



INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

Julio de 2016 

ISSN - 1657 - 799X



INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

Julio de 2016

Banco de la República
Bogotá, D. C., Colombia

ISSN - 1657 - 799X

JUNTA DIRECTIVA

Presidente

Mauricio Cárdenas Santamaría
Ministro de Hacienda y Crédito Público

Directores

Carlos Gustavo Cano Sanz
Ana Fernanda Maiguashca Olano
Adolfo Meisel Roca
César Vallejo Mejía
Juan Pablo Zárate Perdomo

Gerente General

José Darío Uribe Escobar

Bogotá, agosto 3 de 2016

Señores

PRESIDENTES Y DEMÁS MIEMBROS

Honorables Comisiones Terceras

Constitucionales permanentes

Senado de la República

Cámara de Representantes

Estimados señores:

La Junta Directiva del Banco de la República, de conformidad con lo previsto en el artículo 5° de la Ley 31 de 1992, presenta a consideración del Honorable Congreso de la República un *informe* donde se señalan los resultados macroeconómicos del primer semestre de 2016 y las perspectivas para lo que resta del año. En los dos últimos capítulos se informa sobre la composición de las reservas internacionales y la proyección de la situación financiera del Banco de la República para 2016.

Con un atento saludo,



José Darío Uribe E.
Gerente General

POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

POLÍTICA MONETARIA

La Constitución Política de 1991 estableció que “El Estado, por intermedio del Banco de la República, velará por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda”. Posteriormente, la Corte Constitucional en Sentencia C-481 de julio 7 de 1999 profundizó sobre la coordinación que debe haber entre las políticas monetaria, cambiaria y crediticia a cargo de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), y la política fiscal, salarial y de empleo a cargo del Gobierno nacional:

“[...] la actividad del Banco para mantener la capacidad adquisitiva de la moneda debe ejercerse en coordinación con la política económica general [...]”.

El mandato constitucional de preservar la estabilidad de precios en una economía presenta varias ventajas. Una de las más importantes es que, cuando se alcanza dicho objetivo, se protege a los menos favorecidos del impuesto que representa la inflación. En este grupo social, donde los ingresos no pueden ajustarse al mismo ritmo que los precios de la canasta familiar, la aceleración en la inflación termina generándoles fuertes pérdidas en el poder adquisitivo del dinero.

La política monetaria debe velar por la estabilidad de precios en coordinación con una política general, entendida esta última como aquella que propenda por el crecimiento del producto y el empleo. En este contexto, se deben evitar incrementos en la producción superiores a la capacidad instalada del país, ya que, además de generar presiones inflacionarias, ponen en riesgo el crecimiento sostenido de la economía. Por tanto, la política monetaria también debe estar encaminada a estabilizar el producto y el empleo en sus niveles sostenibles de largo plazo.

La estrategia de inflación objetivo, implementada desde el año 2000 por la JDBR, está orientada a cumplir con este mandato constitucional. Con ella, la política monetaria pretende alcanzar y mantener una inflación baja y estable y suavizar las fluctuaciones del producto y del empleo alrededor de una senda de crecimiento sostenido.

Para los años 2000 y 2001 la JDBR estableció metas puntuales de inflación y a partir de 2002 comenzó a anunciar un rango meta para el año siguiente, siempre con el objetivo de reducir el crecimiento de los precios de la canasta familiar y velar por el poder adquisitivo de la moneda. En noviembre de 2001 la JDBR informó que la meta de largo plazo para la inflación era de 3%, y explicó que mantener este objetivo era equivalente a propender por una estabilidad de precios en el país. Fue así como a mediados de

2009 la inflación se situó alrededor del 3%, y partir de 2010 el rango establecido (entre 2% y 4%) ha estado centrado en la meta de largo plazo.

El rango meta de inflación es una estrategia de comunicación, para informar al público que la dinámica de la inflación conlleva incertidumbre y que el control de la misma es un ejercicio sujeto a choques transitorios que no siempre pueden ser contrarrestados por la política monetaria. Estas fluctuaciones temporales no implican una falta de compromiso del banco central con el objetivo de mantener la estabilidad de precios.

Las decisiones de política monetaria se toman con base en el análisis del estado actual y de las perspectivas de la economía, así como de la evaluación del pronóstico y de las expectativas de inflación frente a la meta (3%). De esta forma, la JDBR determina el valor que debe tener su principal instrumento monetario: la tasa de interés de referencia (o tasa de interés de política, o tasa de interés de intervención) con el fin de estabilizar la inflación en 3%. Los principales criterios que tiene en cuenta la JDBR para fijar dicha tasa son los siguientes:

- Cuando el análisis presente y futuro de la inflación, así como de las variables que la explican, indican que esta puede desviarse de 3%, la tasa de interés de intervención se modifica para, en un tiempo prudencial, llevar la inflación a la meta. Cuando la desviación obedece exclusivamente a factores temporales de oferta (como por ejemplo un alza en los precios de los alimentos), y las expectativas de inflación están “ancladas” a la meta, la postura de la política monetaria no sufre modificaciones.
- La tasa de interés de intervención se fija con el fin de mantener un balance apropiado entre el logro de la meta de inflación y el propósito de suavizar las fluctuaciones del producto y el empleo alrededor de su senda de crecimiento sostenido. En este sentido la estrategia de inflación en Colombia es flexible, pues se preocupa por mantener la inflación en 3% y por evitar excesos de gasto o de capacidad productiva.
- La tasa de interés también se determina con el fin de que la política monetaria contribuya a mitigar el riesgo de desbalances financieros, entendidos estos como excesos de apalancamiento o elevados precios de los activos que comprometan la estabilidad financiera del país. Facilitando, de esta forma, que la economía se mueva cerca de su senda de crecimiento sostenido en horizontes de mediano y largo plazos.

Los anteriores criterios son incorporados en las decisiones de política monetaria buscando un balance entre ellos. Así, la tasa de interés de intervención se mueve gradualmente, excepto en condiciones en que, con alta probabilidad (o certeza), la inflación amenace con desviarse considerablemente de la meta o la economía de su senda de crecimiento sostenido.

Otra función del Banco de la República es garantizar la liquidez en la economía, la cual se cumple a diario mediante las operaciones de repos a un día realizados con el sistema financiero, con un costo igual a la tasa de interés de intervención.

POLÍTICA CAMBIARIA

Desde septiembre de 1999 Colombia tiene un sistema de tasa de cambio flexible, según el cual la cotización del peso frente a otras monedas se da mediante la libre oferta y

demanda de divisas en el mercado cambiario. Este régimen, además de ser coherente con la estrategia de inflación objetivo, tiene las siguientes ventajas:

- La flexibilidad cambiaria es deseable en países que con frecuencia enfrentan choques reales. Por ejemplo, fuertes caídas en los términos de intercambio suelen estar acompañadas de depreciaciones nominales que contribuyen a suavizar el choque. Así, los movimientos en el tipo de cambio tienden a acomodar los precios relativos de la economía y hacen que el impacto de los choques sobre la actividad y el empleo sea menor.
- Ante choques externos, gran parte del ajuste lo realiza la tasa de cambio, por lo que la tasa de interés interna de mercado es más estable en un régimen flexible, que en uno de tasa de cambio fija.
- En un régimen de flotación cambiaria las autoridades de una economía pequeña y abierta, como la colombiana, tienen mayor autonomía en su política monetaria, hecho que les permite reaccionar a sus propios ciclos económicos. En caso contrario, cuando se tiene una tasa de cambio fija frente a una moneda de un país desarrollado, la política monetaria estaría supeditada a las decisiones de la autoridad monetaria externa. De esta forma, si los ciclos económicos no están sincronizados, las acciones monetarias del país desarrollado podrían generar efectos negativos sobre el producto y el empleo del país emergente.
- Los descalces cambiarios, que surgen cuando un agente tiene sus ingresos en moneda local y parte de sus pasivos en otra moneda sin ningún tipo de cubrimiento, y que representan un riesgo para la estabilidad financiera de un país, son desincentivados por un sistema de tasa de cambio flexible.
- Con las expectativas de inflación en el punto medio del rango meta, la flexibilidad cambiaria es una herramienta útil de estabilización del producto. De hecho, desde que se implementó este sistema, y a diferencia de lo sucedido en la década de los noventa, la política monetaria ha sido fuertemente contracíclica.

Como se deduce de todo lo anterior, fijar metas sobre el nivel de la tasa de cambio puede ser incoherente con la meta de inflación, debilita el esquema de inflación objetivo y menoscaba la credibilidad de la política monetaria. Adicionalmente, cualquier intento por fijar el tipo de cambio trae consigo riesgos de inestabilidad financiera en la medida en que los agentes económicos no incorporan el riesgo cambiario en sus decisiones de endeudamiento.

No obstante, el Banco de la República como autoridad cambiaria tiene la potestad de intervenir en el mercado de divisas. Así, la estrategia de inflación objetivo bajo un régimen de flexibilidad cambiaria debe evaluar si una política de intervención es coherente con el logro de la meta de inflación en el mediano plazo. De esta manera, el manejo de la tasa de cambio reconoce la importancia de la flexibilidad como un elemento central de dicha estrategia.

Desde que se implementó el régimen de tasa de cambio flexible, el Banco ha participado en el mercado cambiario con intervenciones esterilizadas, sin pretender fijar o alcanzar algún nivel específico de la tasa de cambio. Las principales razones de dichas intervenciones han sido las siguientes:

- Mitigar movimientos de la tasa de cambio que no atiendan claramente al comportamiento de los fundamentos de la economía. Con ello se pretende evitar que posteriores correcciones en la cotización de la moneda pongan en riesgo la meta de inflación.

- Disminuir la volatilidad de la tasa de cambio alrededor de su tendencia.
- Incrementar el nivel de reservas internacionales para reducir la vulnerabilidad externa y mejorar las condiciones de acceso al crédito externo.
- Garantizar la liquidez necesaria en moneda extranjera.

POLÍTICA MONETARIA Y ESTABILIDAD FINANCIERA

La política monetaria también busca evitar desequilibrios financieros, originados, por ejemplo, en episodios de apalancamientos elevados o de toma excesiva de riesgo. Estos generalmente provocan crisis financieras y fuertes fluctuaciones del producto y del empleo. Para enfrentar este tipo de episodios existe una variedad de medidas, donde el uso de un subconjunto específico de las mismas puede justificarse según las condiciones generales de la economía y del problema financiero particular que se quiera enfrentar.

La teoría económica y la experiencia de los países enseñan que uno de los determinantes de la inestabilidad financiera es tener, por períodos prolongados, tasas de interés de política “anormalmente” bajas o altas. En el primer caso (tasas bajas), los agentes tienden a subestimar el riesgo, los precios de los activos pueden crecer por encima de lo sostenible y, en general, se tiende a invertir en activos más riesgosos. Los organismos de crédito, por su parte, aumentan los préstamos como proporción del capital, y algunas veces también disminuyen las exigencias para otorgarlos. Adicionalmente, los participantes en los mercados financieros sustituyen activos seguros por otros de mayor riesgo, buscando obtener un mayor retorno. De esta forma, la economía puede enfrentar elevados niveles de endeudamiento y de riesgo, y se vuelve más vulnerable a los ajustes inesperados en el ingreso, por ejemplo, por pérdidas de empleo.

En el segundo caso, cuando las tasas de interés de política están excepcionalmente altas, la actividad económica y los precios de los activos pueden caer y el desempleo subir, incrementando el riesgo de morosidad o de no pago de los créditos. Si este riesgo se materializa, el incumplimiento de los deudores y los efectos negativos de la caída en los precios de los activos amenazan la solvencia de los establecimientos de crédito y, en general, dificultan el buen funcionamiento de los mercados financieros y de la política monetaria.

