

I. ENTORNO MACROECONÓMICO

Actualmente, en el entorno internacional se percibe un alto grado de incertidumbre, propiciado por el deterioro en los perfiles de riesgo de algunas economías desarrolladas. No obstante, en Colombia los indicadores de actividad económica han mostrado un buen comportamiento en lo corrido de 2011.

A. ANTECEDENTES DEL ENTORNO INTERNACIONAL

Durante el primer semestre del año 2011 la actividad económica mundial se vio afectada negativamente por el desastre natural de Japón y por la pérdida de confianza asociada con los problemas de deuda pública en los Estados Unidos y Europa. La lenta recuperación estadounidense, las necesidades de ajuste fiscal en las economías avanzadas y los temores de sostenibilidad de la deuda pública por parte de algunos países en la zona del euro hacen prever condiciones de crecimiento limitadas para lo que resta del año.

En el Cuadro 1 se presentan las proyecciones de crecimiento económico para 2011 y 2012, previstas en junio de 2011 por el Fondo Monetario Internacional (FMI). En general, se espera que la dinámica mundial alcance un nivel de 4,3% en 2011 y 4,5% en 2012. Cifras que obedecen a que los pronósticos para las economías avanzadas se ajustaron a la baja para el año en curso (2,2% vs. 2,4%) y los de las economías emergentes se mantuvieron en niveles relativamente altos (6,6%).

Los desequilibrios financieros y económicos observados en la más reciente crisis financiera incrementaron el déficit fiscal de algunas economías avanzadas, llevándolas a aumentar sostenidamente su deuda pública. Este hecho podría tener fuertes repercusiones en el crecimiento mundial, dado que en el corto plazo estas economías tendrán que realizar ajustes fiscales que podrían afectar aún más su desempeño económico. En el Gráfico 1 se presenta el comportamiento de la

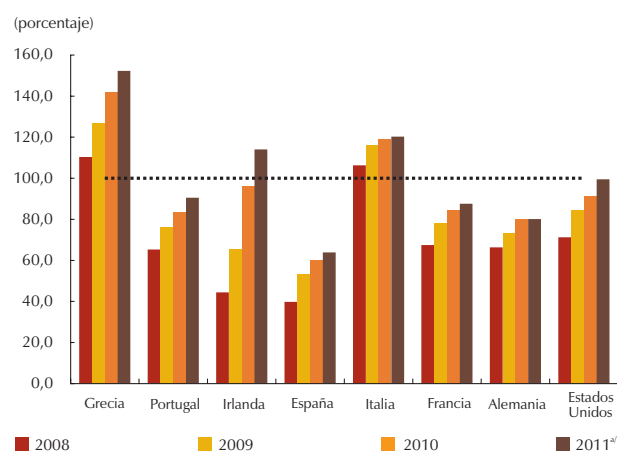
Cuadro 1
Crecimiento económico
(variación porcentual anual)

	Observados		Proyecciones actuales		Diferencia con las proyecciones de abril de 2011	
	2009	2010	2011	2012	2011	2012
Producto mundial	(0,5)	5,1	4,3	4,5	(0,1)	0,0
Economías avanzadas	(3,4)	3,0	2,2	2,6	(0,2)	0,0
Estados Unidos	(2,6)	2,9	2,5	2,7	(0,3)	(0,2)
Zona del euro	(4,1)	1,8	2,0	1,7	0,4	(0,1)
Japón	(6,3)	4,0	(0,7)	2,9	(2,1)	0,8
Reino Unido	(4,9)	1,3	1,5	2,3	(0,2)	0,0
Canadá	(2,8)	3,2	2,9	2,6	0,1	0,0
Otros países de mercados emergentes y en desarrollo	2,8	7,4	6,6	6,4	0,1	(0,1)
América Latina	(1,7)	6,1	4,6	4,1	(0,1)	(0,1)
Brasil	(0,6)	7,5	4,1	3,6	(0,4)	(0,5)
México	(6,1)	5,5	4,7	4,0	0,1	0,0
Países en desarrollo de Asia	7,2	9,6	8,4	8,4	0,0	0,0
China	9,2	10,3	9,6	9,5	0,0	0,0
India	6,8	10,4	8,2	7,8	0,0	0,0
Colombia	1,5	4,3	5,5^{a/}	5,5^{a/}		

a/ Proyección del Banco de la República.

Fuentes: Fondo Monetario Internacional (FMI, World Economic Outlook, junio de 2011).

