

# Recuperación de la economía colombiana en la postcrisis: riesgos y perspectivas en 2010\*

Ramón Javier Mesa C\*\*

Jenifer González H.\*\*\*

Yenny Catalina Aguirre B\*\*\*\*

## Resumen:

En 2009 el crecimiento de la economía colombiana fue casi nulo, el PIB aumento en promedio un 0,4%, siendo éste el peor desempeño de la década. Los efectos de la crisis mundial que se reflejaron en la fuerte contracción de la demanda y en la caída de la producción de los sectores productivos tradicionales como industria y comercio, fueron algunas de las razones del desplome de la actividad económica en el país. A diferencia de lo acontecido en 2009, la situación de la economía colombiana para 2010 luce más alentadora y las perspectivas de

---

\* Este artículo es producto de la línea de investigación en Análisis de la Coyuntura y la Política Económica Nacional y Mundial del Grupo de investigación en Macroeconomía Aplicada de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Antioquia.

Recibido:01/03/10 Aceptado:16/04/10

\*\* Profesor Titular, Departamento de Economía Universidad de Antioquia. Docente de Cátedra, Escuela de Economía Universidad Nacional de Colombia, sede Medellín. Dirección electrónica: [rjmesa@economicas.udea.edu.co](mailto:rjmesa@economicas.udea.edu.co)

\*\*\* Economista, Universidad de Antioquia. Dirección electrónica: [gonzalezj@economicas.udea.edu.co](mailto:gonzalezj@economicas.udea.edu.co)

\*\*\*\* Joven investigadora y Estudiante del Programa de Economía de la Universidad de Antioquia. Dirección electrónica: [ycaguirre@economicas.udea.edu.co](mailto:ycaguirre@economicas.udea.edu.co)

recuperación son un hecho. Sin embargo, existen preocupaciones que vienen aquejando a la economía nacional en los últimos años que pueden demorar y limitar las posibilidades de una recuperación rápida y sostenida durante el 2010. Algunas de estos hechos tienen que ver con: la debilidad en la demanda interna, la incertidumbre en el comportamiento de las exportaciones, la revaluación del peso y los problemas fiscales.

**Palabras clave:** recuperación, deuda pública, déficit fiscal, revaluación

### **Abstract:**

In 2009 the Colombian economic growth was almost null, GDP growth averaged 0.4%, this being the worst performer of the decade. The effects of global crisis was reflected in the sharp contraction of demand and declining production of traditional production sectors such as industry and trade, were among the reasons for the collapse of economic activity in the country. Unlike what happened in 2009, the situation of the Colombian economy in 2010 looks more encouraging and the prospects for recovery are a fact. However, there are concerns that afflict the national economy in recent years that may delay and limit the possibility of a rapid and sustained recovery in 2010. Some of these facts are related: weakness in domestic demand, the uncertainty in the performance of exports, the appreciation of the peso and the fiscal problems.

**Key words:** recovery, public debt, fiscal deficit, revaluation.

**JEL:** E21, E23, E62, E66.

### **Résumé:**

En 2009, la croissance économique de la Colombie a été presque nulle, la croissance du PIB en moyenne de 0,4%, ce qui est la pire performance de la décennie. Les effets de la crise mondiale se reflète dans la forte contraction de la demande et la baisse de production des secteurs de production traditionnels tels que l'industrie et du commerce, ont été parmi les raisons de l'effondrement de l'activité économique dans le pays. Contrairement à ce qui s'est passé en 2009, la situation de l'économie colombienne en 2010 semble plus encourageants et les perspectives de reprise sont un fait. Cependant, il ya des préoccupations qui

affectent l'économie nationale ces dernières années qui peuvent retarder et de limiter la possibilité d'une reprise rapide et soutenue en 2010. Certains de ces faits sont liés: la faiblesse de la demande intérieure, l'incertitude sur la performance des exportations, l'appréciation du peso et les problèmes budgétaires.

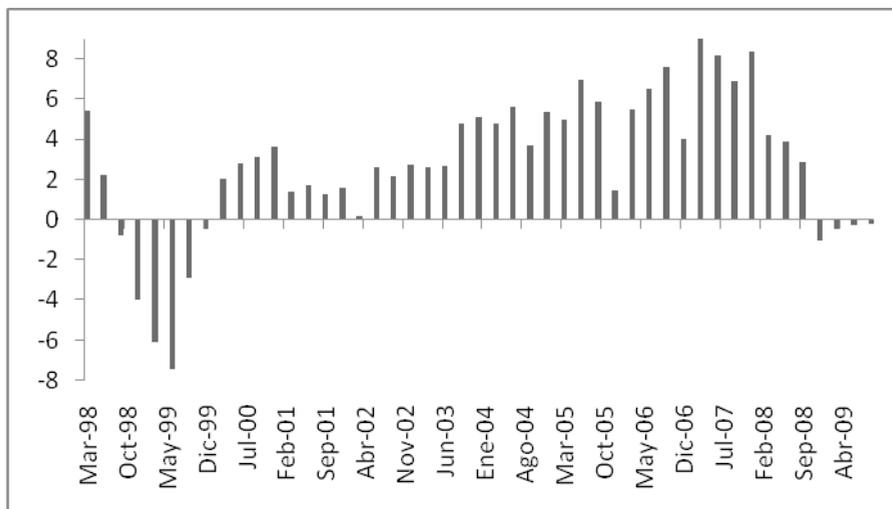
**Mots-clés:** la récupération, la dette publique, les déficits budgétaires, la réévaluation

## Introducción

La recuperación de la economía colombiana, al igual que la recuperación mundial es aún incipiente, si bien algunos organismos internacionales refutan que hoy los indicadores de confianza, al igual que las tasas de crecimiento de los países muestran un comportamiento creciente con signos positivos; aún las variables reales, como los índices de empleo, las finanzas públicas y los niveles de consumo y crédito de los hogares, se mantienen en niveles un tanto preocupantes. En Colombia, los efectos de la crisis se evidenciaron en 2008 y 2009, no obstante, para el último trimestre de 2009, algunos indicadores líderes mostraron un cambio de tendencia lo cual estaría indicando que la crisis está llegando a su fin y que los síntomas de mejoría en la actividad económica doméstica son un hecho.

En 2009, el deterioro en la tasa de crecimiento de la economía fue notable, el PIB registró cifras negativas durante los 3 primeros trimestres del año y al cierre del cuarto mostró un crecimiento de 2,5%. Siendo este desempeño del PIB el peor de los últimos 10 años, las cifras no alcanzaron a igualar el resultado registrado en 1999, período en el cual la economía registró tasas de crecimiento de hasta -8% (gráfico 1). Se destaca en 2009, la fuerte reducción de la tasa de inflación que se ubicó al finalizar el año en 2%, menos de 5 puntos del valor observado en 2008. De igual forma, se resalta el marcado deterioro de los indicadores laborales, los resultados fiscales y la reducción en el déficit en cuenta corriente.

Gráfico 1. Crecimiento trimestral del PIB 1998-2009



Fuente: DANE (2010a)

Dentro de lo que se prevé, el 2010 surge como un año de transición donde las perspectivas apuntan a un nivel de crecimiento que no deberá superar, en promedio, un crecimiento anual de 3%. En este sentido, el propósito central de este artículo es analizar las posibilidades de recuperación de la economía colombiana en 2010. Para ello, realizamos una síntesis de los principales riesgos que a nuestro juicio podrían enfrentar la economía nacional y que a su vez podrían limitar las posibilidades de una recuperación rápida y sostenible. Aspectos como: (i) la debilidad en la recuperación de la demanda interna; (ii) los problemas que enfrentan las exportaciones colombianas a dos de sus principales mercados, Estados Unidos y Venezuela; (iii) la incertidumbre asociada con el plan de ajuste fiscal en un año electoral y (iv) la inestabilidad de la tasa de cambio inclinada hacia la apreciación del peso con su efecto negativo sobre los sectores transables –agricultura e industria; se convierten en las principales hipótesis que marcan las perspectivas económicas en 2010.