Por lo anterior, desviaciones fuertes y prolongadas de la tasa de interés de política de su nivel “normal” pueden incrementar la probabilidad de que se presenten situaciones de inestabilidad financiera. Por tal motivo, mitigar este riesgo de desbalance financiero es uno de los criterios que utiliza la JDBR para fijar el nivel de la tasa de interés de referencia.

Sin embargo, los movimientos en la tasa de política son insuficientes para evitar la conformación de desbalances financieros. Ante un contexto como este, el Banco de la República también puede usar otros instrumentos, si considera que es necesario complementar dicha herramienta para contrarrestar, por ejemplo, posibles excesos de crédito. El uso de estos instrumentos debe hacerse con base en un cuidadoso análisis de costo y beneficio. Adicionalmente, instituciones que comparten el objetivo de estabilidad financiera, como la Superintendencia Financiera, el Ministerio de Hacienda y el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin), pueden adoptar otras medidas para desincentivar estos desbalances.

Por último, el Banco Central como ente emisor debe garantizar el funcionamiento seguro y eficiente de los sistemas de pago, además de ser “prestamista de última instancia”.

CONTENIDO

Introducción	13
I. Contexto internacional	19
A. Desempeño durante el primer semestre de 2016	19
B. Proyecciones para lo restante de 2016	24
Recuadro 1: Disminución de los precios de los productos básicos y sus efectos sobre las economías de Chile, Perú y Colombia	25
II. La economía colombiana: resultados en lo corrido de 2016 y perspectivas para el resto del año	30
A. Actividad económica	32
B. Mercado laboral	39
C. Inflación	43
D. Tasas de interés y sector financiero	49
E. Balance externo y política cambiaria	65
F. La economía regional de Colombia	77
Recuadro 2: Suministro de liquidez primaria por parte del Banco de la República, 2008-2016	90
Recuadro 3: La inversión extranjera directa en Colombia: caracterización y dinámica reciente	96
III. Reservas internacionales	101
A. Composición del portafolio de inversión	102
B. Rentabilidad de las reservas	103
IV. Situación financiera del Banco de la República	105
A. Resultados a junio de 2016	105
B. Estructura financiera	109
C. Proyección de ingresos y gastos	112
Anexo: Políticas de administración del portafolio de inversión de las reservas internacionales	117

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Índice de términos de intercambio	20
Gráfico 2	Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)	20
Gráfico 3	Algunos indicadores de actividad global	21
Gráfico 4	Indicadores de inflación anual total y básica en los Estados Unidos	21
Gráfico 5	Índice de tasa de cambio del dólar	22
Gráfico 6	Crecimiento anual del PIB real para China	23
Gráfico 7	Crecimiento anual del PIB real para algunos países de América Latina	23
Gráfico 8	Inflación anual para algunas economías de América Latina	23
Gráfico 9	<i>Credit default swaps</i> de algunos países de América Latina	24
Gráfico 10	Producto interno bruto	33
Gráfico 11	Tasa de desempleo	39
Gráfico 12	Tasa global de participación y tasa de ocupación	40
Gráfico 13	Número de ocupados	41
Gráfico 14	Empleo por tipo de ocupación	42
Gráfico 15	Índice de salarios nominales	42
Gráfico 16	Inflación total al consumidor e inflación básica	43
Gráfico 17	IPP por procedencia	45
Gráfico 18	Expectativas de inflación a dos años y más	45
Gráfico 19	Tasa de interés de intervención del Banco de la República, IBR <i>overnight</i> , tasa interbancaria (TIB) y DTF	49
Gráfico 20	Tasas de interés reales de los créditos	52
Gráfico 21	Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de intervención del Banco de la República	53
Gráfico 22	Índices de las tasas cero cupón a 10 años, Latinoamérica y otros emergentes	53
Gráfico 23	Repos netos, depósitos (PSE) y patrimonio de los establecimientos de crédito a junio de 2016	55
Gráfico 24	Crecimiento anual del M3, del efectivo y de los pasivos sujetos a encaje (PSE) (total, a la vista y a plazo)	55
Gráfico 25	Principales activos de los establecimientos de crédito a junio de 2016	57
Gráfico 26	Crecimiento anual de la cartera en moneda nacional por modalidad	58
Gráfico 27	Crecimiento anual real de la cartera en moneda legal por modalidad	58
Gráfico 28	Crecimiento anual de los activos y pasivos, y nivel de apalancamiento de los establecimientos de crédito	58
Gráfico 29	Crecimiento anual real de la cartera riesgosa	59
Gráfico 30	Crecimiento anual real de la cartera vencida	60

Gráfico 31	Indicadores de calidad por mora y de calidad por riesgo de la cartera bruta	61
Gráfico 32	IRL_R a 30 días	62
Gráfico 33	VeR del sistema financiero como porcentaje del saldo expuesto	64
Gráfico 34	Índice de tasa de cambio nominal frente al dólar para algunos países de América Latina y VIX	72
Gráfico 35	Tasa de cambio nominal y precio del petróleo	73
Gráfico 36	Índices de tasa de cambio (nominal y real)	74
Gráfico 37	Reservas internacionales/M3	75
Gráfico 38	Indicadores de posición adecuada de liquidez externa	76
Gráfico 39	Otros indicadores de reservas internacionales	76
Gráfico 40	Crecimiento anual del PIB departamental, 2014	77
Gráfico 41	Contribución por departamento al crecimiento anual del PIB nacional, 2014	79
Gráfico 42	Cambio en la tasa de desempleo por departamento, 2014-2015	81
Gráfico 43	Cambio en la población económicamente activa y el número de ocupados por departamento, 2014-2015	81
Gráfico 44	Tasas de subempleo subjetivo y objetivo por departamento, 2015	82
Gráfico 45	Cambio en la tasa de subempleo total por departamento, 2015	82
Gráfico 46	Crecimiento anual del ingreso laboral real mediano por hora de los asalariados, 2015	83
Gráfico 47	Crecimiento anual del ingreso laboral real mediano por hora de los asalariados por nivel educativo	83
Gráfico 48	Inflación sin alimentos ni regulados, trece ciudades	85
Gráfico 49	IPC de transables, no transables y regulados, trece ciudades 2015	86
Gráfico 50	Remesas internacionales por país de origen	87
Gráfico 51	Remesas internacionales por departamento	87
Gráfico 52	Remesas internacionales per cápita por departamentos: promedio anual	89
Gráfico 53	Composición de las reservas internacionales brutas	102
Gráfico 54	Composición del portafolio de inversión por sectores	103
Gráfico 55	Composición del portafolio de inversión por calificación crediticia	103
Gráfico 56	Composición cambiaria del portafolio de inversión	103

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	34
Cuadro 2	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	35
Cuadro 3	Indicadores de inflación anual al consumidor	44
Cuadro 4	Principales tasas de interés nominales del sistema financiero	51
Cuadro 5	Indicadores de calidad por mora y de calidad por riesgo de la cartera bruta por modalidad de crédito	60
Cuadro 6	Saldo de TES del sistema financiero por tipo de entidad	63
Cuadro 7	Balanza de pagos de Colombia	67
Cuadro 8	Indicadores de las reservas internacionales de Colombia	75
Cuadro 9	Indicadores del mercado laboral por departamento	80
Cuadro 10	Indicadores de inflación por ciudades	84
Cuadro 11	Remesas internacionales por departamentos y países de origen	88
Cuadro 12	Estado de resultados del Banco de la República enero-junio de 2016	106
Cuadro 13	Rendimiento de las inversiones de las reservas internacionales	107
Cuadro 14	Estructura financiera del Banco de la República clasificada por criterio económico	110
Cuadro 15	Proyección del estado de resultados del Banco de la República, 2016	113

ÍNDICE DE MAPAS

Mapa 1	PIB per cápita departamental, 2014	78
Mapa 2	Cambio del PIB per cápita departamental, 2013-2014	78

INTRODUCCIÓN

En los Informes de la Junta Directiva del Banco de la República al Congreso presentados en 2015 y marzo de 2016 se hizo un detallado análisis de las consecuencias del fuerte choque a los términos de intercambio sobre la economía colombiana. Posteriormente, la economía recibió choques adicionales, como el fenómeno de El Niño y el aumento de la tasa de interés en los Estados Unidos, que hicieron aún más complejo el entorno y aumentaron el grado de dificultad en las decisiones de política monetaria. La desaceleración del crecimiento económico, el incremento de la inflación y la ampliación del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, en un ambiente de elevada incertidumbre, representan un reto mayor para la política macroeconómica.

En un escenario adverso y volátil, la economía colombiana ha venido avanzando en un proceso de ajuste gradual y ordenado, apoyada en sólidos fundamentos económicos y un apropiado marco de política. La oportuna respuesta de las autoridades económicas para enfrentar estas circunstancias ha desempeñado un papel crucial en ese proceso.

Como se señaló desde los primeros diagnósticos, el deterioro duradero de los términos de intercambio y su efecto sobre el ingreso nacional exigían un ajuste del gasto de la economía coherente con la menor dinámica del ingreso, para evitar un crecimiento insostenible del déficit de la cuenta corriente y del endeudamiento externo.

Las cifras del producto interno bruto (PIB) y de la balanza de pagos del primer trimestre del año muestran que ese ajuste necesario se viene produciendo. La demanda interna creció 1,3% anual, ritmo inferior a la expansión de 4,7% observada en el primer trimestre de 2015. Para estos mismos períodos, el déficit de la cuenta corriente pasó de 7,0% a 5,6% del PIB. Como se explica en el *Informe*, ambos comportamientos están relacionados.

Como era de esperar, la desaceleración de la demanda interna, como resultado del deterioro del ingreso nacional y del incremento de las tasas de interés, se ha reflejado en una pérdida de dinamismo de la actividad económica. Para el primer trimestre de 2016 el PIB registró una tasa de crecimiento anual de 2,5%, inferior a la obtenida en 2015 (3,1%) y a la observada en el último trimestre del año pasado (3,4%).

La desaceleración del consumo y de la inversión ha reducido las importaciones (- 24,5% en el primer trimestre), destacándose las menores compras de insumos

y bienes de capital para la industria y de equipo de transporte. En este comportamiento también ha desempeñado un papel importante la depreciación del peso, al encarecer el costo de las importaciones, lo cual desestimula su demanda. A pesar de que el valor de las exportaciones de bienes se redujo en el primer trimestre a un ritmo de -29,7% anual, principalmente como resultado de las menores ventas externas de petróleo y sus derivados, el déficit de la balanza comercial de bienes disminuyó. Adicionalmente, las pérdidas de las firmas que operan en la actividad petrolera se reflejaron en la caída anual de los egresos netos por renta factorial. Todo ello ha incidido en la corrección del déficit de la cuenta corriente. Dada la mayor reducción de los egresos frente a la contracción de los ingresos corrientes, en el escenario más probable para 2016 se proyecta un déficit de la cuenta corriente cercano a 5,3% del PIB.

El comportamiento del PIB durante los primeros tres meses del año según sus componentes de demanda fue mixto. Mientras el consumo privado registró un crecimiento de 3,4% mayor que el del cuarto trimestre de 2015 (2,8%), el consumo público mostró una desaceleración (1,6% vs. 3,8%), explicada parcialmente por el ajuste a la caída del precio del petróleo. Por su parte, la formación bruta de capital registró una contracción de 3,7% anual, originada principalmente en los renglones de equipo de transporte y de maquinaria y equipo. En contraste, la inversión en construcción logró una expansión de 11,4%, gracias a la dinámica de la construcción de edificaciones. Para el caso de la construcción de obras civiles se observó una tasa de crecimiento de 0,4%, debido en parte a una alta base de comparación en el mismo período de 2015. Por el lado de la oferta, que mide el desempeño de los sectores productivos que componen el PIB, las mayores tasas de crecimiento se observaron en el sector industrial (5,3%), en la construcción (5,2%) y en los servicios financieros (3,8%). La única rama que registró una contracción fue la de explotación de minas y canteras (-4,6%).