Gráfico 1
Deuda pública bruta para los Estados Unidos y algunos países de Europa (porcentaje del PIB)



a/ Proyección FMI

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI, World Economic Outlook Database, abril de 2011).

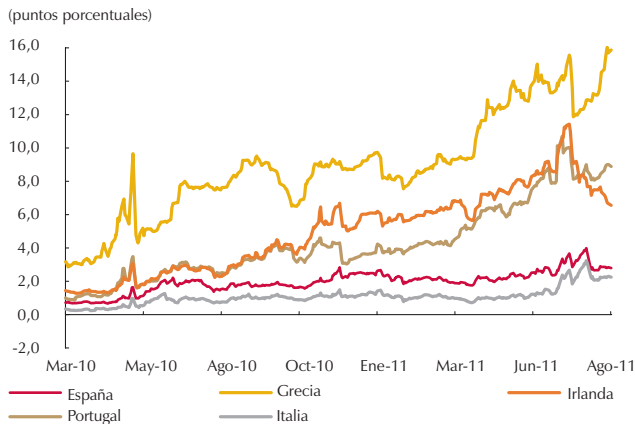
deuda pública como porcentaje del PIB para los Estados Unidos y algunos países de Europa. Se observa una tendencia ascendente que presenta la deuda en el período de análisis y los mayores niveles exhibidos por países como Grecia, Italia e Irlanda.

Adicionalmente, en Europa los diferenciales soberanos¹ continúan ampliándose para Grecia, y permanecen en niveles relativamente altos para Portugal e Irlanda (Gráfico 2). Durante julio este indicador empezó a ampliarse para España e Italia, lo que sugiere un incremento de la percepción de riesgo en Europa y una mayor dificultad para realizar refinanciación (*roll-over*) de deuda por parte de las economías más afectadas.

Este comportamiento de la deuda en las economías avanzadas se ha convertido en una fuente importante de inestabilidad financiera, que no solo afectaría la

1 Con respecto al bono alemán de 10 años.

Gráfico 2
Diferenciales de deuda soberana en Europa con respecto al bono alemán de 10 años



Fuente: Bloomberg.

volatilidad de los mercados, sino que también podría hacerlo con el balance de los intermediarios financieros que tienen dentro de sus inversiones un porcentaje alto de deuda pública. En el Cuadro 2 se presenta la exposición del sistema bancario a la deuda pública interna: se observa que los intermediarios de Italia, Irlanda y Grecia presentan la mayor exposición a la deuda interna que, a su vez, exhibe la más alta percepción de riesgo. Para estos tres países la deuda en poder de los intermediarios bancarios locales como porcentaje del PIB asciende a 32,1%, 28,2% y 27,4%, respectivamente. Por otro lado, la deuda de estos países en manos de entidades bancarias del exterior ascendió a 15,2%, 8,7% y 23,3% del PIB, en su orden.

Cuadro 2
Exposición del sistema bancario a la deuda pública

	Exposición del sistema bancario			Deuda soberana		CDS soberano
	Intermediarios locales con deuda del gobierno ^{a/} (como porcentaje del PIB de 2010)	(como porcentaje de los activos consolidados de las entidades)	BIS: intermediarios externos con deuda del gobierno ^{b/}	Calificación/perspectivas ^{c/}	5 años (puntos básicos)	
Francia	19,0	4,7	8,8	10	Estable	85
Alemania	25,4	7,6	10,4	10	Estable	48
Grecia	27,4	12,2	23,3	(1)	Negativo	1.037
Irlanda	28,2	2,8	8,7	3	Negativo	587
Italia	32,1	13,1	15,2	7	Estable	180
Portugal	15,7	4,8	17,2	5	Negativo	498
España	22,3	6,8	7,1	8	Negativo	253
Reino Unido	6,9	1,5	2,9	10	Estable	58
Estados Unidos	7,7	5,3	3,7	10	Estable	43
Promedio	20,5	6,5	10,8	7		310

a/ Incluye la deuda pública que pertenece a aquellas entidades que realizan labores de intermediación financiera.

b/ Bancos extranjeros que reportan al BIS su posición en deuda pública.