Dado lo anterior, este trabajo está dividido en dos partes, la primera describe un panorama general de la economía colombiana en 2009 y la segunda se realiza el análisis de los riesgos y perspectivas a los que se enfrenta el país en 2010, incluyendo los posibles escenarios dentro de los cuales se desempeñará la economía mundial y nacional.

## I. Evolución de la economía colombiana en 2009: una síntesis

A pesar de los efectos negativos a nivel real y financiero de la crisis externa en todo el mundo, en comparación con muchos países, la economía colombiana aparentemente salió “bien” librada, al registrar en 2009 un crecimiento promedio del PIB de 0,4% (Tabla 1).<sup>1</sup> Sin dejar de lado que, durante los tres primeros trimestres del año se observaron crecimientos negativos, ocasionados principalmente por la menor demanda interna y externa, y el deterioro de las ventas al exterior, en especial al mercado venezolano; la economía nacional empezó a mostrar signos de recuperación en los últimos meses del año y registró al cierre del cuarto trimestre, un crecimiento de 2,5%. Este comportamiento estuvo explicado particularmente por el mejor desempeño de los indicadores líderes como la demanda de energía, las ventas minoristas y la producción industrial.

Al respecto, el consumo de energía en diciembre creció a una tasa del 2,9%,<sup>2</sup> mientras el comercio minorista en octubre, noviembre y diciembre registró una variación anual positiva de 0,75%, 2% y 2,7%, respectivamente, situación que no ocurría desde agosto de 2008, cuando se presentó el último dato positivo de crecimiento en este indicador; por su parte, la producción industrial en noviembre y diciembre alcanzó un crecimiento de 2%, siendo el más alto desde abril de 2008 (Correval, 2010; DANE, 2010a y b).

En general, la situación del sector externo asociada con la fuerte caída de las ventas a mercados importantes como Estados Unidos y Venezuela,<sup>3</sup> continuó siendo uno de los principales factores generadores del deterioro de la actividad económica en el año. Junto a lo anterior, el desplome de la demanda interna resultado del bajo crecimiento del crédito, la inestabilidad de la tasa de cambio, la caída de las remesas y el aumento de la tasa de desempleo; se constituyeron en componentes que debilitaron el comportamiento del PIB y propiciaron el bajo crecimiento de la economía del país.

En relación con la dinámica del mercado laboral, tal como se viene registrando desde años anteriores, el crecimiento de la desocupación continúa siendo el resultado del aumento en la oferta de trabajo a pesar del crecimiento en la demanda laboral. Al respecto, las cifras a diciembre

1 Después de 1999, en donde la economía nacional alcanzó una tasa de crecimiento negativa del 5%, la evolución del PIB en 2009 se constituye en la peor tasa de crecimiento de esta década.

2 A pesar de este importante aumento, en el mes anterior, el consumo de energía había decrecido a una tasa de 2,7% como resultado de la fuerte caída de las ventas industriales al mercado venezolano.

3 Durante 2009, las exportaciones a estos países descendieron 8,4% y 33,5% respectivamente (DANE, 2010c).

señalaban que mientras la tasa de crecimiento anual de los ocupados a nivel urbano creció a un ritmo de 6,7%, la tasa de crecimiento anual de los desocupados a nivel urbano superó el 20%. Sin duda, este hecho, fuera de ser una de las causas importantes del deterioro de la actividad económica durante 2009, es quizás el mayor obstáculo para la recuperación económica en 2010. Por último, el principal fenómeno positivo que registró la economía colombiana durante este año provino de la fuerte caída de la tasa de inflación, al registrarse un nivel que no se observaba desde hacía más de 40 años (2%). Este hecho posibilitó una importante reducción de las tasas de interés de referencia del Emisor, que se transmitió a casi todas las tasas de interés de la economía, exceptuando la tasa de interés del microcrédito que mantuvo, en promedio, niveles similares a los observados en 2008, por encima del 30% anual.

## II. Riesgos y perspectivas de la economía colombiana en 2010<sup>4</sup>

El resultado positivo en materia inflacionaria y el fuerte descenso de las tasas de interés hacen presagiar un 2010 con mayores posibilidades de una recuperación rápida. De la misma manera, el contexto internacional muestra un año favorable en materia de expansión del producto mundial, un volumen mayor de comercio y una mejoría importante del precio de las principales materias primas (Tabla 1). A pesar de lo anterior, éste panorama luce insuficiente a raíz de una serie de preocupaciones que vienen caracterizando el desempeño de la economía colombiana en los últimos años. Algunos de estos fenómenos tienen que ver con: el aumento de la tasa de desempleo, la prolongada revaluación del peso, la expansión del déficit fiscal y las dificultades de los principales mercados de exportación de los productos colombianos.

Sobre esta base, el 2010 se presenta como un año de transición, donde las perspectivas apuntan a un nivel de crecimiento que no deberá superar, en promedio, un crecimiento anual de 3%. En este sentido, temas asociados con: (i) la debilidad en la recuperación de la demanda interna; (ii) los problemas que enfrentan las exportaciones colombianas a dos de sus principales mercados, Estados Unidos y Venezuela; (iii) la incertidumbre asociada con el plan de ajuste fiscal en un año electoral y (iv) la inestabilidad de la tasa de cambio inclinada hacia la apreciación del peso con su efecto negativo sobre los sectores transables –agricultura e industria; se convierten en los principales riesgos que podrían limitar el desempeño económico colombiano el próximo año.

---

4 Esta sección tiene como punto de referencia, el apartado III del artículo escrito por los mismos autores titulado "Se *esfumó* el crecimiento económico colombiano en 2009: análisis de la coyuntura nacional y mundial y perspectivas 2010".

A continuación, presentamos un análisis de estos factores, no sin antes analizar de manera breve la situación de la economía mundial, en especial, los aspectos ligados con la crisis de deuda en algunos países de Europa.

## A. Situación de la economía mundial

### 1. Panorama global según el FMI

Según el FMI, los gobiernos y bancos centrales deben ser persistentes en sus políticas de estímulo e intervención para devolver así solidez a los sistemas financieros que aún no logran recuperar su estabilidad, deben reestructurar las instituciones para que el crédito fluya e introducir cambios en la supervisión y regulación del sistema financiero. A su vez, se debe atender el déficit en el que se incurrió con las grandes inyecciones de capital, ya que esto podría expulsar a los prestatarios privados y plantear otros problemas para la recuperación.<sup>5</sup>

Tabla 1. Proyecciones de perspectiva de la economía mundial

	2008	2009	Proyecciones	
			2010	2011
<b>Producto mundial</b>	<b>3</b>	<b>-0,8</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>
Economías avanzadas	0,5	-3,2	2,1	2,4
Estados Unidos	0,4	-2,5	2,7	2,4
Zona del euro	0,6	-3,9	1	1,6
Otras economías avanzadas	1,7	-1,3	3,3	3,6
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	6,1	2,1	6	6,3
África	5,2	1,9	4,3	5,3
América	4,2	-2,3	3,7	3,8
Oriente medio	5,3	2,2	4,5	4,8
Países en desarrollo de Asia	7,9	6,5	8,4	8,4
<i>Partidas informativas</i>				
<b>Volumen del comercio mundial (bienes y servicios)</b>	<b>2,8</b>	<b>-12</b>	<b>5,8</b>	<b>6,3</b>
Importaciones				

5 FMI (2010b)

Economías avanzadas	0,5	-12,2	5,5	5,5
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	8,9	-13,5	6,5	7,7
Exportaciones				
Economías avanzadas	1,8	-12,1	5,9	5,6
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	4,4	-11,7	5,4	7,8
<b>Precios de las materia primas (dólares de EE.UU.)</b>				
Petróleo	36,4	-36,1	22,6	7,9
No combustibles (promedio basado en ponderaciones de la exportación mundial de materia primas)	7,5	-18,9	5,8	1,6

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2010a).

Como se observa en la tabla 1, se espera un crecimiento del producto mundial cercano al 3,9% en 2010, donde Estados Unidos crecerá al 2,7%, las economías avanzadas al 2,1% y las economías emergentes y en desarrollo a tasas cercanas al 6%. A su vez, se estima que el volumen del comercio mundial de bienes y servicios se ubique alrededor del 5,8%, sustentado en un crecimiento positivo de las importaciones (economías avanzadas 5,5% y economías emergentes y en desarrollo 6,5%) y de las exportaciones (economías avanzadas 5,9% y economías emergentes y en desarrollo 5,4%). De igual forma, las perspectivas en los precios del petróleo son al alza en 22,6% y para el resto de las materias primas se espera un incremento del 5,8%.