En un contexto de debilitamiento de la demanda y desaceleración del crecimiento económico, parece paradójico que la inflación de precios al consumidor haya presentado el repunte más fuerte desde que se inició el esquema de inflación objetivo con flotación cambiaria. Sin embargo, como se ha explicado en los diversos informes y comunicados del Banco de la República, la presión inflacionaria actual obedece principalmente a factores de oferta de origen transitorio derivados de la depreciación acumulada del peso y de los efectos del fenómeno de El Niño sobre la oferta agropecuaria y de energía. Estos factores han desanclado las expectativas de inflación y activado mecanismos de indexación de precios y salarios. De esta manera, en lo corrido del año se observa un incremento de la inflación de precios al consumidor (IPC) de 6,77% en 2015 a 8,60% anual en junio.

La variación anual de los precios de los alimentos llegó al 14,28% en junio. La prolongada sequía afectó principalmente los precios de los alimentos perennales, como la papa, las hortalizas, las legumbres, las frutas y los lácteos. Los precios de los alimentos de origen importado, como los cereales y aceites, y algunos procesados, también se vieron presionados por la depreciación del peso, aún a pesar de que sus precios internacionales han permanecido estables desde comienzos de

2015. Dado el peso de los alimentos en la canasta familiar (28,2%), este es el rubro que más ha contribuido a la aceleración de la inflación en el primer semestre del año.

El traspaso de la depreciación nominal del peso a los precios internos fue otra fuente importante de presiones alcistas. Como se ha explicado en *Informes* anteriores, los canales de transmisión de la tasa de cambio a los precios son de diversa índole; se destacan el canal que opera por medio del consumo importado, como también el que lo hace por la vía del incremento de precios al productor, debido a los mayores costos de insumos y bienes de capital importados. En el grupo de bienes transables, los rubros de vehículos, electrodomésticos, aparatos electrónicos y de comunicación, y medicinas, entre otros, están entre los más afectados. Igualmente, mediante canal de costos el traspaso se extiende a bienes no transables que utilizan insumos importados en su producción. En esta oportunidad, la magnitud del traspaso ha sido alta frente a los casos de depreciación de 2006 y 2008-2009. En parte, esto se explica porque, a diferencia de episodios anteriores, la tasa de cambio no ha retornado a los niveles previos al choque de los términos de intercambio. No obstante, si se compara con la experiencia en otros países, el coeficiente de traspaso en Colombia es relativamente bajo.

Estas presiones han afectado las medidas de inflación básica. Así, para el promedio de los cuatro indicadores de inflación básica monitoreados por el Banco de República, su nivel en junio fue de 6,52% frente a un dato de 5,43% en diciembre de 2015.

Los choques descritos han sido más fuertes y prolongados de lo que anticipaban el equipo técnico del Banco y los analistas del mercado, al punto que la inflación observada supera los pronósticos efectuados a comienzos de año. No obstante, como lo ha señalado la Junta, la naturaleza de tales choques es de carácter transitorio. En la medida en que el fenómeno de El Niño terminó en el segundo trimestre y los niveles de precipitaciones han aumentado, la oferta agropecuaria debe tender a normalizarse. De esta manera, cabe esperar que el ritmo de aumento de los precios de los alimentos comience a descender desde el tercer trimestre, sin descartar algunas presiones puntuales, por los efectos que puedan tener las dificultades recientes para la movilización de productos alimenticios desde el campo a las zonas urbanas del país.

A su vez, los efectos de la depreciación del peso sobre los precios de la canasta familiar deberían tender a disminuir en el transcurso del segundo semestre de 2016, por cuanto no se ha observado una marcada tendencia creciente de la tasa de cambio en lo corrido de este año.

Debido a que la inflación observada hace parte del conjunto de información con base en el cual la gente forma sus expectativas de inflación, los choques de precios, aún los de carácter temporal, pueden afectar dichas expectativas. Estos efectos dependen de la credibilidad en la meta de inflación. Si esta es alta, la influencia de choques temporales de precios sobre las expectativas a mediano y largo plazos

será mínima. No obstante, si esa credibilidad es baja o se debilita, los choques temporales ganan importancia, porque en la formación de sus expectativas de inflación los agentes le conceden más peso a la inflación observada. En otras palabras, miran más hacia atrás que hacia adelante.

La experiencia colombiana reciente ilustra ese comportamiento. Ante la fuerza y persistencia de los choques de precios descritos, en septiembre de 2015 las expectativas subieron, al tiempo que se activaron mecanismos de indexación de precios.

Para detener este proceso se requiere una política monetaria activa que preserve la credibilidad en la meta. Con ese propósito, en septiembre de 2015 la Junta inició un incremento progresivo de la tasa de interés de política desde un nivel de 4,5% hasta 7,75% en julio de 2016. Este aumento de la tasa de interés a la que el Banco de la República suministra liquidez al sistema bancario, cambió una postura de política monetaria holgada, por otra que disminuye el estímulo al gasto privado. Ello reduce la presión inflacionaria y contribuye a ajustar el crecimiento de la demanda a la menor senda de crecimiento del ingreso nacional.

El uso de la tasa de interés como instrumento primordial de política monetaria se complementó con una estrategia de comunicación en la cual, mediante múltiples canales, la Junta y su equipo técnico han explicado al público la situación de la economía y las razones que justificaban los sucesivos incrementos de la tasa de interés. La autoridad monetaria es consciente de que la transparencia es un ingrediente fundamental en la construcción de credibilidad.

Los incrementos realizados en la tasa de interés de política se han venido reflejando en aumentos de las tasas de interés de captación y de colocación del sistema financiero. Lo primero aumenta la remuneración al ahorro, y lo segundo encarece el crédito. Como resultado, los agentes económicos cada vez encuentran más atractivo aumentar sus activos financieros y ser más prudentes en su endeudamiento y su gasto, lo cual contribuye al ajuste macroeconómico, una condición necesaria para lograr un crecimiento de la producción y el empleo que sea sostenible.

El *Informe* analiza otras variables de importancia, como el empleo y el riesgo del sistema financiero, que podrían verse afectados por la pérdida de dinamismo de la actividad económica y el incremento de las tasas de interés. Para estos indicadores se ha venido observando un acomodo sin grandes sobresaltos a las nuevas condiciones económicas.

En el caso del mercado laboral, las cifras disponibles a mayo no mostraban un deterioro importante en la situación del empleo. Si bien en las trece principales ciudades y para el total nacional se ha registrado alguna desaceleración en el ritmo de creación de nuevos puestos de trabajo, esto ha coincidido con una reducción de la oferta laboral como lo indica la menor tasa global de participación. Como resultado, la tasa de desempleo en las áreas urbanas ha tenido alguna disminución, y en el total nacional, un incremento marginal.

En cuanto al riesgo del sistema financiero, el *Informe* examina la exposición a los riesgos de crédito y de fondeo de los establecimientos de crédito, y analiza el riesgo de mercado en el portafolio de TES. Al respecto, el *Informe* nota que los indicadores de calidad por riesgo y de calidad por mora a abril de 2016 registraron deterioros frente a lo observado un año atrás, pero sus valores se mantienen en niveles cercanos al promedio de los últimos cinco años. Por su parte, a junio el indicador de liquidez sugiere que el sistema financiero cuenta con los recursos líquidos necesarios para atender de forma suficiente sus obligaciones contractuales y no contractuales de corto plazo. Con respecto a la medida de riesgo para el sistema en el portafolio de TES a junio, se registró un incremento, como consecuencia de la mayor volatilidad en el mercado de deuda pública.

Finalmente, como se señaló en el *Informe* de la Junta al Congreso de julio del año pasado, cabe recalcar la importancia del avance en la legislación sobre la regulación de conglomerados y la consolidación del capital de las entidades financieras, como contribución a la resiliencia del sistema financiero. Asimismo, se hace énfasis en una política fiscal que asegure la sostenibilidad de las finanzas públicas del país y contribuya a un ajuste equilibrado de los sectores público y privado a la caída permanente del ingreso y capacidad de gasto de la economía, tal como se anotó en el *Informe al Congreso* de marzo del presente año. Para ello es primordial continuar con la política de austeridad del gasto y de incremento de los ingresos, que asegure el cumplimiento de la regla fiscal y preserve la confianza de consumidores e inversionistas. Solo así podrán mantenerse condiciones favorables de acceso al financiamiento externo que permitan continuar el ajuste gradual de la economía que se ha venido cumpliendo hasta el momento.

I. CONTEXTO INTERNACIONAL

Durante el segundo trimestre de 2016 los términos de intercambio del país se recuperaron, gracias, principalmente, al incremento en el precio internacional del petróleo frente a los mínimos observados a comienzos del año. Sin embargo, estos permanecen en niveles bajos e inferiores a los de hace un año.

La actividad económica mundial sigue débil y se espera que en todo 2016 su dinámica sea inferior a la registrada en 2015.

En los Estados Unidos se espera que la Reserva Federal continúe con la normalización de la política monetaria de forma gradual. En este contexto, se anticipa que la política monetaria en las economías desarrolladas permanecerá altamente expansiva.

A. DESEMPEÑO DURANTE EL PRIMER SEMESTRE DE 2016

Durante el primer semestre de 2016 la economía colombiana estuvo enmarcada en un contexto de crecimiento mundial lento, unos términos de intercambio que, si bien se recuperaron un poco gracias al aumento del precio del petróleo desde febrero, aún permanecen en niveles bajos y una moneda que se fortaleció con respecto a finales de 2015. Aunque la tasa de interés en los Estados Unidos se mantuvo inalterada en la primera mitad del año, las expectativas de los incrementos en los tipos de interés fueron una fuente importante de incertidumbre en los mercados financieros durante este período.

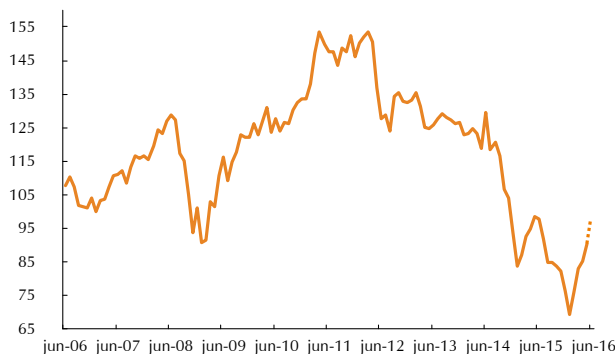
Además, en los últimos días de junio se efectuó el referendo del Reino Unido, en el que se votó a favor de abandonar la Unión Europea. Las consecuencias de este hecho son muchas y por ahora difíciles de cuantificar. No obstante, el resultado inmediato ha sido un aumento de la incertidumbre económica y política, lo cual podría durar por un buen tiempo.

En cuanto a los términos de intercambio, luego de las fuertes caídas a comienzos del año, estos se recuperaron de manera parcial a partir de febrero, situándose en abril en niveles similares a los de septiembre del año pasado (Gráfico 1). Pese a estos aumentos recientes, para el promedio del primer semestre de 2016 los términos de intercambio aún se situaban por debajo de lo observado en la segunda mitad del año pasado.

Durante el primer semestre de 2016 la economía colombiana estuvo enmarcada en un contexto de crecimiento mundial lento y unos términos de intercambio menores a los de 2015.