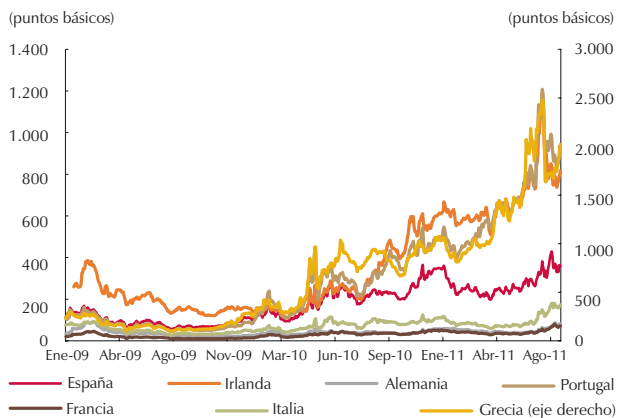
c/ Se basa en el promedio de largo plazo de las calificaciones de deuda en moneda extranjera de Fitch, Moody's y Standard & Poor's. Las perspectivas se definen con la peor calificación de las tres agencias. Mayores valores de la calificación corresponden a un menor riesgo.

Fuente: Fondo Monetario Internacional (*Global Financial Stability Report*, abril de 2011)

Debido a lo anterior, la percepción de riesgo de los inversionistas en los mercados europeos se mantiene en niveles históricamente altos, hecho que se refleja en las mayores primas de los *credit default swaps* (CDS)². Países de la zona del euro

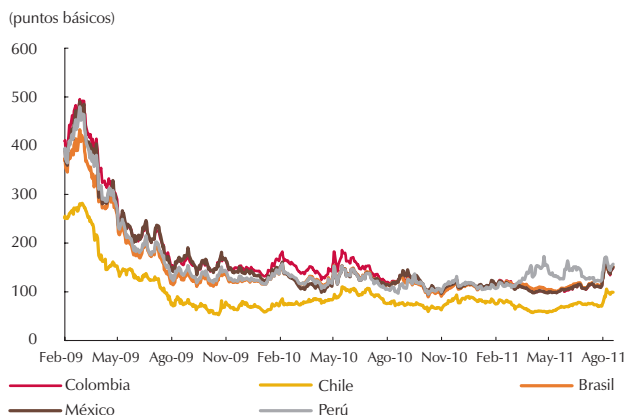
2 Un CDS es un contrato financiero pactado entre una entidad y un tenedor de un bono. Según dicho contrato, el tenedor del bono paga una prima a la entidad, medida en puntos básicos, a cambio de que esta responda por el valor nominal del bono en caso de que el emisor no cumpla con sus obligaciones. La valoración de un CDS tiene una relación directa con el nivel de aversión al riesgo de los inversionistas.

Gráfico 3
Credit default swaps a cinco años en algunos países europeos



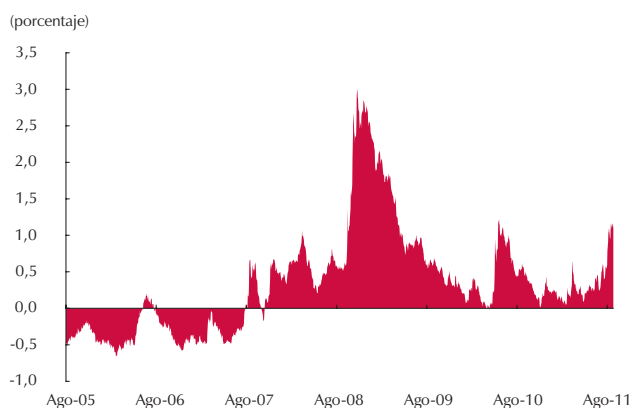
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 4
Credit default swap a cinco años en algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 5
Índice global de estrés financiero



Fuentes: Bloomberg y Merrill Lynch (*Global Financial Stress Index*).

como Grecia, Irlanda y Portugal presentan acelerados aumentos en las primas de los CDS a cinco años, alcanzando niveles por encima de 1.000 puntos básicos (pb). Vale la pena mencionar que países como Alemania y Francia muestran estabilidad en este indicador, mientras que España e Italia vienen presentando una tendencia al alza. (Gráfico 3).

Por el contrario, para los países de América Latina las primas de los CDS se han mantenido bajas y estables desde mediados de 2010, gracias al buen desempeño de la actividad económica. No obstante, es necesario resaltar que durante agosto se observó una leve tendencia al alza en tal indicador como consecuencia de la incertidumbre generada en las economías avanzadas (Gráfico 4).

El indicador global de estrés financiero³, calculado por Merry Lynch, muestra cómo las condiciones financieras se deterioran para la economía mundial. Los niveles registrados a partir de julio de 2011 no se observaban desde mediados de 2010, cuando surgieron las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda griega (Gráfico 5). Asimismo, el VIX⁴ ha mostrado una tendencia alcista, alcanzando un máximo histórico en agosto del presente año el máximo valor en lo corrido de 2011 (Gráfico 6). Esto último es un claro reflejo de la aversión al riesgo de los inversionistas frente a la incertidumbre en los mercados accionarios.