Finalmente, en cuanto a las perspectivas de proyección del euro, se estima que seguirá debilitándose en el corto plazo dados los temores que aún existen con relación a los problemas de la Unión Europea y el diferencial de crecimiento entre EE.UU y la Eurozona<sup>6</sup> y por tanto a nivel mundial se generan grandes expectativas con respecto a la volatilidad de las monedas.

## **2. El problema fiscal y de endeudamiento en Grecia, Irlanda, España y Portugal**

La situación que actualmente se experimenta con el crecimiento de la deuda de Grecia, España, Irlanda y Portugal hace que para los próximos años las economías de los países desarrollados y en vía de desarrollo se planteen grandes retos en el manejo de sus economías. A mediados de octubre de 2009, Grecia evidenció porcentajes de déficit fiscal con relación al PIB por encima del 12%, al igual que otros países de Europa (Tabla 2). Posteriormente, las firmas Standard & Poor's,

6 Grupo Bancolombia (2010a).

Fitch y Moody's procedieron a reducir su calificación crediticia dadas las condiciones inestables de sus finanzas públicas, generando alzas y volatilidades en los CDS (Credit Default Swap). En consecuencia los inversionistas comenzaron a liquidar sus posiciones en euros provocando un debilitamiento de esta moneda frente al dólar estadounidense.<sup>7</sup>

Tabla 2. Crecimiento real del PIB y déficit como porcentaje del PIB

	Grecia	España	Portugal	Irlanda	Francia	Italia	Alemania
<b>1T08</b>	2,74	2,72	0,96	-1,43	1,88	0,35	2,87
<b>2T08</b>	2,67	1,66	0,77	-1,57	1,02	-0,33	1,96
<b>3T08</b>	1,95	0,47	0,36	-1	0,11	-1,29	0,83
<b>4T08</b>	0,72	-1,25	-1,88	-8,02	-1,71	-2,88	-1,77
<b>1T09</b>	-0,48	-3,2	-4,03	-9,1	-3,52	-6,02	-6,72
<b>2T09</b>	-1,18	-4,21	-3,67	-7,86	-2,77	-5,95	-5,78
<b>3T09</b>	-1,73	-4	-2,52	-7,45	-2,29	-4,65	-4,79
<b>Promedio del último año</b>	<b>-0,67</b>	<b>-3,16</b>	<b>-3,02</b>	<b>-8,11</b>	<b>-2,57</b>	<b>-4,87</b>	<b>-4,76</b>
<b>Déficit Fiscal como porcentaje del PIB</b>							
<b>2008</b>	7,8	3,8	2,7	3,4	6,3	2,7	0,13
<b>2009</b>	12,7	11,4	9,3	7,9	11	5,3	3,2

Fuente: Grupo Bancolombia (2010b)

Sin duda, el costo asociado a estos porcentajes tan altos de déficit fiscales como proporción del PIB, se ven reflejados en mayores niveles de financiamiento vía deuda pública. Si bien en el pasado esto solía suceder con mayor frecuencia en los países en desarrollo, en la actualidad este fenómeno se revirtió, siendo las economías avanzadas las que registran los mayores índices de endeudamiento público en relación con el tamaño de su PIB (Tabla 3). Vale la pena señalar los factores que pueden explicar el crecimiento excesivo de la deuda pública. Inicialmente se parte de un manejo irresponsable de la política fiscal de los países que se refleja en aumentos excesivos de sus niveles de gasto público que terminan por generar déficits insostenibles acompañados por una mayor liquidez de los mercados. A nivel teórico, se habla que los déficits y los niveles de deuda en una economía son variables que difícilmente pueden desaparecer y en algunos casos

7 Grupo Bancolombia (2010b)

son deseables, lo relevante es cómo identificar un nivel óptimo que no ponga en riesgo el ciclo económico ni la estabilidad macroeconómica del país.

Tabla 3. Deuda pública como proporción del PIB

País	Deuda del gobierno (% del PIB)		
	2007	2010	2011
Austria	62	78	82
Alemania	65	82	85
Grecia	104	123	130
Francia	70	92	99
Irlanda	28	81	93
Italia	112	127	130
Japón	167	197	204
Paises Bajos	52	77	82
Portugal	71	91	97
España	42	68	74
Reino Unido	47	83	94
EE.UU	62	92	100
China	20	22	23
India	81	86	86
Europa Central	23	28	29
Latinoamérica	41	37	35

Fuente: IMF, WEO y OECD

Técnicamente, puede decirse que la deuda está explicada por tres componentes: i) el endeudamiento previo, ii) el promedio ponderado de las tasas nominales de interés externo e interno y iii) el déficit primario consolidado. A su vez, depende negativamente de dos factores, la tasa de crecimiento real de la economía y la tasa de inflación.<sup>8</sup> Dentro del primer componente de endeudamiento se incluye toda la política fiscal del país, es decir la forma como se está racionalizando el gasto y las políticas tributarias en pro de la generación de mayores ingresos.

<sup>8</sup> Posada y Arango (2000).

Así, según Posada y Arango (2000) aumentos en la tasa de interés real o del déficit primario o las disminuciones en las tasas de crecimiento del producto real se traducen en aumentos de los niveles de endeudamiento. De otro lado, sostiene Villagómez (2010) que para que el crecimiento de la deuda no sea explosivo se requiere que la tasa de interés que se paga por la deuda sea menor que el crecimiento nominal de la economía. En conclusión se necesitan bajos niveles de inflación, bajas tasas de interés y altos niveles de crecimiento real.

De ahí que en la situación post-crisis, donde el crecimiento es débil y no está sustentado en aumentos sostenidos de la demanda agregada, países como Grecia, Irlanda, España y Portugal, además de otros países emergentes, ponen en riesgo su estabilidad financiera y fiscal. Eso aunado a los niveles en los spreads de deuda que han aumentado con la coyuntura actual.

Finalmente, la inestabilidad del Euro pone en riesgo el equilibrio y la viabilidad de la región europea, ya que esta moneda funciona como un agente unificador y centralizador de la política monetaria.<sup>9</sup> Por tanto se espera que en los próximos meses, con el compromiso de estos países, especialmente de Grecia a controlar su nivel de deuda y reducir el déficit público, la Unión Europea deberá plantear un apoyo financiero con un grado alto de supervisión en pro de favorecer reformas que permitan a los otros países afrontar sus problemas de finanzas públicas.

## **B. Debilidad en la recuperación de la demanda interna**

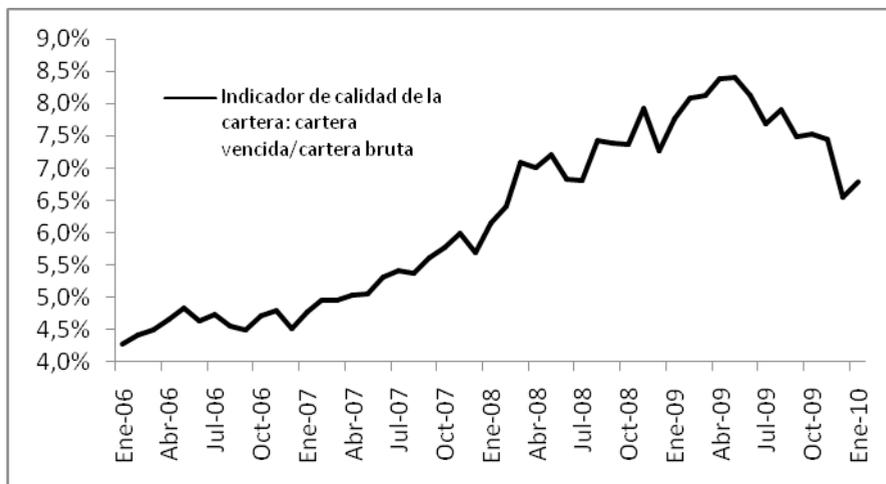
Con respecto a esto, la principal explicación proviene del escaso dinamismo que pueden registrar los niveles de consumo de los hogares y los gastos de inversión de las empresas. En relación con el consumo, el mayor obstáculo en su recuperación está asociado con el estancamiento del crédito de consumo, que se viene presentando, no sólo como resultado de la fragilidad del mercado laboral a través de los mayores índices de desempleo que vienen elevando el grado de aversión al riesgo de los hogares ante la pérdida de empleos, sino también por el aumento de la carga financiera<sup>10</sup> que reduce de manera importante su capacidad de pagos sobre las deudas futuras. Esto se puede observar en el deterioro que sufrió el indicador de calidad de la cartera durante 2009 (Gráfico 2) que mostró una clara tendencia decreciente, provocando un desestímulo en el gasto de los hogares.