Gráfico 1
Índice de términos de intercambio
(metodología comercio)

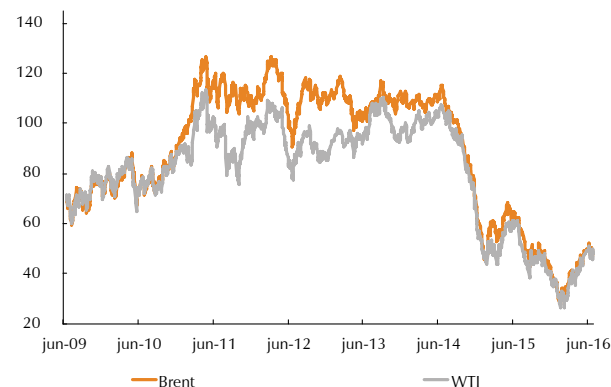
(índice 2005 = 100)



Nota: el dato de junio de 2016 corresponde a un pronóstico.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 2
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)

(dólares por barril)



Fuente: Datastream.

El comportamiento de los términos de intercambio en lo corrido del año continuó estrechamente vinculado a lo sucedido con el precio del petróleo, que a finales de enero cayó a mínimos no observados desde el año 2003 (USD28 por barril para el Brent), pero luego se recuperó de manera significativa, fluctuando alrededor de USD48 por barril en los últimos dos meses (Gráfico 2). Las fuertes caídas en el precio del crudo observadas en enero estuvieron asociadas con incrementos en la producción de petróleo por parte de países pertenecientes a la Organización de los Países Exportadores de Petróleo (OPEP); mientras que las alzas en el precio presentadas en lo restante del semestre se explicarían tanto por factores de oferta como de demanda. Por el lado de los de oferta, se encuentran cortes en la producción de Nigeria e Irak por ataques terroristas, y en Canadá por cuenta de incendios forestales. A esto se suma la reducción en la producción de los yacimientos no convencionales en los Estados Unidos. Por el lado de los factores de demanda, la mejora provino de la reducción en la aversión al riesgo en los mercados financieros para el segundo trimestre del año, el mayor apetito por bienes básicos (*commodities*) y la expectativa de un crecimiento mundial soportado en las medidas de estímulo anunciadas por los bancos centrales de los países desarrollados y los estímulos fiscales en China.

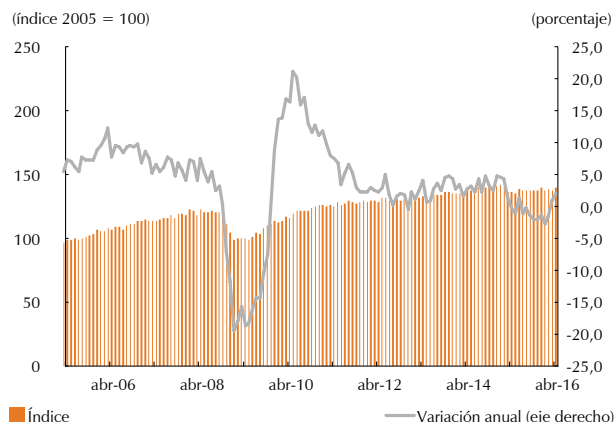
Los precios internacionales de otros bienes básicos exportados e importados por Colombia siguieron un patrón similar al del precio del petróleo. De esta forma, los precios promedio del primer semestre para el

café, el níquel y el carbón registraron reducciones de 11%, 37% y 22%, respectivamente, frente al mismo período de 2015. Estas caídas parecen estar explicadas por una menor demanda por estos bienes. Sin embargo, en los últimos dos meses se ha observado un incremento en el precio del carbón y del café. El primero ha ocurrido por mayores importaciones por parte de China, un interés de acumular inventarios por India y una reducción en la producción mundial. Por su parte, el precio del café se ha visto afectado por una reducción de la producción en Brasil por motivos climáticos.

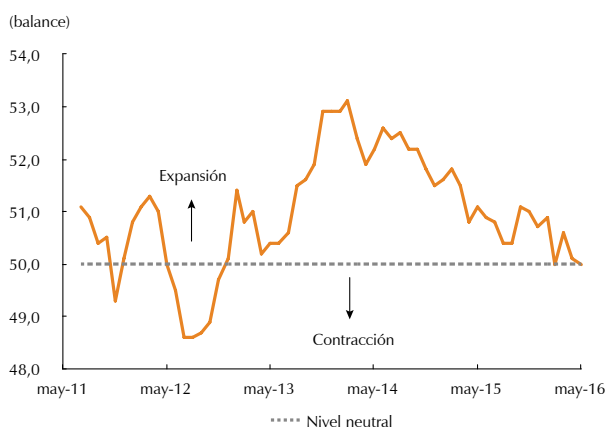
Por otra parte, las exportaciones colombianas distintas a los bienes básicos han seguido afectadas por una menor demanda externa. Lo anterior es el resultado de que la economía mundial continuó expandiéndose a un ritmo lento, como lo muestran algunos indicadores globales. Si bien los indicadores de exportaciones globales muestran crecimiento durante los primeros meses del año (Gráfico 3, panel A), la actividad manufacturera, aunque se mantiene en terreno positivo, tiene una tendencia decreciente (Gráfico 3, panel B). El bajo crecimiento mundial está

Gráfico 3
Algunos indicadores de actividad global

A. Volumen de exportaciones globales

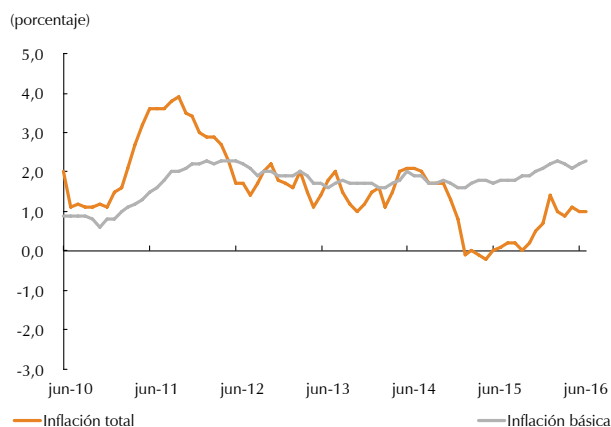


B. Índice de actividad manufacturera (PMI: purchasing managers index)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 4
Indicadores de inflación anual total y básica en los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

explicado en especial, por una desaceleración de las economías emergentes, las cuales presentan expansiones de su producto interno bruto (PIB) históricamente bajas. Por su parte, las economías desarrolladas continúan con una lenta dinámica.

En los Estados Unidos el crecimiento del PIB para el primer trimestre del año, 1,1% trimestre anualizado (t. a.), fue débil y se ubicó por debajo del consenso del mercado. Aunque a la fecha de escribir este informe no se tienen datos del PIB para el segundo trimestre, existen indicadores que sugerirían que durante este período el consumo habría repuntado. Igualmente se espera que el mercado laboral haya mantenido su dinamismo.

Por otra parte, la inflación anual en los Estados Unidos se encuentra en niveles superiores a los observados en el mismo período del año anterior, pero continúa siendo baja. Las medidas de inflación básica, que excluyen elementos volátiles, como los alimentos y los combustibles, se mantuvieron relativamente estables alrededor de 2,2% (Gráfico 4).

A partir del comunicado de las minutas del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) de su reunión de abril, el mercado interpretó que ocurrirían incrementos de la tasa en la reunión de junio, después de haberla mantenido inalterada desde finales del año, por lo que se registró un fortalecimiento del dólar frente a las principales monedas del mundo (Gráfico 5). Sin embargo, con el mal dato de creación del empleo revelado a comienzos de junio ese ajuste quedó descartado por los analistas y fue ratificado en la reunión de junio con la decisión de no modificar la tasa de interés. A partir del 23 de junio se ha observado un fortalecimiento del dólar debido a la búsqueda de activos seguros después de la noticia del resultado del referendo del Reino Unido. Adicionalmente, las tasas de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos se ubican en niveles inferiores a los observados el año anterior.

En cuanto a la zona del euro, entre enero y marzo su PIB registró una expansión de 0,6% trimestral, lo cual representa una mejora frente a lo observado en el último trimestre de 2015 (0,3%). El consumo de los hogares y la inversión privada fueron los componentes que más contribuyeron al incremento. Las exportaciones

Gráfico 5
Índice de tasa de cambio del dólar
(ponderado por comercio)



Fuente: Bloomberg.

netas no representaron una fuente de crecimiento para la zona, dada la debilidad de la demanda externa. Las cifras de actividad real y de confianza disponibles para el segundo trimestre sugieren que la economía ha continuado recuperándose lentamente.

Entretanto, la inflación anual de la zona del euro se ubicó en terreno negativo los primeros cinco meses del año. La reducción en el precio de los combustibles explica gran parte de los bajos niveles que ha registrado la variación anual de los precios. Excluyendo alimentos y combustibles, la inflación se mantuvo relativamente estable, alrededor del 0,8%, muy por debajo de la meta del Banco Central Europeo (BCE) (definida por esta institución como inferior, pero cercana al 2%).

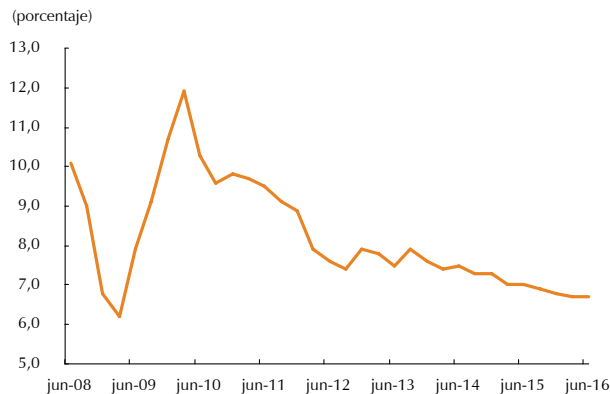
En este contexto de inflación baja y de crecimiento económico modesto, el BCE ha adoptado una política monetaria aún más expansiva. En su reunión de marzo decidió bajar las tasas de política a 0,0%, disminuir la tasa sobre los depósitos (de -0,3% a -0,4%) e incrementar las compras del programa de relajamiento cuantitativo, además de incluir algunos bonos corporativos. Adicionalmente, anunció una nueva ronda de las operaciones de refinanciamiento de largo plazo (TLTRO, por su sigla en inglés), buscando con ello fomentar la oferta de crédito en la región. Las tasas de interés de los bonos a diez años se han mantenido en niveles bajos para Alemania y Francia, con caídas en el último mes.

A pesar de las mejores cifras de crecimiento de la zona del euro, la posible salida del Reino Unido augura un panorama complejo para las economías europeas. En los próximos años deben adelantarse reformas en la Unión Europea y el Reino Unido concernientes a las nuevas condiciones de comercio, movilidad del mercado laboral, entre otros. La noticia causó gran conmoción en los mercados financieros, y ha generado una alta volatilidad y una mayor aversión al riesgo en la última semana de junio, por lo que se buscó refugio en activos que se consideran más seguros: el dólar y el oro. También, ha provocado una conmoción política por temores a posibles separaciones adicionales tanto dentro de la Unión Europea como dentro del Reino Unido, lo que redunda en mayor incertidumbre para los inversionistas.

Por el lado de las economías emergentes, China presenta una ligera desaceleración con respecto al último trimestre del año anterior, al pasar de 6,8% a 6,7% en el primer semestre del año (Gráfico 6). Esta moderación está asociada con el comportamiento de su demanda interna, principalmente de la inversión, y con una demanda externa que sigue siendo modesta. Es importante resaltar que durante el primer trimestre su banco central y su gobierno anunciaron estímulos para hacer que la convergencia hacia el nuevo modelo de crecimiento, más basado en el consumo interno, sea suave.

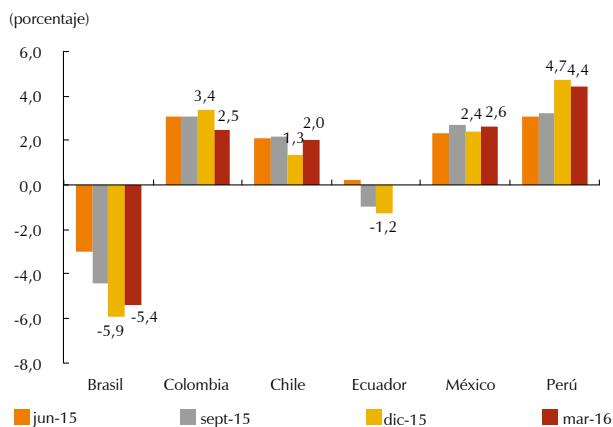
La inflación anual de China en la primera mitad del año mostró una leve recuperación con respecto al mismo período del año anterior. Sin embargo, se ha mantenido

Gráfico 6
Crecimiento anual del PIB real para China



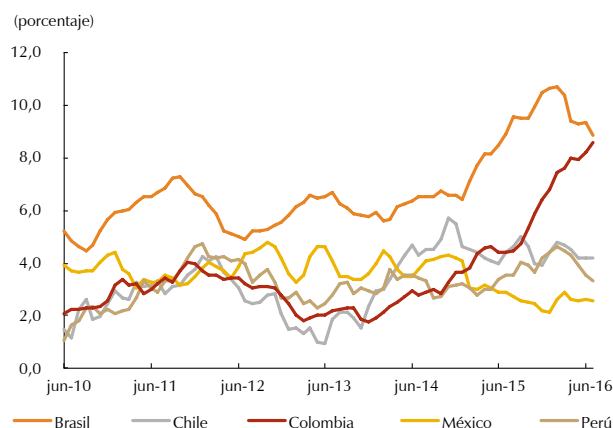
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 7
Crecimiento anual del PIB real para algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 8
Inflación anual para algunas economías de América Latina



Fuente: Bloomberg.

en niveles bajos, como consecuencia de los menores precios del combustible y del debilitamiento de su demanda interna.

Entretanto, las economías de América Latina continúan mostrando tasas de crecimiento bajas (Gráfico 7) y siguen siendo afectadas por la fuerte caída de los términos de intercambio. En México y Chile persiste el bajo dinamismo que se observa desde 2014. La economía de Brasil continúa contrayéndose. Sin embargo, el último dato de crecimiento (-5,4% anual) indicaría una menor desaceleración que la esperada, debido al comportamiento del gasto público, por lo que se espera una fuerte corrección en los próximos trimestres.

Para las economías de Ecuador y Venezuela, aunque no existen datos recientes que permitan hacer un monitoreo más preciso, parecen estar presentando una profundización de sus crisis durante 2016, dado el alto costo del financiamiento externo y con efectos que sobre sus términos de intercambio y su ingreso nacional tienen los bajos precios del petróleo. La excepción a los bajos crecimientos de la región es Perú, ya que gracias a los incrementos en la actividad minera alcanzó una tasa de expansión de 4,4% trimestral el primer período de 2016.

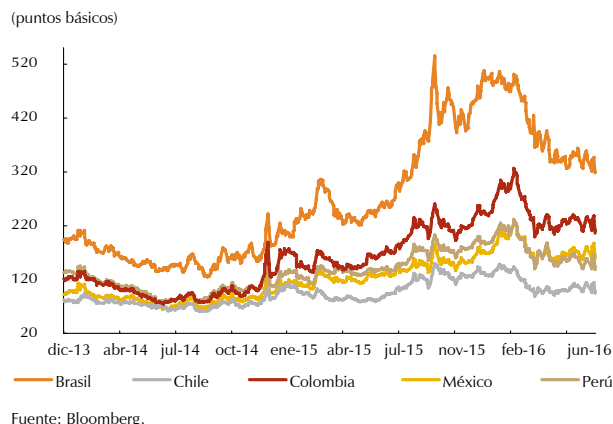
Los índices de actividad económica para Latinoamérica para el segundo semestre estarían señalando una desaceleración de las economías chilena, peruana y brasilera, frente a lo observado en el primero.

La inflación de la región muestra registros inferiores a los de principios de año, aunque se mantiene en niveles elevados. Con cifras a junio, en Brasil, Chile y Perú la inflación al consumidor se ubica por encima del rango meta (Gráfico 8).

En cuanto a la política monetaria, Colombia, Perú y México incrementaron sus tasas de interés en el primer semestre, mientras que Brasil y Chile las mantuvieron inalteradas.

Durante los dos primeros meses del año se presentó un fuerte incremento de la volatilidad de los mercados financieros, dado por una mayor aversión al riesgo. Esto generó un aumento en las primas de riesgo en América

Gráfico 9
Credit default swaps de algunos países de América Latina



Latina y una apreciación del dólar frente a varias monedas de la región. A partir de marzo y hasta finales de junio dichos movimientos en la aversión en los mercados, las primas de riesgo y las tasas de cambio se revirtieron gracias a las medidas de estímulo adoptadas por ciertos bancos centrales, y la publicación de datos que indicaban la recuperación de China y mejoras de los términos de intercambio. Tras el resultado del referendo sobre la salida del Reino Unido en la última semana de junio, estas tendencias se reversaron un poco y se observaron de nuevo depreciaciones de las monedas de la región frente al dólar y ligeros incrementos en las primas de riesgo (Gráfico 9).

B. PROYECCIONES PARA LO RESTANTE DE 2016

El segundo semestre del año se verá enmarcado en un contexto de incertidumbre mundial y de aversión al riesgo en los mercados financieros, generados, en parte, por el resultado del referendo sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea (denominado *brexít*).

En esta misma línea se espera un crecimiento de las economías del mundo más lenta a la esperada en el informe de marzo, tanto para las economías desarrolladas como para las emergentes. La zona del euro y el Reino Unido tendrán que hacer reajustes en los próximos años para incorporar las reformas implicadas por el *brexít*, lo que podría generar una reducción en su crecimiento. No obstante, la incertidumbre acerca de qué cambios ocurrirán y los plazos que tome realizarlos es alta. Esto puede impactar la confianza de los consumidores y empresarios, lo que interrumpiría la lenta recuperación de la región.

En cuanto a los Estados Unidos, las cifras muestran que la economía continúa con un crecimiento moderado. Sin embargo, los diferentes indicadores disponibles han mostrado señales mixtas, por lo que es difícil determinar qué tan sostenido es su dinamismo.

El incremento en la aversión al riesgo se verá reflejado, probablemente, en una mayor demanda por los activos considerados refugio, como el dólar y el oro, al tiempo que habrá una menor disposición a tomar partido en inversiones de la economía real. Los precios de los bienes básicos (*commodities*) se esperan a la baja, como consecuencia de menores perspectivas de crecimiento mundial.

En este contexto se espera que en las economías desarrolladas la política monetaria permanezca altamente expansiva. Los incrementos de la tasa de interés en los Estados Unidos serían más lentos de lo estimado anteriormente, tanto por el desempeño de dicha economía, como por la mayor incertidumbre en los mercados financieros internacionales.

Recuadro 1

DISMINUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS Y SUS EFECTOS SOBRE LAS ECONOMÍAS DE CHILE, PERÚ Y COLOMBIA

La caída en el precio internacional de varios productos básicos desde niveles históricamente altos ha generado un deterioro de los términos de intercambio y una desaceleración del ingreso nacional, especialmente en aquellos países en los que estos bienes son representativos dentro la oferta exportadora, como es el caso de los latinoamericanos. En varias economías esto contribuyó al aumento de las primas de riesgo y a la depreciación de sus monedas. La menor dinámica del ingreso nacional estuvo acompañada, en un principio, de una ampliación del déficit de la cuenta corriente, seguida de un ajuste del gasto, hecho que se ha reflejado en una desaceleración de la demanda interna y el posterior cierre del déficit corriente externo. En cuanto a la inflación, la depreciación de las monedas se ha traspasado de forma parcial a los precios internos, comportamiento que en algunos países se ha convertido en uno de los principales factores que explican el incumplimiento de las metas de inflación.

En este recuadro se ilustra la experiencia de Chile y Perú luego de la caída del precio del cobre iniciada desde mediados de 2011. Estas se comparan con los ajustes macroeconómicos que se vienen presentando en Colombia después de la fuerte caída del precio del petróleo registrada desde el segundo semestre de 2014.

Como se expondrá a continuación, la economía colombiana enfrentó varios choques simultáneos y algunos de ellos ocurrieron con mayor intensidad que lo afrontado por Chile y Perú. En efecto, si se compara con estos dos países, en Colombia la caída en los términos de intercambio fue más pronunciada y acelerada, y el efecto negativo del fenómeno de El Niño sobre el precio de los alimentos fue más acentuado. Al tiempo, la demanda externa por los productos colombianos se debilitó, en parte por la desaceleración económica de varios de los socios comerciales del país que se vieron afectados por la caída en los precios de los bienes básicos que exportaban. Lo anterior, en un entorno de aumento del costo del financiamiento externo global, debido al fin del programa de relajamiento cuantitativo en los Estados Unidos (QE por sus siglas en inglés) y las mayores expectativas de incremento de las tasas de interés en ese país.

1. Caracterización del choque de precios de los bienes básicos

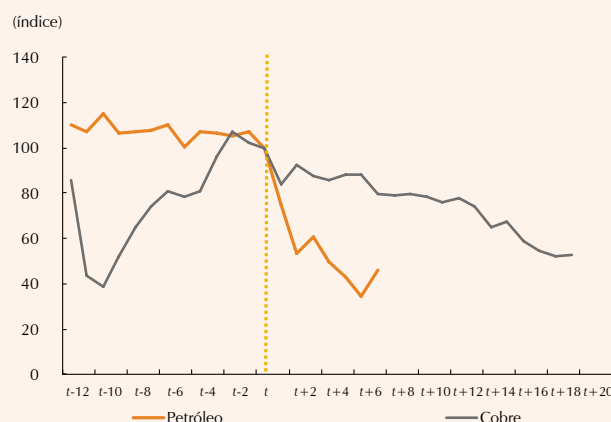
Los precios internacionales de los bienes básicos han registrado disminuciones significativas en los últimos años, lo que ha afectado la economía de los países exportadores de este tipo de productos. En particular, el cobre para Chile y Perú,

y el petróleo para Colombia han sido los bienes de exportación más relevantes en cada caso.

La disminución de la cotización internacional de las materias primas mencionadas ha sido diferente en cuanto a la magnitud, velocidad y punto de partida. En el caso del precio del cobre el descenso inició de forma paulatina en el tercer trimestre de 2011 (período t), tendencia que se mantuvo hasta mediados de 2016, con lo cual en cerca de cinco años la caída fue del 47% (Gráfico R1.1).

En contraste, la reducción del precio del petróleo se comenzó a observar de manera acelerada a partir del tercer trimestre de 2014 (período t). Al primer trimestre de 2015 ya registraba una disminución de 47% y al primero de 2016 de 68% (para la referencia Brent) (Gráfico R1.1).

Gráfico R1.1
Índices de precios del petróleo (Brent) y del cobre^{a/}



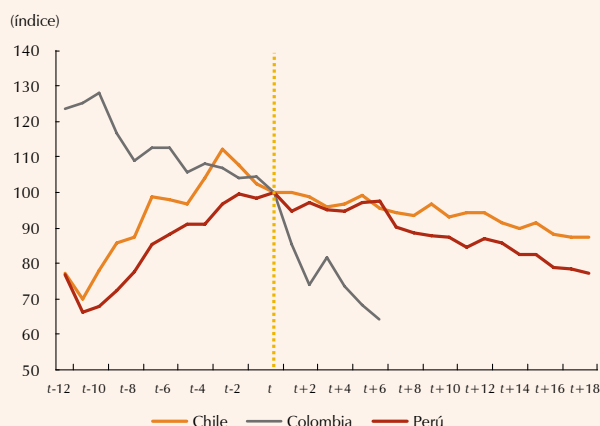
a/ Cobre: $t = 100$ tercer trimestre de 2011; petróleo: $t = 100$ tercer trimestre de 2014.
Fuente: Datastream.

2. Efectos sobre el sector externo

Teniendo en cuenta el comportamiento descrito en los precios del crudo y la importancia de este producto en la canasta exportadora de Colombia, los términos de intercambio (TI) del país (Gráfico R1.2) y, por ende, el ingreso nacional, se vieron más afectados en comparación con lo registrado en los otros dos países analizados. Vale la pena mencionar que los menores precios del crudo han favorecido el ajuste externo de Chile y Perú, en tanto son importadores de este producto y sus derivados.

En el caso colombiano, el fuerte choque sobre los TI y los ingresos externos se vio reflejado en una mayor y más rápida

Gráfico R1.2
Índice de términos de intercambio: Chile, Perú y Colombia^{a/}



a/ Chile y Perú: $t = 100$ tercer trimestre de 2011; Colombia: $t = 100$ tercer trimestre de 2014.
Fuente: bancos centrales.

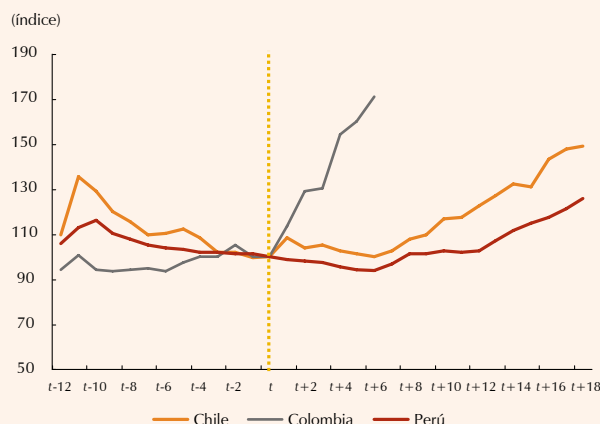
depreciación del peso en comparación con la de las otras dos monedas. En parte, ello obedeció a las diferencias en el entorno externo en el cual ocurrió el choque sobre los precios de los bienes básicos. Mientras que al inicio los precios del cobre se desaceleraron en un contexto de amplia liquidez internacional que favorecía los flujos de capital hacía los países emergentes, la reducción de la cotización internacional del crudo empezó luego del inicio del desmonte gradual del QE en los Estados Unidos, y en medio de expectativas de incrementos en las tasas de interés en ese país y a nivel internacional. En el caso del Perú, una economía con un alto índice de dolarización, su banco central realizó fuertes intervenciones en el mercado cambiario con el objetivo de mitigar la depreciación del sol peruano. Además, el espacio fiscal de estos países también pudo haber incidido en la reacción de sus monedas.

Como resultado de lo anterior, en el caso colombiano seis meses después del inicio en la declinación de la cotización internacional del crudo (es decir, al primer trimestre de 2015), la depreciación acumulaba 29% en términos nominales y 18% en términos reales. Esta tendencia se mantuvo en los trimestres siguientes, y para el primer trimestre de 2016 la depreciación y real ascendió a 71% y 42% respectivamente, en relación con el período base mencionado. En comparación, la depreciación en Chile y Perú fue más moderada. Entre el tercer trimestre de 2011 y el primero de 2016 Chile registró una depreciación nominal del 50% y real del 6%. Por su parte, para el mismo período la depreciación en Perú fue del 26% para la tasa de cambio nominal y del -1% para el índice de tasa de cambio real (Gráfico R1.3).

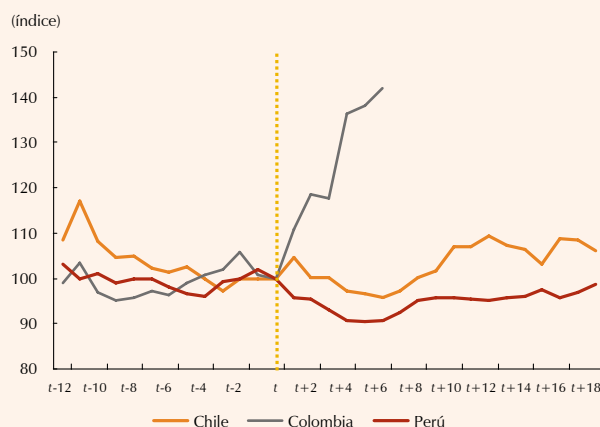
Dada la significativa participación de los productos básicos analizados en las exportaciones de los tres países, la reducción de los precios también afectó de forma significativa la dinámica de la cuenta corriente. Chile y Colombia registraron

Gráfico R1.3

A. Índice de tasa de cambio nominal: Chile, Perú y Colombia^{a/}



B. Índice de tasa de cambio real: Chile, Perú y Colombia^{a/}



Nota: ITCR con base en el IPC para los tres países.

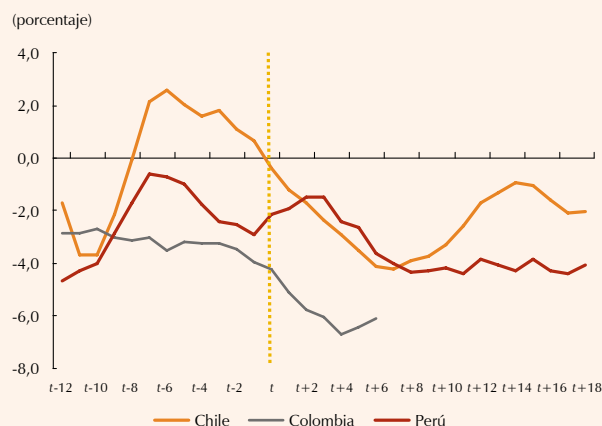
a/ Chile y Perú: $t = 100$ tercer trimestre de 2011; Colombia: $t = 100$ tercer trimestre de 2014.

Fuente: bancos centrales.

deterioros importantes en este indicador una vez los precios de sus productos primarios comenzaron a disminuir. Cabe resaltar que previo a este choque la cuenta corriente de Chile registraba un superávit, mientras que la de Colombia tenía un déficit relativamente importante (Gráfico R1.4).

En el caso chileno, el ajuste del saldo negativo en la cuenta corriente se comenzó a registrar dos años después de que la cotización internacional del cobre iniciara su caída. Hasta el momento una dinámica similar se observa en Colombia. En ambos países el ajuste de la cuenta corriente ha ocurrido, en parte, debido a una reducción de las importaciones. En particular, en Chile las compras externas de petróleo y combustibles a menores precios le ha facilitado el cierre de su desbalance externo. Por su parte, en ambos casos la contribución de las exportaciones diferentes a productos básicos se ha visto limitada, en parte, por la menor dinámica económica de los principales socios comerciales.

Gráfico R1.4
Cuenta corriente como porcentaje del PIB: Chile, Perú y Colombia^{a/}
(promedio móvil cuatro trimestres)



a/ Chile y Perú: t = tercer trimestre de 2011; Colombia: t = tercer trimestre de 2014.
Fuente: bancos centrales.

3. Efectos sobre el ingreso nacional y el crecimiento

La caída en los términos de intercambio en los tres países presionó a la baja al ingreso nacional bruto disponible (YNBD), efecto que fue parcialmente compensado por el ingreso neto del exterior. En 2015 Colombia y Chile continuaban registrando una desaceleración en el YNBD, mientras que en Perú su crecimiento se estabilizó (Gráfico R1.5).

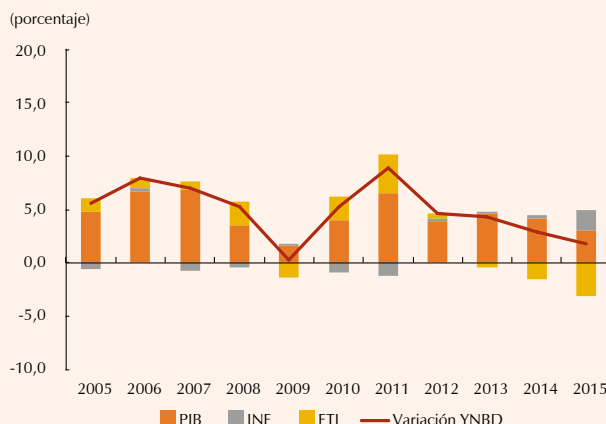
Posterior al choque de los precios básicos, la menor dinámica del ingreso se ha dado junto con una desaceleración del gasto, que se ha reflejado en un menor ritmo de crecimiento del producto, en especial de la demanda interna (gráficos R1.6 y R1.7). Tanto el consumo como la inversión se han visto afectados por los menores ingresos externos. En el caso de Perú y Chile la desaceleración del consumo ha sido significativa, partiendo de tasas elevadas, mientras que en Colombia las cifras más recientes señalan que este comportamiento ha sido más moderado.

Vale pena señalar que a partir de 2014, tres años después del inicio de la caída de los precios del cobre, tanto Chile como Perú registraron reducciones significativas en el ritmo de expansión del PIB. Adicionalmente, las proyecciones del FMI evidencian que entre 2016 y 2020 se espera un estancamiento del crecimiento económico, el cual se ubicaría por debajo de lo registrado previo al choque mencionado. Esta previsión responde, en parte, al carácter persistente de la reducción en los precios de las materias primas que, por ende, tiene un efecto prolongado sobre el ingreso nacional.

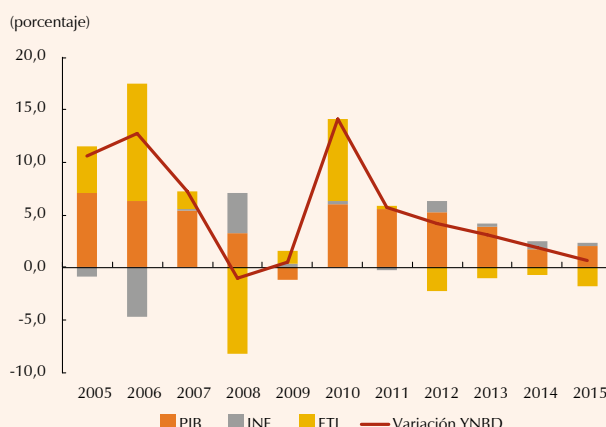
En el caso Colombiano, dos años después del inicio de la caída de la cotización internacional del crudo, la desaceleración en la tasa de crecimiento del PIB ha sido más acentuada frente a lo observado en el mismo lapso para Chile y

Gráfico R1.5
Descomposición del crecimiento del ingreso nacional bruto disponible (YNBD) en sus componentes

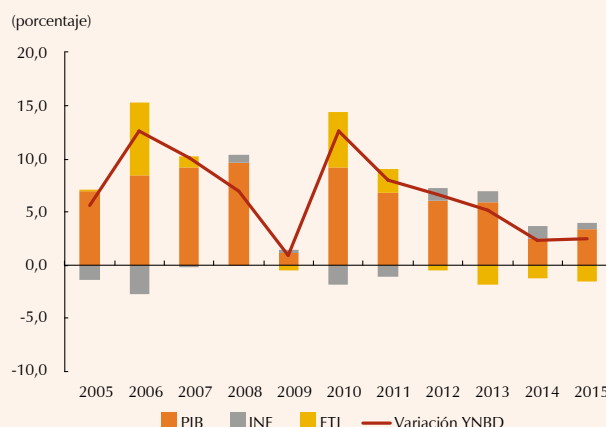
A. Colombia



B. Chile

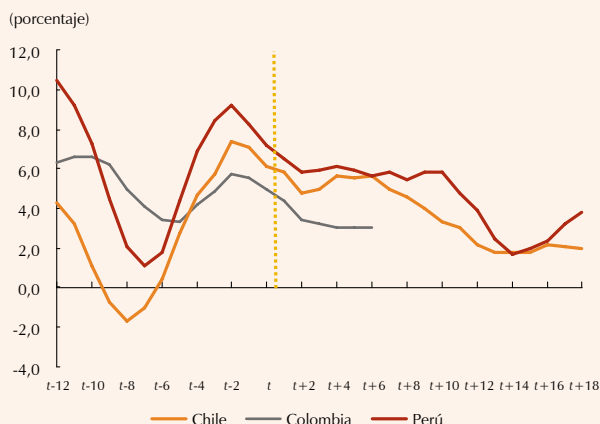


C. Perú



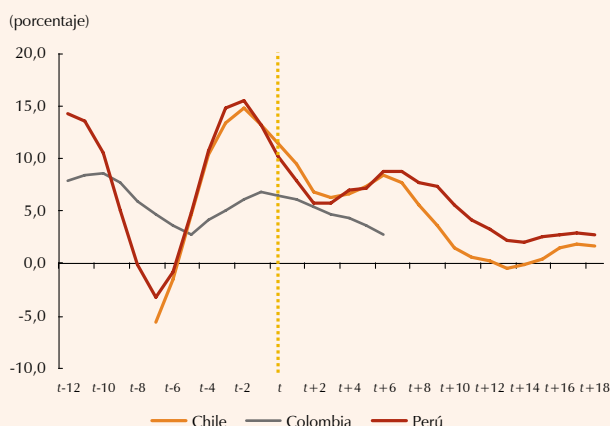
INE: ingreso neto del exterior.
ETI: efectos términos de intercambio.
YNBD: ingreso nacional bruto disponible.
Fuente: DANE y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R1.6
Variación del PIB anualizado^{a/}, ^{b/}



a/ Chile y Perú: t = tercer trimestre de 2011; Colombia: t = tercer trimestre de 2014.
b/ Promedio móvil de los últimos cuatro trimestres de la tasa de crecimiento anual.
Fuente: Datastream.

Gráfico R1.7
Variación de la demanda interna^{a/}, ^{b/}



a/ Chile y Perú: t = tercer trimestre de 2011; Colombia: t = tercer trimestre de 2014.
b/ Promedio móvil de los últimos cuatro trimestres de la tasa de crecimiento anual.
Fuente: Datastream.

Perú, con respecto al inicio de la reducción del precio del cobre. El menor crecimiento económico en Colombia, como se ha mencionado, está asociado con el conjunto de choques que se han producido de manera simultánea, entre los que se cuentan la considerable y acelerada disminución del precio del crudo, el fin del QE en los Estados Unidos y las expectativas de aumento de las tasas de interés en ese país, la desaceleración económica de los socios comerciales y las restricciones en la oferta de alimentos.

4. Efectos sobre la inflación

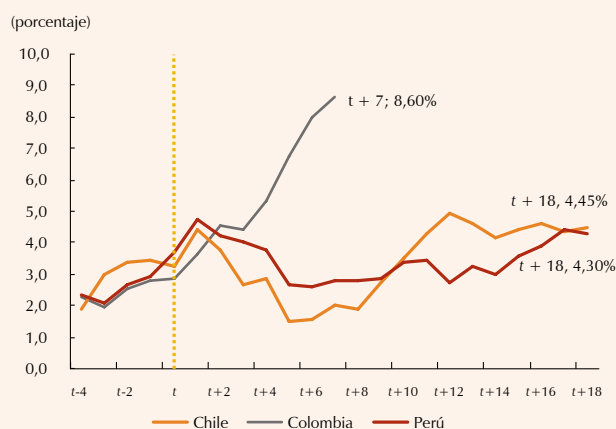
En materia de precios, antes de la caída en la cotización del principal bien básico de exportación, la inflación en cada país estaba dentro del rango objetivo fijado por el banco

central¹. Posteriormente, la depreciación de las monedas frente al dólar se incrementó y ocurrió un traspaso parcial a los precios internos, situación que aceleró la inflación y la situó fuera del rango meta (Gráfico R1.8). En las tres economías el mayor ritmo de aumento de precios se presentó en un entorno de desaceleración de la demanda interna y en donde la producción alcanzó un nivel inferior a la capacidad productiva potencial (brecha de producto negativa).

Como se mencionó, la depreciación nominal se registró con una magnitud y velocidad diferente en los tres países, y por tal motivo el efecto de este choque sobre la inflación ha sido distinto (Gráfico R1.9). Adicionalmente, como lo muestra un estudio del FMI², el traspaso de la depreciación nominal a los precios en estas economías es incompleto y de distinto tamaño: el mayor coeficiente de traspaso lo registra Chile seguido de Perú y Colombia.

En el caso de Colombia, a pesar de ser el país con el menor coeficiente de traspaso, la depreciación fue más rápida y fuerte, hecho que impactó de manera importante tanto los costos de producción como los precios de los bienes y servicios finales de origen importado. Lo anterior ocurrió al tiempo con una caída en la oferta de alimentos debido al fenómeno de El Niño, que impulsó al alza los precios de los alimentos. Estos dos choques afectaron de forma directa la inflación, la condujeron fuera del rango meta y activaron algunos mecanismos de indexación. Como se mencionó, en los casos de Chile y Perú la depreciación fue inferior a

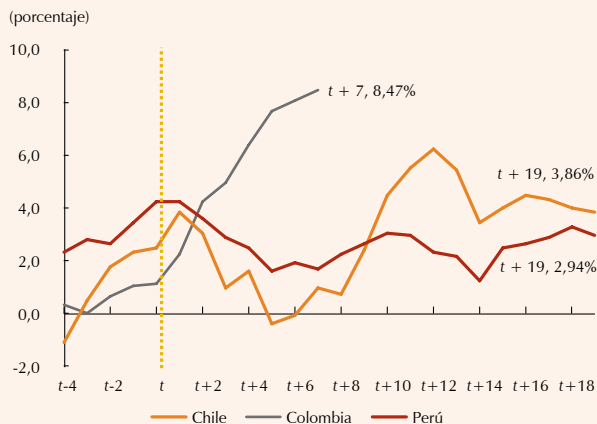
Gráfico R1.8
Inflación anual al consumidor^{a/}



a/ Chile y Perú: t = tercer trimestre de 2011; Colombia: t = tercer trimestre de 2014.
Fuente: bancos centrales.

- 1 La meta de inflación en Colombia y Chile es de $3\% \pm 1$ punto porcentual (pp), mientras que en Perú es de $2\% \pm 1$ pp.
- 2 Véase "Exchange Rate Pass Through in Latin America" en Regional Economic Outlook, Western Hemisphere, FMI, Abril de 2016.

Gráfico R1.9
Inflación de transables^{a/}



a/ Chile y Perú: t = tercer trimestre de 2011; Colombia: t = tercer trimestre de 2014.
Fuente: bancos centrales.

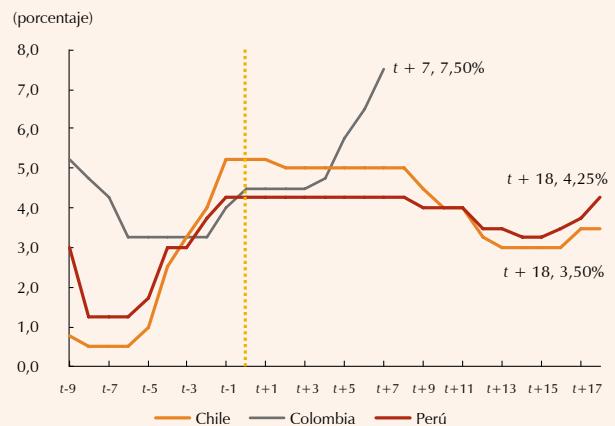
la registrada por el peso colombiano, y por tal motivo el impacto de este choque sobre la inflación en esos países también fue menor.

A junio de 2016 la variación anual del índice de precios al consumidor en las tres economías se mantenía por encima del rango objetivo de sus autoridades monetarias. No obstante, en Chile y Perú la inflación empezó a ceder e inició un proceso de convergencia a la meta. Lo anterior se explica en gran parte por la moderación de la depreciación nominal, por la reversión en los precios de los alimentos (especialmente en Perú), por la reducción de los precios del crudo,

por una brecha de producto en terreno negativo y por las acciones de política monetaria (Gráfico R1.10).

En el caso de Colombia, si bien la depreciación del peso también se ha moderado, ésta todavía se sigue trasladando a los precios internos, en parte por lo reciente del choque. Adicionalmente, la oferta de alimentos no se ha normalizado y sigue presionando al alza los precios en este sector. En la medida en que estos choques se diluyan y las acciones de política monetaria operen con plenitud, se espera que la inflación converja a la meta en 2017.

Gráfico R1.10
Tasas de interés de política^{a/}



a/ Chile y Perú: t = tercer trimestre de 2011; Colombia: t = tercer trimestre de 2014.
Fuente: bancos centrales.

II. LA ECONOMÍA COLOMBIANA: RESULTADOS EN LO CORRIDO DE 2016 Y PERSPECTIVAS PARA EL RESTO DEL AÑO

El país continúa enfrentando varios choques negativos. Uno de ellos es la reducción de los términos de intercambio, choque de carácter duradero que requiere un ajuste en el gasto, tanto del sector privado como del sector público.

La economía colombiana ha venido avanzando en este proceso de ajuste de manera gradual y ordenada, apoyada en sólidos fundamentos económicos y un marco apropiado de política. Así, en el primer trimestre de 2016, la demanda interna se desaceleró y el déficit de la cuenta corriente se redujo.

Pese a la debilidad de la demanda, la inflación se incrementó y a junio se ubicó en 8,6%. La respuesta de la política monetaria, de incrementos en la tasa de interés de referencia, reconoce que los choques que han afectado la inflación son transitorios y se orienta a garantizar la convergencia de la inflación hacia la meta en 2017.

En lo corrido de 2016 la economía colombiana continuó ajustándose, en gran parte como respuesta a los choques globales adversos que se vienen presentando desde mediados de 2014. Los bajos precios del petróleo y la debilidad en la demanda externa han generado un deterioro en la dinámica del ingreso nacional, que se sigue reflejando en un menor ritmo del gasto de la economía del país. En este entorno, en el primer trimestre de 2016 el déficit de la cuenta corriente se redujo y la demanda interna continuó desacelerándose. Pese a la debilidad de la demanda, la inflación se incrementó y a junio se situó en 8,60% anual, por cuenta de la depreciación del peso, por el fenómeno de El Niño y por la activación de algunos mecanismos de indexación. Se espera que las acciones de política monetaria conduzcan a la inflación al rango meta en 2017 y contribuyan a reducir el déficit en la cuenta corriente.

El país continúa enfrentando choques negativos. En primer lugar, el precio del petróleo, que en enero del presente año alcanzó el menor valor registrado en los últimos doce años, se recuperó en el segundo trimestre, pero mantuvo un nivel bajo y continúa generando un deterioro de los términos de intercambio y un menor dinamismo del ingreso nacional. La economía mundial sigue débil y con un crecimiento inferior a la observó en 2015, en especial en varios de los socios

En el primer trimestre la actividad económica y la demanda interna se desaceleraron.

comerciales del país. Con respecto a las tasas de interés internacionales, si bien siguen bajas, el costo en pesos del financiamiento externo continúa alto, como consecuencia de la depreciación nominal del peso y de una prima de riesgo país superior al promedio observado en 2015. Otro choque ha sido el fenómeno de El Niño, uno de los más fuertes de la historia, que se acentuó en el primer semestre de 2016 y redujo la producción agrícola y la generación de energía del país, lo que presionó al alza los precios en estos sectores. También, el traspaso parcial de la depreciación nominal acumulada a los precios internos, que incrementó tanto los costos de producción como los precios de la canasta familiar de origen importado.

Ante estos choques adversos, la economía colombiana viene presentando un ajuste ordenado en sus cuentas externas e internas. En el primer trimestre de 2016 la cuenta corriente de la balanza de pagos mostró un déficit de USD 3.381 millones (5,6% PIB), cifra inferior a lo proyectado por el Banco y a los valores trimestrales registrados desde inicios de 2014. La fuerte caída en los precios del petróleo, que en este período tocaron los mínimos desde 2003, y la de otros de los principales productos de exportación, junto con la debilidad de la demanda externa, generaron un descenso considerable de las exportaciones (29,7% anual). Esta caída en las ventas externas fue más que compensada por: 1) un ajuste en las importaciones (-24,5%) como respuesta a la desaceleración de la demanda interna y a la depreciación del peso; 2) menores egresos por renta de los factores (-42,7%), en particular en aquellas empresas del sector mineroenergético, y 3) mayores ingresos por transferencias y remesas (13,1%).

En el contexto interno, en el primer trimestre de 2016 la demanda interna continuó desacelerándose, evidencia de que está ocurriendo el ajuste requerido, dado el menor dinamismo del ingreso nacional. La caída en la formación bruta de capital fijo (-4,8%), principalmente en equipo de transporte (-32,9%) y maquinaria y equipo (-10,1%), explicó el bajo crecimiento de la absorción (1,4%). El gasto de los hogares (3,4%) registró un aumento similar al observado a finales de 2015, mientras que el consumo público (1,6%) se desaceleró. Las exportaciones aumentaron (2,1%), en tanto que las importaciones descendieron (-1,5%), lo que se reflejó en una mejora del déficit comercial, según las cuentas nacionales. De esta forma, en el primer trimestre de 2016 el crecimiento económico del país se situó en 2,5%, similar a lo proyectado por el equipo técnico del Banco.

El crédito real a los hogares y a las empresas también se está desacelerando, aunque registra aumentos mayores que el crecimiento de la economía estimado para el presente año. Este comportamiento ha ocurrido en un entorno en el cual los aumentos de la tasa de interés de referencia se han transmitido a las tasas de interés de mercado.

El déficit en la cuenta corriente del primer trimestre fue el menor desde 2014.

En materia de inflación, el incremento en el precio de los alimentos, el aumento de los costos de producción de algunos bienes y servicios no transables asociados con depreciación nominal, y el traspaso de esta depreciación a los precios al consumidor continuaron ejerciendo presiones alcistas sobre la inflación. Aunque las cifras de actividad económica no sugieren presiones relevantes de demanda,

Entre diciembre de 2015 y junio de 2016 la inflación pasó de 6,77% a 8,60%.

los indicadores de inflación básica aumentaron, fuertemente afectados por la depreciación acumulada del peso. Si bien ambos choques (el climático y el de tasa de cambio) son temporales, su intensidad y magnitud desviaron la inflación y sus expectativas de la meta, y se activaron algunos mecanismos de indexación.

De esta forma, entre diciembre de 2015 y junio de 2016 la inflación anual pasó de 6,77% a 8,60%, mientras que el promedio de las inflaciones básicas se incrementó 109 pb y se situó en 6,52%. En el mismo período las expectativas de inflación a diferentes plazos se ubicaron en su mayoría por encima del límite superior del rango meta, aunque dejaron de aumentar, probablemente como consecuencia de las acciones de política monetaria. A pesar de tratarse de fenómenos transitorios, la intensidad y persistencia de los choques que han impactado la inflación incrementaron el riesgo de una convergencia más lenta a la meta, tanto por su impacto directo sobre los precios, como por su efecto en las expectativas y la indexación.

En resumen, la economía colombiana continúa ajustándose de forma ordenada a los fuertes choques registrados desde 2014. El déficit de la cuenta corriente se está corrigiendo de forma gradual y el riesgo de una desaceleración de la demanda interna que supere la menor dinámica del ingreso nacional continúa siendo moderado. La inflación se ha acelerado por cuenta de la depreciación acumulada del peso, por el fenómeno de El Niño y por la activación de algunos mecanismos de indexación. En este entorno, la respuesta de política monetaria, de incrementos en la tasa de interés de referencia, reconoce que los choques que han afectado a los precios son transitorios y se orienta a garantizar la convergencia de la inflación hacia la meta del $3\% \pm 1$ pp en 2017. Este ajuste en la política monetaria también contribuye a la corrección del déficit externo.

Para todo 2016 el equipo técnico redujo el rango de pronóstico de crecimiento y lo situó entre 1,5% y 3,0%, con 2,3% como cifra más probable. Según estas proyecciones, la demanda interna seguiría creciendo menos que en el pasado, tal y como lo exigen las nuevas condiciones de ingreso que enfrenta el país. El choque a los términos de intercambio requiere un ajuste tanto en el gasto del sector privado como en el del sector público, el cual, si bien ya inició, debe continuar y profundizarse en los próximos años. Se espera que los niveles observados de la tasa de cambio incentiven la producción de bienes exportables, al tiempo que disminuya la demanda por bienes extranjeros, con lo cual continuaría contribuyendo al ajuste de la cuenta corriente. En materia de precios, se proyecta que en el segundo semestre los choques de los precios de los alimentos y de la depreciación del peso se empiecen a diluir, lo que junto con las acciones de política monetaria conduzcan a la inflación al rango meta en 2017.

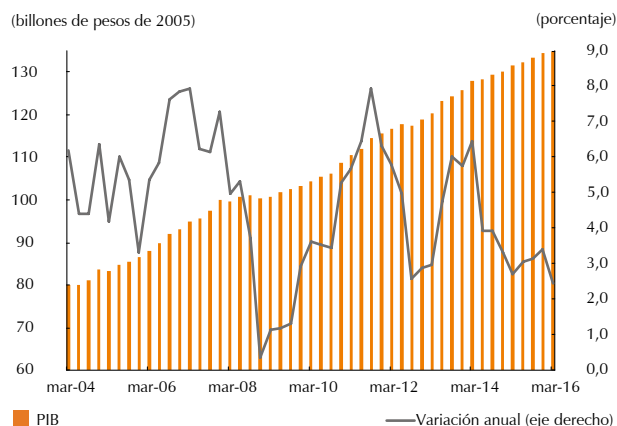
La inflación se ha acelerado por cuenta de la depreciación acumulada del peso, por el fenómeno de El Niño, y por la activación de algunos mecanismos de indexación.

A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

1. Resultados para el primer trimestre de 2016

De acuerdo con la publicación más reciente del producto interno bruto (PIB) por parte del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), durante

Gráfico 10
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE.

el primer trimestre del año la actividad económica registró una expansión anual de 2,5% (Gráfico 10). Esta cifra, que representó una desaceleración con respecto al crecimiento registrado para el último trimestre de 2015 (3,4%), estuvo afectada por el efecto calendario de Semana Santa y días festivos (el cual estaba ya incorporado en los pronósticos del equipo técnico). La variación entre trimestres fue del 0,2%, lo que correspondió a un crecimiento trimestral anualizado del 0,6%.

Además de los efectos calendario, los resultados del PIB se dieron en un contexto en el que distintos factores, tanto externos como internos, contribuyeron a la desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía colombiana. En el ámbito internacional, como se explicó en el capítulo I de este informe, las economías

de nuestros principales socios comerciales y las de los demás países de la región mostraron desempeños débiles, mientras que los términos de intercambio se mantuvieron en los mínimos de los últimos años (Gráfico 1).

Con respecto al contexto interno, a lo largo del primer trimestre se observaron aumentos en la inflación al consumidor (como se mostrará en la sección C de este capítulo), lo que deterioró el poder adquisitivo de los ingresos de los hogares y pudo haber afectado los planes futuros de gasto de los agentes económicos. Adicionalmente, la depreciación acumulada del peso sigue generando un cambio de los precios relativos que propició una reconfiguración del gasto transable en favor del no transable.

De cualquier manera, la dinámica de la economía continúa reflejando un ajuste ordenado como respuesta al choque a los términos de intercambio que se observó desde mediados de 2014. En principio, la desaceleración de la demanda interna real (que en 2014 creció 6,0%, 3,6% en 2015 y 1,3% en el primer trimestre de 2016), da cuenta del ajuste gradual de los gastos de los hogares, de las firmas y del gobierno. Asimismo, el incremento de las cantidades de exportaciones, principalmente de las denominadas no tradicionales y de servicios, acompañado de una caída de las importaciones reales, permitió que las cuentas de comercio exterior aportaran en el neto de manera positiva al crecimiento de la actividad económica (Cuadro 1).

Al estudiar en detalle el comportamiento de los diferentes rubros que componen el PIB, se observaron resultados mixtos en las dinámicas de los renglones que forman parte del consumo agregado: mientras que el privado registró un crecimiento mayor que el del cuarto trimestre de 2015, el público mostró una desaceleración. En el primer caso los aumentos en las tasas de crecimiento de todos los subcomponentes del consumo privado fueron responsables de la aceleración del consumo de los hogares. En el segundo, el menor ritmo de expansión reflejó el proceso de ajuste fiscal adoptado por el gobierno nacional como respuesta a la caída de los precios internacionales del crudo y su impacto sobre los ingresos.

Cuadro 1
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto
(porcentaje)

	2014	2015				2015	2016
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.
Consumo total	4,3	4,4	3,7	4,3	3,3	3,9	3,2
Consumo de hogares	4,2	4,7	3,7	4,2	2,8	3,8	3,4
Bienes no durables	3,2	4,3	3,9	4,6	3,7	4,1	3,9
Bienes semidurables	3,1	5,9	2,8	6,8	3,2	4,6	3,9
Bienes durables	13,5	10,5	2,4	(7,0)	(11,9)	(2,0)	(4,6)
Servicios	4,7	4,4	4,1	4,5	3,7	4,2	3,8
Consumo final del Gobierno	4,7	2,2	2,3	3,1	3,8	2,8	1,6
Formación bruta de capital	11,6	6,5	0,6	3,2	0,4	2,6	(3,7)
Formación bruta de capital fijo	9,8	7,4	3,3	0,4	0,3	2,8	(4,8)
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	1,5	(5,9)	(2,8)	0,4	2,9	(1,5)	(0,2)
Maquinaria y equipo	7,1	0,7	(1,9)	(0,3)	(5,4)	(1,8)	(10,1)
Equipo de transporte	10,0	41,2	6,0	3,3	(5,2)	9,4	(32,9)
Construcción y edificaciones	7,7	2,2	10,1	(8,2)	8,1	2,7	11,4
Obras civiles	14,0	3,4	6,4	7,0	4,2	5,2	0,4
Servicios	11,0	1,4	4,7	(3,8)	1,5	0,9	1,4
Demanda interna	6,0	4,7	3,1	4,1	2,5	3,6	1,3
Exportaciones totales	(1,3)	4,2	0,4	(4,8)	(2,1)	(0,7)	2,1
Importaciones totales	7,8	11,7	0,3	8,0	(3,6)	3,9	(1,5)
PIB	4,4	2,7	3,1	3,1	3,4	3,1	2,5

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Con respecto a la formación bruta de capital, la caída observada fue consistente con los niveles más altos para la tasa de cambio nominal y para las de tasas de interés. Dentro de este rubro se registraron disminuciones en los renglones de equipo de transporte, maquinaria y equipo, y en menor medida en el de inversión agropecuaria. Una parte importante del retroceso de la inversión ocurrió en el sector mineroenergético. Como es usual, la caída de la inversión en bienes transables tuvo su contrapartida en la de las importaciones.

En contraste, la inversión en construcción registró una expansión superior a la del resto de la economía. