios. Es además un indicador de la suficiencia de capital de las instituciones del sector.
6. Cartera pesada / Cartera Total	Indicador que mide la calidad de la cartera de créditos del sistema financiero.
7. Distribución sectorial de la cartera	Indicador que mide el grado de concentración por sectores que se calcula en base a las participaciones relativas de cartera por sector económico respecto de la cartera total.
8. ROA - Rentabilidad sobre activos	Indicador que mide la rentabilidad del sistema financiero por los activos que posee.
9. ROE - Rentabilidad sobre capital contable	Indicador que mide la importancia de las utilidades en relación al capital.
10. Gastos operacionales / Margen financiero neto	Indicador de eficiencia que muestra cuánto absorben los gastos operacionales de los ingresos producto del negocio de intermediación financiera. Porcentaje de los ingresos netos que se destina a gastos en personal, directorio, servicios recibidos de terceros, impuestos y contribuciones, depreciación y amortización.
11. Liquidez a corto plazo	Indicador convencional de liquidez. Sirve para analizar hasta dónde los bancos cuentan con recursos suficientes para atender un retiro de depósitos o un cambio en las condiciones de los mercados de fondos.
12. Intermediación Financiera	Indicador que mide la capacidad del sistema financiero de colocar los recursos que capta.



**COMUNIDAD
ANDINA**



Con el apoyo de :



Liberté • Égalité • Fraternité
RÉPUBLIQUE FRANÇAISE
COOPERACIÓN REGIONAL
PARA LOS PAÍSES ANDINOS

Av. Aramburú Cuadra 4, Esq. con Paseo de la República,
San Isidro - Lima, Perú. T: (511) 710 6400 / F: (511) 221 3329

www.comunidadandina.org