---

9 *Ibidem* 17.

10 Según Fedesarrollo (2010), la carga financiera de los hogares en Colombia pasó de 13% en 2002 a niveles de 22,4% en 2009.

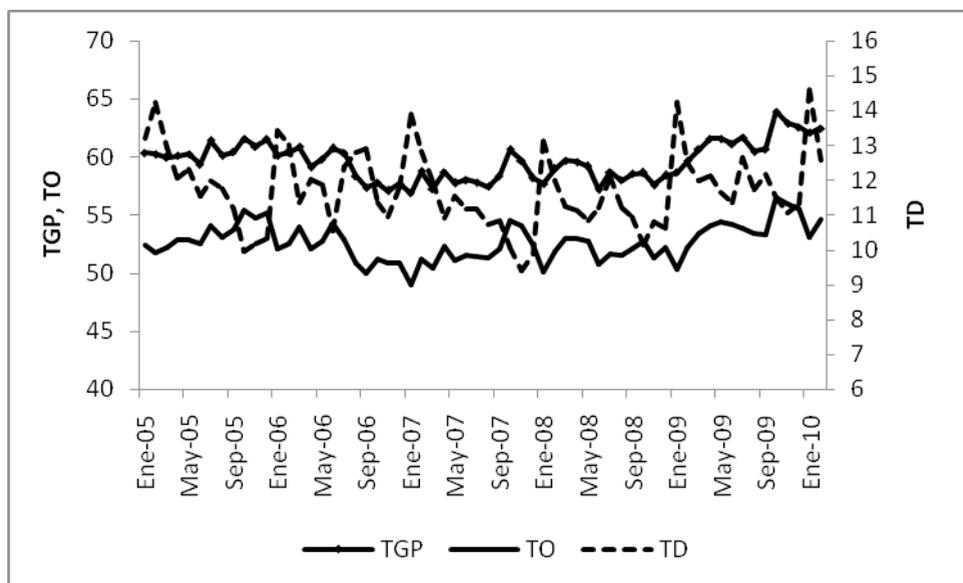
Gráfico 2. Evolución del crédito de consumo



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Respecto al deterioro en los indicadores del mercado laboral, durante 2009 se observó un crecimiento en la tasa de desempleo (TD) que condujo a ésta a niveles de 11,3%, sin embargo la mayor variación se registró en enero de 2010 donde la tasa fue de 14,6%; de igual forma sucedió con la tasa global de participación (TGP) y la tasa de ocupación (TO) disminuyendo desde mediados de 2009 hasta enero de 2010. Pero lo que resulta interesante son las cifras registradas en febrero de 2010, donde la tasa de desempleo cayó a 12,6% y los niveles de empleo oscilaron alrededor de 54,6% (Gráfico 3). Este cambio de tendencia podría ser otro aspecto conducente para una recuperación. No obstante, la tasa de desempleo sigue siendo muy alta para imprimir un dinamismo a la actividad económica, esto aunado a un aumento en las cifras de trabajo informal y a un crecimiento en los valores absolutos de las personas ocupadas y desocupadas entre febrero de 2009 y febrero de 2010 (los ocupados pasaron de 17.731 a 18.850, una variación de 6,3%; y los desocupados pasaron de 2.529 a 2.708, una variación de 7,1%).

Gráfico 3. Indicadores del mercado laboral, TGP, TO y TD



Fuente: DANE.

Adicional a lo anterior, los flujos de remesas continuarán disminuyéndose a consecuencia de la crisis de empleo en España y los Estados Unidos, países donde se encuentran residentes un volumen importante de colombianos.<sup>11</sup> En suma, la inestabilidad del empleo y la poca sostenibilidad de los puestos de trabajo,<sup>12</sup> son factores que demoran la reactivación de la demanda ante la prudencia de los hogares de financiar vía créditos sus gastos de consumo.

En el caso de la inversión, cabe señalar que la economía colombiana viene de un largo período de expansión de esta importante variable impulsora del crecimiento, en especial, entre 2005-2007,

11 Aunque hay que señalar que el impacto más significativo de la disminución del flujo de remesas se debe observar con mayor magnitud a nivel regional (zona centro occidente del país) y no en el ámbito nacional.

12 Las cifras sobre el crecimiento de la informalidad y los mayores índices de subempleo sirven para validar estas preocupaciones y para señalar la reducción del empleo formal y de buena calidad sobre todo de los trabajadores sin educación superior. De igual forma, el debate sobre la debilidad del crecimiento del empleo en el país se viene concentrando en los mayores costos laborales por los elevados impuestos al trabajo y los altos incentivos que hoy en día tiene el capital privado en el país.

período en el cual el mayor crecimiento del capital se vio acompañado de un prolongado ciclo externo de naturaleza positiva. En los dos últimos años, los efectos de la crisis internacional bajaron los niveles de capacidad instalada generando un estancamiento de la inversión ante la reducción de las exportaciones y el crecimiento negativo del PIB. De igual forma, factores como la revaluación del peso y el aumento de los costos financieros, en un escenario de caída en las utilidades, cambiaron la tendencia creciente que traía la inversión hasta finales de 2007. Para 2010, ante la perspectiva de una recuperación lenta de la demanda interna y el lento dinamismo de las importaciones de bienes de capital, las expectativas de expansión de la capacidad instalada pueden resultar bastante moderadas.

### **C. Desempeño esperado de las exportaciones: efecto de la devaluación en Venezuela**

Uno de los mayores impactos de la crisis se ha concentrado en la reducción de las exportaciones a causa de la caída en la demanda externa, en especial, la venta de productos que han tenido como principal destino los mercados de Estados Unidos y Venezuela. En línea con esto y a pesar de que existen perspectivas optimistas de lo que será el crecimiento del producto mundial en 2010 y con ello la recuperación del volumen de comercio y la mejora en los precios de las materias primas, las perspectivas sobre el mayor dinamismo de las exportaciones colombianas para el próximo año son bastante modestas y no muy diferentes de lo observado en 2009. Las causas de esto siguen estando asociadas con la situación económica de nuestros dos socios comerciales más importantes, Estados Unidos y Venezuela. Frente al primero, la mayor dificultad está por el lado de la fragilidad en su proceso de recuperación que no está sustentada en el crecimiento del consumo, sino en los mayores estímulos fiscales y monetarios que viene otorgando el gobierno norteamericano que de seguro tenderán a desaparecer en 2010. Este hecho, junto al estancamiento de la ocupación y los altos índices de desempleo, limitan la expansión del consumo y con ello el crecimiento de las importaciones el próximo año.

Sin embargo, el principal problema está por el lado del mercado venezolano a raíz de la delicada situación económica que enfrenta este país. En efecto, al cierre de este informe se conoció la devaluación que sufrió el bolívar fuerte el 8 de enero de 2010, estableciendo un valor de 2,60 bolívares fuerte por dólar para los productos “prioritarios” como alimentos, salud, maquinaria y equipos, remesas e importaciones del sector público, entre otros; mientras que, para otro tipo de bienes y para las exportaciones, se estableció el denominado dólar “petrolero” cuyo precio

será de 4,30 bolívares fuerte por dólar. Según el Ministerio del Poder Popular para Economía y Finanzas (2010) de Venezuela, esta medida cambiaria tuvo como objetivo el fortalecimiento de las exportaciones, el proceso de sustitución de importaciones y el control sobre el mercado paralelo de divisas. Aunque el Ministerio reconoció el efecto de esta acción sobre la inflación, se afirmaba que este ajuste era necesario, ya que el precio de la divisa no variaba desde 2005, y que por lo tanto, era de esperarse que incentivará la producción nacional y reducirá el volumen de productos importados, que durante 2009 afectaron de forma notable la industria manufacturera en Venezuela.