En resumen, la crisis de endeudamiento que vive actualmente la región europea y la estadounidense ha incrementado la percepción de riesgo y, por ende, la incertidumbre y la volatilidad de los mercados financieros. Se resalta el hecho de que, así se conserve una percepción de riesgo baja para los países latinoamericanos, sus mercados de capitales se han

3 El índice global de estrés financiero se calcula agregando una amplia cantidad de medidas de estrés para diferentes tipos de activos y distintos países. El indicador mide tres tipos de estrés financiero: volatilidad, solvencia y riesgo de mercado, además de demanda por cubrimiento y apetito al riesgo.

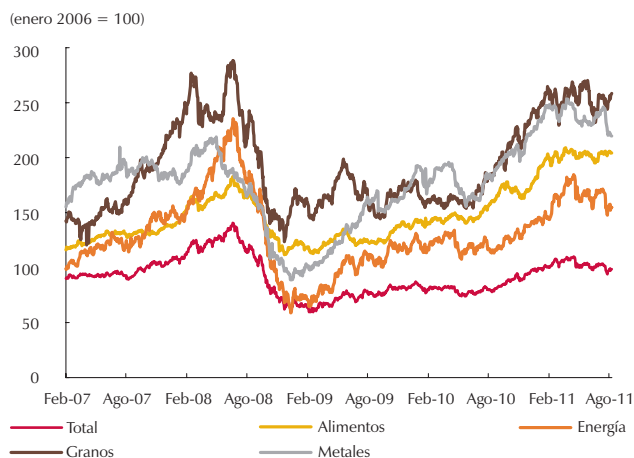
4 El VIX (*composite volatility index*) es un indicador de la volatilidad implícita en las opciones sobre el índice S&P 500. Un incremento en el VIX implica una mayor incertidumbre en el mercado accionario, que se refleja en precios más altos de las opciones. Así, este índice se puede interpretar como otra medida de aversión al riesgo.

Gráfico 6
Índice de aversión al riesgo (VIX)



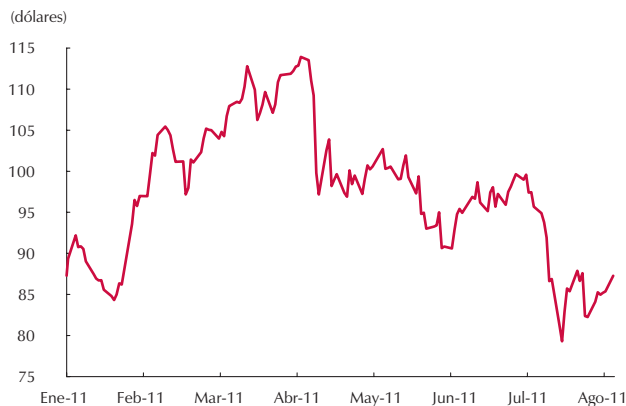
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 7
Índice del precio de los commodities



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 8
Precio del petróleo (WTI) ^{a/}



a/ Estos valores corresponden a la máxima cotización registrada (29 de abril), y a la mínima (9 de agosto) en lo corrido de 2011.
Fuente: Bloomberg.

visto afectados por la mayor aversión al riesgo de los inversionistas internacionales.

Dado el desempeño económico mundial, es necesario analizar el comportamiento que ha venido experimentando durante el último semestre el precio de los *commodities*. En general, se observa que los precios presentaron una tendencia al alza durante todo el año pasado, y que desde mediados de abril de este año han empezado a disminuir (Gráfico 7). No obstante, es necesario mencionar que los precios de los principales productos que exporta nuestro país siguen estando en niveles elevados (café, carbón, petróleo y ferroniquel). Por otro lado, la fuerte ola de calor en los Estados Unidos que afectó negativamente las cosechas de trigo, soya y maíz, podría llevar a un incremento de los precios de los granos.

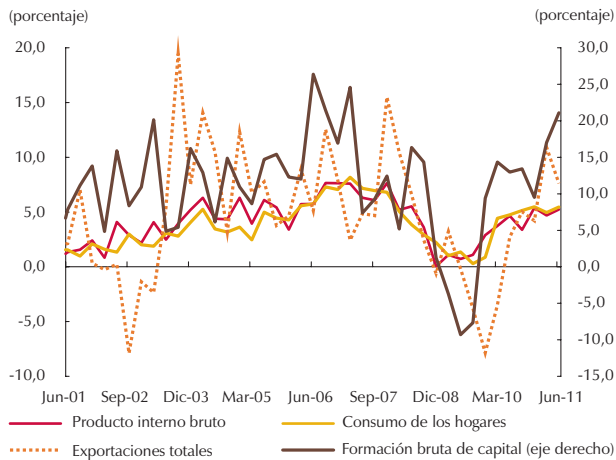
Con respecto al tema anterior, resulta importante resaltar la disminución que viene registrando el precio del petróleo (WTI) en los últimos meses, pues este pasó de cotizarse de USD114 el barril en abril de 2011 a USD79,3 en agosto (Gráfico 8). Esta disminución se debe fundamentalmente a los temores de una posible recaída en la economía de los Estados Unidos y de Europa, lo que llevaría a una reducción sustancial de la demanda por este combustible. Vale la pena destacar que, de continuar la tendencia bajista del precio del petróleo, las economías petroleras pequeñas, como la colombiana, podrían experimentar una reducción sustancial de los ingresos derivados de este producto.

B. DINÁMICA DEL SECTOR REAL

Durante el primer trimestre de 2011 la economía colombiana presentó una tasa de crecimiento anual mayor a la esperada (5,1%). La demanda interna fue la que impulsó este comportamiento, principalmente por el mayor dinamismo de la inversión y el consumo privados. Del mismo modo, las exportaciones mostraron un buen ritmo; sin embargo, las importaciones lo hicieron a una tasa mayor, por lo que las exportaciones netas exhibieron un balance inferior.

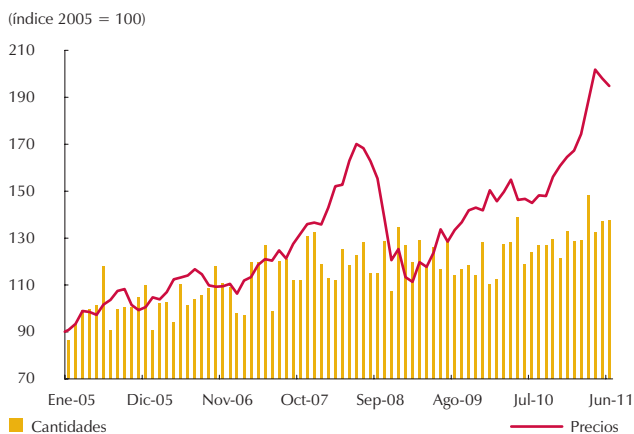
Al analizar el crecimiento anual del PIB por sus componentes de gasto, se puede ver que a junio de 2011 la

Gráfico 9
Crecimiento del PIB y de sus componentes de gasto
(precios constantes)



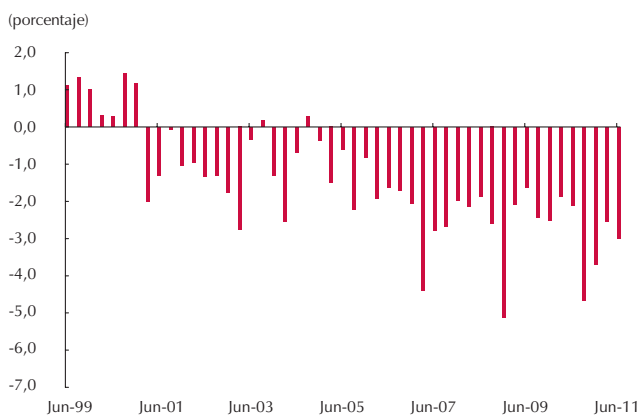
Fuente: DANE.

Gráfico 10
Índice de exportaciones
(precios y cantidades)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 11
Cuenta corriente/PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

inversión medida como la formación bruta de capital registró un aumento de 21,1%, frente al 9,5% observado en diciembre de 2010. Por su parte, el consumo de los hogares mantuvo un crecimiento estable entre diciembre de 2010 y junio de 2011, registrando una variación anual de 5,5% (Gráfico 9).

Asimismo, se encuentra que las exportaciones también han presentado una mayor dinámica, pasando de una tasa de crecimiento anual de 2,7% en el segundo trimestre de 2010 a una de 7,6% un año después. Resulta importante destacar, tal y como lo muestra el Gráfico 10, que esto se ha debido no solo al incremento del precio de las exportaciones, sino al aumento de la cantidad de productos exportados. No obstante, es evidente que el factor más influyente han sido los precios, los cuales, a partir de septiembre de 2010, experimentaron un repunte de gran magnitud.

El déficit de cuenta corriente como porcentaje del PIB durante el segundo trimestre de 2011 aumentó con respecto al mismo período del año anterior, pasando de 2,1% a 3,0% (Gráfico 11). Esta dinámica se explica fundamentalmente por el hecho de que, durante el último año, las importaciones crecieron a un mayor ritmo que las exportaciones. Esta situación, tal como se ha mencionado en *Reportes de Estabilidad Financiera* anteriores, representa una mayor sensibilidad de la economía ante choques internacionales, en particular, frente a reducciones de liquidez.

La inversión extranjera directa (IED) experimentó un crecimiento significativo en el transcurso de 2011, impulsado en especial por la dinámica de los sectores de petróleo y minería. En el segundo trimestre la IED alcanzó los USD3.372 millones (m) frente a USD1.921 en el mismo período de 2010, lo que representa un aumento de 75,6% (Gráfico 12). Este comportamiento obedece a la mayor actividad exploratoria y productiva en el sector minero-energético.

En cuanto al mercado laboral, se observó una reducción en las tasas de desempleo nacional y de áreas urbanas, que a junio de 2011 se ubicaron en 11,2% y 11,5%, en su orden; mientras que en diciembre de 2010 estas ascendían un nivel de 11,6% y 12,1% respectivamente (Gráfico 13, panel A). Sin embargo, al igual que en el *Reporte*

Gráfico 12
Inversión extranjera directa (IED)



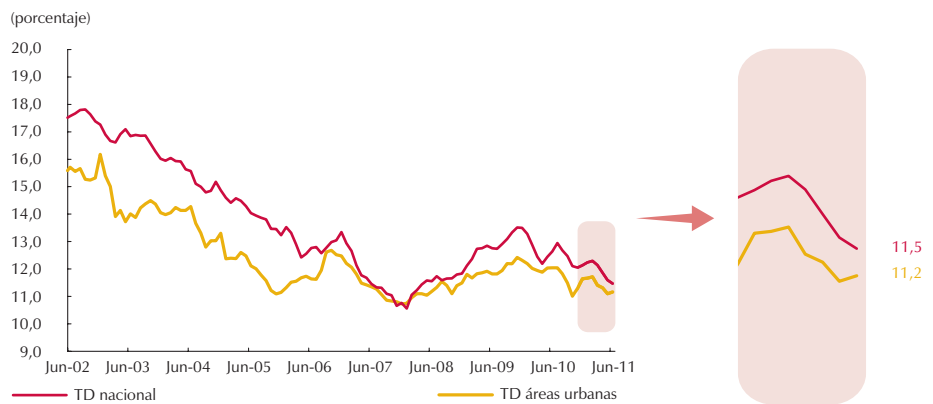
Fuente: Banco de la República.

anterior, el tipo de trabajo que presentó un mayor crecimiento fue el informal⁵, superando al empleo formal (Gráfico 13, panel B). Esta situación no resulta óptima, teniendo en cuenta que el sector informal se caracteriza por presentar falencias en cuanto a calidad, estabilidad e ingresos.

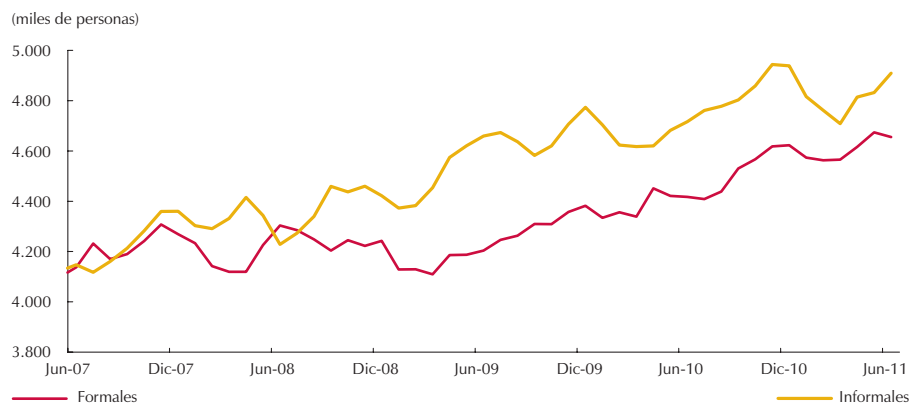
Para el segundo trimestre de 2011 se espera una dinámica similar a la observada durante los primeros tres meses del año. Los indicadores de actividad económica sugieren que esta senda de crecimiento se mantendrá, e incluso podría aumentar. Particularmente, los resultados de la Encuesta de opinión

Gráfico 13

A. Tasa de desempleo (TD) nacional y áreas urbanas (series desestacionalizadas)



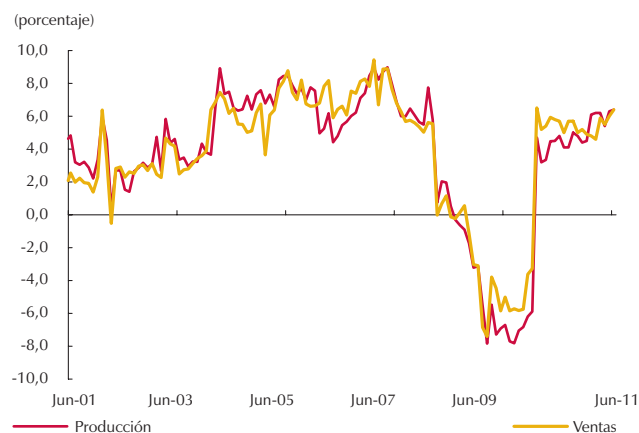
B. Empleados formales e informales en las trece áreas urbanas (series desestacionalizadas)



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

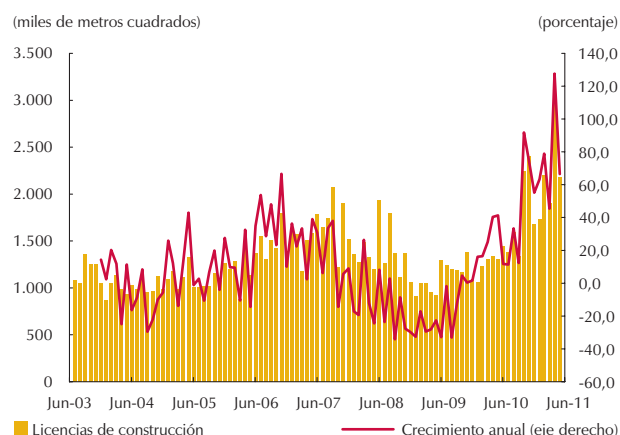
5 El Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) define como empleo informal a los patronos, empleados particulares y obreros que laboran en empresas de hasta cinco personas; asimismo, a los trabajadores de empresas familiares sin remuneración, domésticos y aquellos sin remuneración.

Gráfico 14
Crecimiento de la producción y las ventas totales en la industria



Fuente: ANDI (Encuesta de opinión industrial conjunta [EOIC]).

Gráfico 15
Otorgamiento de licencias de construcción



Fuente: DANE.

industrial conjunta (EOIC) de la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI), muestran una dinámica estable del crecimiento de la producción y las ventas totales de la industria (Gráfico 14), y adicional a esto, se aprecia que el otorgamiento de licencias de construcción viene aumentado en lo corrido del año, por lo que se esperan buenos resultados para la actividad edificadora en 2011 (Gráfico 15).

En general, se observa que en lo corrido del año la economía colombiana presenta una buena dinámica en términos de crecimiento económico, registrando un comportamiento superior al previsto. La demanda interna, impulsada principalmente por el consumo y la inversión, ha explicado gran parte de este desempeño. Algunos indicadores de actividad económica muestran una mayor dinámica en lo corrido del año, lo que haría pensar que durante la segunda mitad del año la demanda interna continuará jalonando al crecimiento económico. No obstante, es importante considerar que este buen desempeño podría verse afectado por el comportamiento de la actividad económica en los países avanzados.

C. PERSPECTIVAS PARA EL SISTEMA FINANCIERO

La evolución del sistema financiero colombiano para el segundo semestre de 2011 dependerá, en especial, de la dinámica del crecimiento económico mundial, fundamentalmente de los Estados Unidos y los países de la zona del euro. El comportamiento de dichas economías

influirá en la volatilidad del mercado de capitales, la aversión al riesgo de los inversionistas internacionales, el precio de los commodities y el flujo de capitales hacia economías emergentes. Dadas estas condiciones, las estrategias que implementen las instituciones financieras en la administración de los riesgos que enfrentan cobrarán mayor relevancia.

Un factor que va a ser importante para el desarrollo de los sistemas financieros de las economías emergentes va a ser la percepción de riesgo que tiene el mercado mundial con respecto a su deuda gubernamental. El indicador utilizado globalmente para observar el riesgo país de las economías emergentes es el EMBI+⁶. En

⁶ El *emerging market bond index plus* (EMBI +) es un indicador que mide el riesgo país. Se calcula como la diferencia entre los retornos de los bonos gubernamentales emitidos por los países emergentes y el retorno de los Bonos del Tesoro estadounidense (libres de riesgo). Valores altos del EMBI + implican probabilidades mayores de incumplimiento en el pago de la deuda soberana.

Gráfico 16
Margen del EMBI+ para Colombia, América Latina y otros países emergentes



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 17
Mercado accionario en América Latina



Fuente: Bloomberg.

el transcurso del último semestre este indicador mostró una evolución bastante estable; sin embargo, durante agosto experimentó un alza de 70 pb en tan solo siete días, pasando de 269 pb a 339 pb, como respuesta a la incertidumbre generada por el plan de rescate de la economía griega (Gráfico 16).

Es importante destacar que el EMBI+ para Colombia se situó por debajo del indicador de Latinoamérica y del global. Esto último evidencia la solidez que tiene Colombia, en comparación con otros países de la región y otras economías emergentes, en cuanto a la percepción que tiene el mercado global del cumplimiento en el pago de su deuda soberana.

Adicionalmente, tal y como se muestra en el Gráfico 17, entre marzo y agosto de 2011 los mercados bursátiles de América Latina han mostrado una tendencia a la baja. Este fenómeno ha sido desencadenado en especial por la situación de la deuda en los Estados Unidos y Europa, lo que ha generado incertidumbre en los mercados. Del mismo modo, el índice general de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC) presentó una reducción, ubicándose en promedio en un nivel inferior al observado en el índice de América Latina (MXLA⁷).

En general, las perspectivas para el sistema financiero son inciertas, dada la situación concerniente a la deuda pública de las economías avanzadas y su crecimiento limitado. Sin embargo, si durante el segundo semestre no se profundiza la crisis en estos países, los funda-

mentales externos, tales como elevados flujos de IED, términos de intercambio favorables y el comportamiento económico de los principales socios, podrían impulsar la actividad económica del país.

Durante el primer semestre de 2011 el crecimiento de la cartera bruta continuó con la tendencia creciente que llevaba desde inicios de 2010. En particular, la cartera de consumo muestra el mayor dinamismo entre las diferentes modalidades de crédito. Adicionalmente, la mayor dinámica de la cartera no ha estado asociada con deterioros en los indicadores de riesgo de crédito.

7 El índice *Morgan Stanley capital international emerging markets Latin America* mide el desempeño de las bolsas de valores de Perú, Brasil, México, Colombia y Chile.

Por su parte, la exposición al riesgo de mercado ha aumentado, en general, para todos los tipos de entidades financieras, debido al incremento en el saldo expuesto y la duración de los portafolios. No obstante, se observa una baja materialización de este riesgo, debido a la menor volatilidad en los precios del portafolio durante el primer semestre del año.

El riesgo de crédito mantuvo una tendencia decreciente durante el primer semestre de 2011, a pesar de la mayor dinámica de la cartera en sus distintas modalidades. El índice de calidad de cartera (IC) ha mostrado una mejora en todas las modalidades, con excepción de la de microcrédito, cuya cosecha más reciente presentó un ligero incremento con respecto al IC de la cosecha de hace seis meses. Al analizar la exposición al riesgo de liquidez de fondeo se encontró que todas las entidades de crédito muestran niveles estables y positivos en sus indicadores, aunque menores a los observados hace seis meses.

Desde este panorama, las perspectivas sobre el sistema financiero colombiano dependerán, en gran medida, de la recuperación de las economías internacionales y de la dinámica de crecimiento de la economía colombiana. Asimismo, la evolución del desempleo y las decisiones en materia fiscal que pueda asumir el Gobierno, junto con las presiones inflacionarias y su impacto en la tasa de interés, pueden tener consecuencias en los riesgos que enfrente el sistema financiero.

En general, los resultados en cuanto al dinamismo de la cartera y la exposición a los riesgos son favorables; a pesar de esto, el constante monitoreo de los mismos es fundamental, sobre todo en períodos de expansión de crédito, como el presentado en la actualidad, cuando los indicadores de carga financiera de los deudores se han incrementado y los hace más vulnerables a choques macroeconómicos adversos.