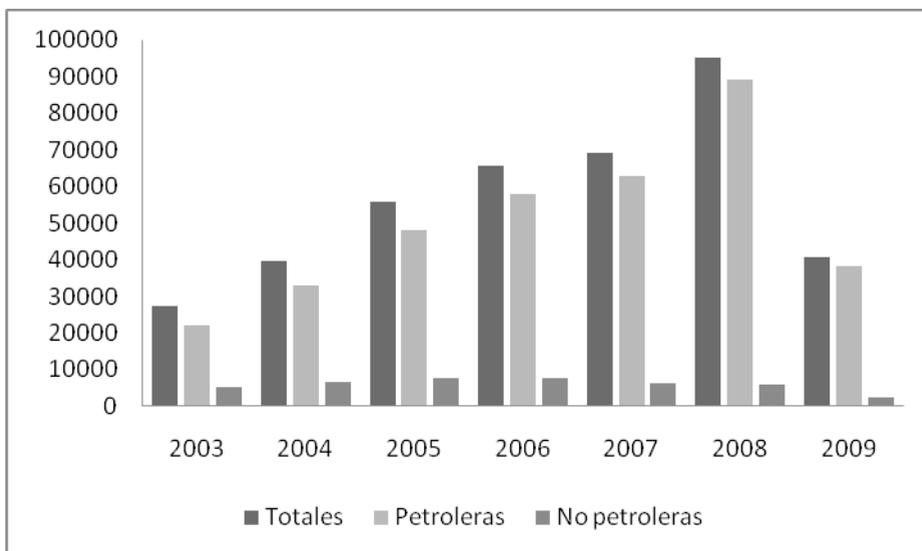
Sin embargo, esta modificación en el régimen cambiario venezolano parece estar alejada de la realidad económica que enfrenta este país. Desde el punto de vista teórico, una depreciación del tipo de cambio ciertamente puede mejorar la Balanza Comercial, al reducir relativamente los precios de los productos a exportar frente a aquellos que se compran en el extranjero;<sup>13</sup> asimismo, se espera que la devaluación provoque el efecto J; es decir, que en el corto plazo la Balanza Comercial empeore ante la estabilidad en los ingresos por exportaciones y el mayor gasto en importaciones, mientras los consumidores responden a la variación en los precios; sin embargo, en el largo plazo las exportaciones deben superar las importaciones, con lo que se obtiene un superávit en ésta. Cabe aclarar, que se supone que este efecto se presenta para economías que produzcan bienes con valor agregado, pues estos responden a variaciones en el tipo de cambio, mientras que los productos de las economías primario-extractivas dependen de los precios internacionales y, este es el caso venezolano.

Según la Asociación Venezolana de Exportadores (2010), durante el período enero-septiembre de 2009 las exportaciones ascendieron US\$40.760 millones, de los cuales US\$38.320 millones correspondieron a ventas de petróleo (gráfico 4), lo que indica que sólo 6% de las exportaciones venezolanas están constituidas por otro tipo de productos; además, cerca del 90% de las compras al exterior de este país fueron de productos no relacionados con el petróleo, lo que indica que este país tiene una clara vocación importadora; razón por la cual, una medida como la devaluación de su tipo de cambio no tendrá, un gran impacto sobre el comercio exterior venezolano.

---

13 Para que este resultado se produzca se requiere que se satisfaga la condición Marshall-Lerner que indica que la suma de las elasticidades-precio de las exportaciones y las importaciones debe ser mayor a 1, de manera que se garantice que el incremento en las primeras superará la reducción en las segundas.

Gráfico 4. Exportaciones de Venezuela (US\$ Millones)



Fuente: Asociación Venezolana de Exportadores (2010)

Al respecto, el gobierno venezolano ha recibido fuertes críticas de parte de expertos y opositores, quienes aseguran que esta medida sólo beneficiará los ingresos fiscales e incrementará la inflación, que superó el 25% durante 2009. El doble tipo de cambio que rige en Venezuela, provoca que el gobierno compre a un bajo precio los bienes básicos procedentes del exterior, pero que reciba muchos más bolívares por sus ventas, que básicamente provienen del petróleo a través de la empresa estatal Petróleos de Venezuela S.A –PDVSA- (Cambio, 2010). De esta forma, la depreciación del tipo de cambio encarece las importaciones, pero al no existir un aparato productivo local capaz de satisfacer la demanda, esta medida tendrá como consecuencia directa unos niveles crecientes de inflación y una mayor pérdida en el poder adquisitivo del público, lo que posiblemente afectará el desempeño económico de este país, que durante el tercer trimestre de 2009 se contrajo en 4,5%.

A todas estas, los exportadores colombianos se han mostrado preocupados por el posible efecto de la devaluación sobre el deteriorado comercio binacional,<sup>14</sup> pues la depreciación del tipo de

14 Durante 2009, las exportaciones colombianas hacia Venezuela presentaron un descenso del 33,5%, especialmente en prendas de vestir, productos de cuero y vehículos (DANE, 2010).

cambio, encarece los productos que Colombia le pretende vender a Venezuela. Aunque precisamente, los bajos niveles de intercambios registrados durante 2009, pueden aminorar los efectos sobre las exportaciones de Colombia y sobre su desempeño económico; además, la alta tensión diplomática entre los dos países, ha llevado a que los empresarios nacionales busquen firmemente nuevos mercados.

#### D. Incertidumbre fiscal en un año electoral

Todo indica que los efectos de la política fiscal anti-cíclica adoptada en 2009 para contrarrestar los efectos de la crisis, dejará huella en materia de sostenibilidad fiscal en los próximos años en el país. Junto a esto, es claro que ante el nulo crecimiento del PIB registrado en 2009 y el bajo ritmo de crecimiento que se espera en 2010, la ampliación del déficit fiscal es un hecho, como resultado de la inflexibilidad que se presenta en los principales componentes del gasto, especialmente, por el lado de pensiones, transferencias y servicio de la deuda, y las menores perspectivas en el crecimiento de los tributos. Algunos de los riesgos asociados con lo anterior, centran su atención en dos aspectos claves como son la política de financiamiento y el plan de ajuste fiscal en un año electoral.

Los resultados de la política fiscal en 2009 arrojan un déficit acumulado de 13.694 mm de pesos, es decir, 2,8% del PIB; cifra que frente a la presentada en 2008 evidencia un deterioro fiscal que se debe al menor recaudo de impuestos dadas las condiciones de contracción en el crecimiento. El gobierno nacional alcanzó un déficit de 4,2% y el costo de la reestructuración financiera fue equivalente al 0,2% del PIB (Tabla 4).<sup>15</sup>

Tabla 4. Balance fiscal del sector público consolidado, 2008-2009

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2008	2009 (pr)	2008	2009 (pr)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	343	-12.865	0,1	-2,6
1. Gobierno nacional	-11.067	-20.715	-2,3	-4,2
2. Subtotal sector descentralizado a/	11.411	7.851	2,4	1,6
Eléctrico	500	51	0,1	0
Emcali	89	46	0	0

<sup>15</sup> Banco de la República (2010, p.79).

EPM	-93	-512	0	-0,1
FAEP	-1.898	-1.024	-0,4	-0,2
Resto de entidades	2.472	2.060	0,5	0,4
Seguridad social	5.140	6.451	1,1	1,3
Regional y local	5.201	779	1,1	0,2
B. Balance cuasifiscal del Banco de la República	1.306	599	0,3	0,1
C. Balance de Fogafin	502	926	0,1	0,2
D. Costos de la reestructuración financiera	-1.270	-1.117	-0,3	-0,2
E. Ajustes	-1.558	-1.237	-0,3	-0,2
F. Total sector público consolidado (A+ B + C + D + E)	-678	-13.694	-0,1	-2,8

Fuente: Banco de la República (2010)

Durante 2009, la crisis acentuó el decrecimiento de los recaudos, que constituyen la mayor parte de los ingresos del Gobierno Nacional Central (GNC) y frente a esta situación, la entidad no tomó la medida de frenar el gasto por temor a desestimular la demanda agregada y el PIB, sino que acudió a los mercados de financiamiento externo e interno. A diferencia de la crisis de 1999, donde el GNC no tenía acceso al financiamiento externo y por tanto el Gobierno se veía obligado a recortar el gasto, implicando esto una política fiscal procíclica que acentuó la caída de la economía; durante 2009 se implementaron políticas de expansión del gasto,<sup>16</sup> aumentando las obras civiles y con ello los programas de infraestructura y desarrollo social, con el fin de impulsar la demanda final, todo esto sustentado en un mayor financiamiento externo<sup>17</sup> e interno<sup>18</sup> y con ello una ampliación del déficit y un deterioro de las finanzas públicas del Estado.

No obstante, la política contracíclica aplicada, pudo haber sido mayor sí en el período de expansión se hubieran aplicado mecanismos de ahorro. Sin embargo, frente a los demás países de América Latina, Colombia fue uno de los países con mayor impulso fiscal,<sup>19</sup>(Gráfico 5). En

16 Los gastos del GNC en 2009 contabilizaron un crecimiento de 4,7% en intereses de la deuda, de 17,8% en funcionamiento y de 8,6% en inversión (Banco de la República, 2010, p. 82).

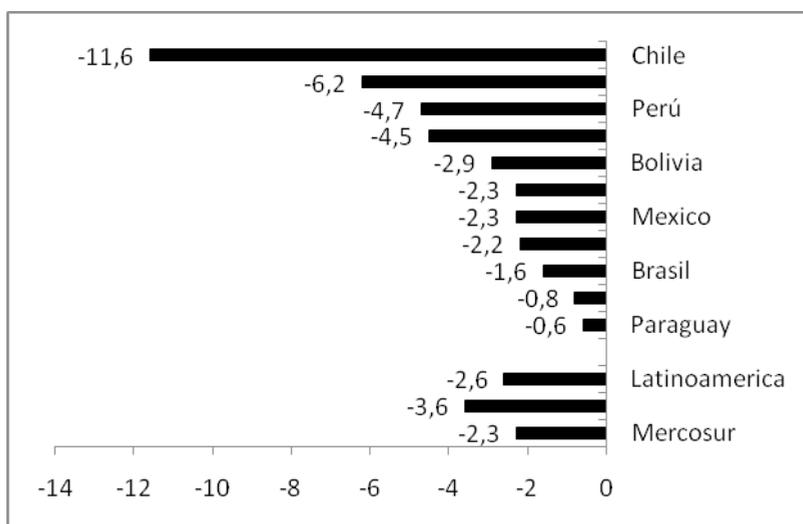
17 El financiamiento externo neto alcanzó \$9.242 mm, con desembolsos por \$11.925 mm y amortizaciones por \$2.683 mm (Banco de la República, 2010, p. 83).

18 el crédito interno neto contabilizó \$11.513 mm con colocaciones de títulos por \$32.519 mm frente a amortizaciones por \$21.006 mm (Banco de la República, 2010, p. 83).

19 Entendiendo impulso fiscal como la variación anual del déficit fiscal como proporción del PIB en el año 2009 frente al promedio 2007-2008.

general, la región en contraste con los países avanzados no pareciera experimentar los niveles de deuda de estos últimos y se espera que el déficit como porcentaje del PIB aumente en promedio en unos 4pp mientras que en las economías avanzadas se espera un incremento superior a los 30pp. Según el Grupo Bancolombia (2010c), la deuda de Chile y Perú es mucho más sensible a los movimientos en la tasa de interés que a incrementos en el balance primario. Por su parte, la deuda en Colombia tiende a retroceder mucho más cuando se fijan metas de balance primario mucho más altas al 1% del PIB, así como también es altamente sensible a incrementos en la tasa de crecimiento económico. Sin embargo, dado que la economía colombiana tardará más que la de otros países en volver a crecer a tasas superiores al 5%, es poco factible que la pendiente de la reducción de la deuda se acentúe en el corto plazo.

Gráfico 5. Indicador de estímulo fiscal

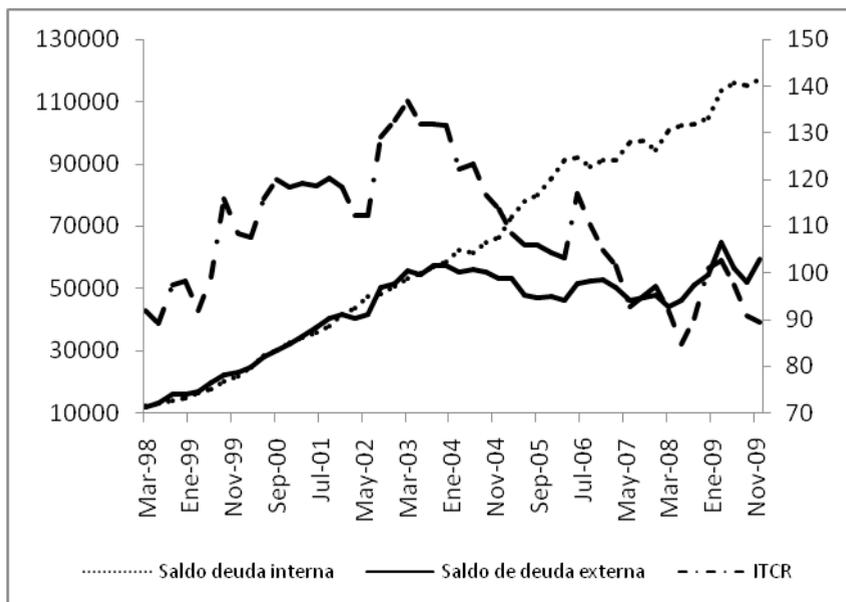


Fuente: Banco de la República (2010)

El país experimentó en 2009 un endeudamiento creciente, acentuado principalmente en el saldo de la deuda interna de mediano y largo plazo, en el cuarto trimestre fue cercana a 117.329 mm; mientras que el saldo de la deuda externa fue menor, 11.823 mm en el mismo período ayudada por la revaluación del tipo de cambio. Como se observa en el gráfico 6, la mayor revaluación en la tasa de cambio real ha contribuido a un menor saldo de la deuda, no obstante como se verá a

continuación, las necesidades de mayor endeudamiento conllevarán a que el gobierno introduzca una mayor colocación de bonos en los mercados internacionales deteriorando las condiciones en la tasa de cambio real y nominal.

Gráfico 6. Crecimiento de la deuda vs índice de tipo de cambio real



Fuente: Banco de la República.

Frente al tema del financiamiento del gasto en 2010, el crecimiento del déficit<sup>20</sup> obligará al gobierno a buscar recursos a través de una mayor colocación de deuda pública en los mercados internacionales lo cual proyectará aumentos en los niveles de endeudamiento. Esta situación trae como consecuencia directa, la mayor entrada de capitales ante la mayor rentabilidad que puede registrar la deuda pública colombiana, generando un efecto negativo sobre el desempeño de la tasa de cambio a través del proceso de revaluación nominal y real del peso colombiano. Conscientes de esto, el gobierno nacional central pretende financiar parte de sus gastos con recursos

20 Se proyecta que en 2010 la meta de déficit en el sector público sea 3,7% del PIB, es decir 19.107 mm (Banco de la República, 2010, p.84, Cuadro 22).

del mercado doméstico con el fin de evitar las monetizaciones que aceleren la apreciación del peso en el mercado cambiario. En relación con el plan de ajuste fiscal, existe una clara intención de reducir el gasto público durante este año mediante el aplazamiento de cerca de \$4,2 billones correspondientes a gastos de funcionamiento e inversión. No obstante, en un año político por el tema de las elecciones legislativas y presidenciales, las posibilidades de una reducción efectiva de este gasto serán bastante limitadas.<sup>21</sup>

Un hecho para destacar en la coyuntura fiscal del próximo año, tendrá que ver con la discusión alrededor de los decretos de emergencia social que expidió a comienzos de 2010 el gobierno nacional, para conjurar el inminente colapso financiero del sistema de salud colombiano. En suma, estos decretos tratan de resolver el problema de la definición de los servicios que obligatoriamente debe proveer el sistema de salud y de proporcionar la financiación para atenderlos. Uno de los elementos centrales de estos decretos, son los nuevos impuestos a la cerveza, los cigarrillos y los juegos de azar, que se han creado para la generación de recursos para el sector salud. Al margen de la discusión sobre los alcances de estas medidas, si bien no resulta sensato desconocer, en principio, la bondad de algunos decretos, aún no es claro, entre otras cosas, el grado de factibilidad financiera, viabilidad y efectividad general de las medidas que, según el gobierno, son el corazón de los problemas del aseguramiento de la salud en Colombia.

En síntesis, tal como lo señala el grupo de Economía de la Salud de la Universidad de Antioquia (2010), sin duda, es significativa y casi imperiosa la necesidad de mejorar la gestión, regulación y el control a los flujos financieros, así como fortalecer las normas contra la evasión y elusión en las cotizaciones, pero aún subyacen –quizá producto de la improvisación y ambigüedad de algunos decretos- varios interrogantes sobre algunos temas puntuales: a) ¿Los nuevos impuestos serán suficientes para financiar un Fondo de Prestaciones Excepcionales de salud (Fonpres), las cuales no están definidas aún con rigor? b) Ante un escenario de unificación integral del POS ¿con base

---

21 La evolución de los ingresos estará influenciada por una caída estimada de 7,4% en el recaudo de renta y por la disminución (40,8%) de los excedentes financieros de las empresas. Los demás tributos registrarán aumentos aceptables, especialmente en el caso del IVA interno (8,5%) y del gravamen a los movimientos financieros (8,6%). los gastos del GNC registrarán un aumento de 10,9% en intereses y de 3,7% en funcionamiento. El déficit del GNC, incluyendo los costos de reestructuración financiera, alcanzará \$24.084 mm, que representan el 4,6% del PIB. El financiamiento externo neto contabilizará \$1.244 mm, producto de desembolsos por \$4.609 mm, y amortizaciones por \$3.365 mm. Por su parte, el crédito interno neto ascenderá a \$11.573 mm con una colocación de títulos por \$26.049 mm y amortizaciones por \$14.476 mm (Banco de la República, 2010, pp. 84-85).

en qué criterios microeconómicos y macroeconómicos se asegurará la sostenibilidad financiera del sistema de salud si se asume que la referencia de igualación es el POS de régimen contributivo? y c) ¿la estrategia de controlar la oferta y los costos de los servicios de salud, mediante la sanción monetaria y la limitación de la autonomía de los médicos y odontólogos, no terminará por afectar, en última instancia, el derecho fundamental a la salud de los pacientes?.

### **E. Inestabilidad cambiaria: ¿hasta cuando la apreciación del peso?**

A juzgar por el desempeño de algunos fundamentales de la tasa de cambio en el país durante 2009, no parece razonable ni sostenible el proceso de apreciación que viene registrando la moneda colombiana frente al dólar. En otras palabras, fenómenos de naturaleza real asociados con: la pérdida de dinamismo de las exportaciones no tradicionales a mercados importantes como Estados Unidos y Venezuela, el nulo crecimiento de la economía, la fragilidad en el consumo y la inversión productiva, la debilidad en el ritmo de crecimiento de las remesas y el alto volumen de desempleo; deberían estar señalando una trayectoria diferente del precio del dólar en Colombia. Pese a lo anterior, el mayor flujo de divisas que se sigue observando en el mercado cambiario nacional tiene como principal fuente de entrada de dólares el mayor endeudamiento externo del gobierno y las entidades públicas. Al respecto, los últimos datos a noviembre de este año indicaban que la deuda externa pública había crecido US 7,318 millones, al tiempo que la deuda externa privada se disminuía en US381 millones (Grupo Bancolombia; 2010d); así mismo, a pesar de la reducción de los flujos de IED en 2009 en relación con 2008, éstos recursos continuaron presionando la apreciación de la tasa de cambio durante el año. Bajo este panorama, dada la necesidad de recursos para financiar el déficit fiscal proyectado para 2010, lo cual seguirá fortaleciendo la entrada de dólares por concepto de endeudamiento público y teniendo en cuenta las proyecciones de flujos de dólares esperados provenientes de la IED para el desarrollo y el crecimiento de las actividades tradicionales y de materias primas en 2010, que ascienden a US12.701 millones (Tabla 5), la situación cambiaria para el próximo año no parece diferente a la registrada en 2009, a pesar de que se mantienen las expectativas de menores ingresos por concepto del desempeño de los fundamentales de origen real como remesas y exportaciones, entre otros.

Tabla 5. Flujos esperados de dólares esperados en 2010 (sin portafolio)

		USD Millones
<b>Sector petróleo</b>		<b>\$ 6.100</b>
Inversión petrolera	Otros Campos Exploración, Producción	\$ 4.000
Pacific Rubiales	Exploración nuevos pozos	\$ 1.000
Grupo Merthav	Etanol	\$ 300
ANH	Exploración y producción	\$ 200
Hocol	Exploración y producción	\$ 600
<b>Sector Minas, Canteras, Carbón</b>		<b>\$ 1.996</b>
Drummond	Construcción de productora carbonera	\$ 500
MPX (Holding EBX)	Transporte Carbón	\$ 150
Votorantim	Inversión planta Nobsa de Acerías Paz	\$ 46
Holcim Colombia	Ampliación planta cementera	\$ 100
Greystar	Explotación oro	\$ 1.000
Medoro Resources	Adquisición	\$ 200
<b>Sector Energía</b>		<b>\$ 1.537</b>
Isagen	Hidroeléctrica de Sogamoso	\$ 600
Subasta Energía	Proyectos de Generación de Energía	\$ 690
Termoyopal	Termoeléctrica	\$ 50
Hydrochina Zhongnan	Construcción de microcentrales eléctricas	\$ 97
Termocali		\$ 100
<b>Sector Construcción</b>		<b>\$ 300</b>
Aeropuerto Dorado	Construcción Aeropuerto	\$ 200
Grupo Casino-Éxito	Modernización y remodelación de	\$ 100
<b>Otros</b>		<b>\$ 1.597</b>
Telefónica	Reinversión	\$ 250
Telefónica	Inversión en ETB	\$ 950
Biocom	Construcción planta en Armenia	\$ 12
Chilefilms	Construcción laboratorio	\$ 3
Sodimac	Reinversión	\$ 82
Fondo Fintra	Reinversión	\$ 300
<b>Sector Oficial</b>		<b>\$ 1.171</b>
Tesorería General		\$ 1.171
<b>TOTAL FLUJOS EN DÓLARES</b>		<b>\$ 12.701</b>

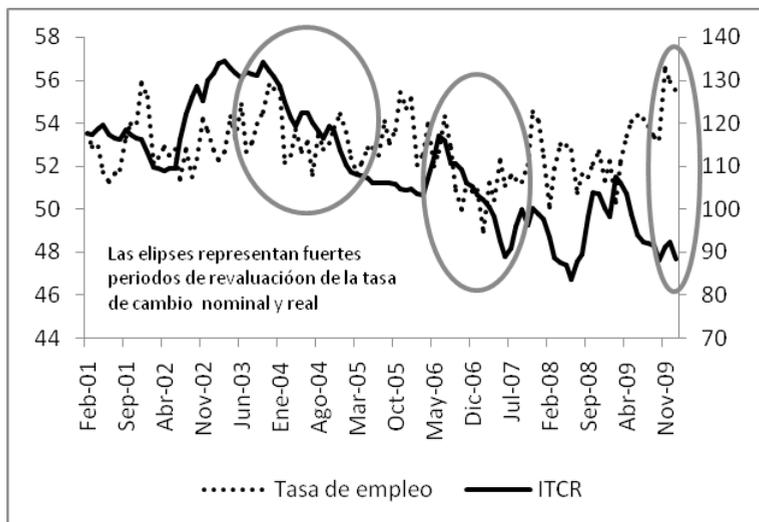
\*Inversión nueva: Empresa que no está establecida en el país

\*Reinversión (R): Empresa que ya está en el país y va a desarrollar un proyecto para aumentar la capacidad instalada, para lo cual trae recursos del exterior.

Fuente: Grupo Bancolombia (2010d).

Una de las mayores preocupaciones que gira alrededor del proceso de apreciación del peso en la actual coyuntura que registra la economía colombiana, se fundamenta en el deterioro de la producción nacional a partir de la pérdida de dinamismo de los sectores transables -agricultura e industria- altamente generadores de empleo, a través del descenso de un volumen importante de exportaciones de productos no tradicionales. Este fenómeno, no sólo debilita la expansión de la demanda agregada, sino también, se convierte en un obstáculo al proceso de recuperación de la economía en 2010. De la misma manera, no deja de ser paradójico que ante las perspectivas de un aumento en el déficit en cuenta corriente, la moneda colombiana siga manteniendo una tendencia revaluacionista. El efecto neto de la revaluación (sumando costos y beneficios) hasta el momento ha sido desfavorable para el sector productivo colombiano y viene siendo una de los argumentos que explica el lento crecimiento del empleo y el aumento en los niveles de desempleo en regiones tradicionalmente exportadoras. Según el gráfico 7, en los últimos años, los períodos más largos de revaluación han coincidido con menores ritmos de crecimiento del empleo. Así mismo, junto al tema de la competencia, la caída en el precio del dólar también representa una de las mayores dificultades que enfrentan los empresarios en la búsqueda de nuevos mercados a nivel mundial.

Gráfico 7. Tasa de empleo y evolución de la tasa de cambio real



Fuente: DANE y Banco de la República

Ante esta situación, una de las opciones de corto plazo que más se ha utilizado para revertir el comportamiento de la divisa, es a través de las intervenciones de las autoridades en el mercado cambiario mediante la compra de dólares. Esta opción, se podría ver limitada por los siguientes factores: (i) el riesgo asociado a unas mayores expectativas de inflación que se alimentan del efecto monetario de la acumulación de reservas internacionales, (ii) la esterilización de la oferta monetaria vía la venta de TES podría inducir un mayor diferencial de rentabilidades a favor del mercado financiero local, acelerando la apreciación del peso, (iii) los dilemas que enfrenta la política monetaria de recuperar la tasa de cambio o mantener las metas de inflación, (iv) la pérdida de efectividad de las intervenciones cuando estas son de carácter no discrecional en vista de que son anticipadas por los agentes, (v) el costo financiero de las intervenciones que se refleja en las cuentas fiscales a partir de un mayor nivel de gasto y por último, a nivel empresarial, el dilema moral que enfrenta el sector privado en el uso de las coberturas cambiarias.

En resumen, las opciones de corto plazo para frenar la revaluación son cada vez más limitadas y no logran su objetivo. Mientras sigan entrando divisas al país, en especial las que ayudan a financiar el déficit fiscal, será muy complicado revertir la tendencia a la baja en el precio del dólar. Todo parece indicar, de mantenerse el sistema de mercado para determinar la tasa de cambio en el país, que se requieren estrategias de naturaleza estructural para impulsar la devaluación nominal y real del peso. Por ejemplo, se necesita una reforma fiscal severa que elimine beneficios, exenciones y descuentos tributarios; una política de reducción gradual del endeudamiento público; una nueva reforma laboral que fortalezca el empleo permanente y un nuevo esquema para la determinación del salario mínimo en Colombia. En la medida que estos temas se posterguen, la inestabilidad de la tasa de cambio seguirá dependiendo de los choques externos, la volatilidad de los términos de intercambio, los movimientos de capital y las remesas.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AVEX. 2010. Asociación Venezolana de Exportadores. [http://www.avex.com.ve/index.asp?spg\\_id=25](http://www.avex.com.ve/index.asp?spg_id=25) (consultado el 12 de febrero de 2010).
- BANREP. 2010. Banco de la República. [http://www.banrep.gov.co/documentos/junta-directiva/informe-congreso/2010/marzo\\_completo.pdf](http://www.banrep.gov.co/documentos/junta-directiva/informe-congreso/2010/marzo_completo.pdf). (consultado el 10 de enero de 2010).
- CORREVAL. 2010. Correval. [https://www.correval.com/InvEcon/index.php?option=com\\_rokdownloads&view=folder&Itemid=66&id=6:historico](https://www.correval.com/InvEcon/index.php?option=com_rokdownloads&view=folder&Itemid=66&id=6:historico) (consultado el 10 de febrero de 2010).
- DANE. 2010a. Departamento Administrativo Nacional de Estadística. [http://www.dane.gov.co/daneweb\\_V09/index.php?option=com\\_content&view=article&id=128&Itemid=85](http://www.dane.gov.co/daneweb_V09/index.php?option=com_content&view=article&id=128&Itemid=85) (consultado el 15 de enero de 2010).

- DANE. 2010b. Departamento Administrativo Nacional de Estadística. [dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/ech/ech/bol\\_ech\\_dic09.pdf](http://dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/ech/ech/bol_ech_dic09.pdf) (consultado el 25 de enero de 2010).
- DANE. 2010c. Departamento Administrativo Nacional de Estadística. [http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/mmm/bol\\_mmm\\_dic09.pdf](http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/mmm/bol_mmm_dic09.pdf) (consultado el 28 febrero de 2010).
- FEDESARROLLO. 2010. Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo. [ftp://www.fedesarrollo.org.co/pub/presentaciones/ANIF2010.pdf](http://www.fedesarrollo.org.co/pub/presentaciones/ANIF2010.pdf) (consultado el 14 de febrero de 2010)
- FMI, Fondo Monetario Internacional. 2010a. "Una recuperación impulsada por medidas de política y a distintos ritmos". Sin publicar.
- FMI, Fondo Monetario Internacional. 2010b. "Informe sobre la estabilidad financiera mundial". Sin publicar.
- Grupo Bancolombia. 2010a. "Reunión G7: Reflexiones acerca de Grecia, España, Irlanda y Portugal" En *Artículos de Coyuntura*, febrero 10.
- Grupo Bancolombia. 2010b. "Apoyo a Grecia: ¿Cuáles son las alternativas en la baraja?" En *Artículos de Coyuntura*, febrero 22.
- Grupo Bancolombia. 2010c. "América Latina después de la crisis" En *Artículos de Coyuntura*, marzo 24.
- Grupo Bancolombia. 2010d. "¿Qué explica la apreciación del peso?" En *Editorial Semanal* marzo 5. <http://investigaciones.bancolombia.com/InvEconomicas/home/homeinfo.aspx>.
- Grupo Economía de la salud (2010). "Emergencia ¿solución a problemas de la salud?" *Notas Confidenciales*, febrero 11.
- Mesa, Ramón; Gonzalez, Jenifer y Aguirre Yenny. Próximo a publicarse. "Se "esfumó" el crecimiento económico colombiano en 2009: análisis de la coyuntura nacional y mundial y perspectivas 2010". *Perfil de Coyuntura Económica*.
- MF. 2010. Ministerio del Poder Popular para Economía y Finanzas. <http://www.mf.gov.ve/inicio/notas-de-prensa/2010/scnotas-prensa-2010/09/01/2010-excedentes-del-nuevo-esquema-cambiaro-se-destinarn-al-fortalecimiento-de-las-exportaciones> (consultado el 2 de febrero de 2010).
- Posada, Carlos y Arango, Luis. 2000. "Podremos sostener la deuda pública". *Borradores de Economía*, diciembre. <http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra165.pdf>.
- Cambio. 2010. "Devaluación en Venezuela aumenta ingresos fiscales y dificulta la vida a exportadores colombianos". *Economía*, enero 13. [http://www.cambio.com.co/economiacambio/862/6944092-pag-2\\_2.html](http://www.cambio.com.co/economiacambio/862/6944092-pag-2_2.html).
- Villagómez, Alejandro. 2010. "Entendiendo el problema de la deuda". *Tintero Económico*, febrero 18. <http://www.eluniversal.com.mx/columnas/82491.html>.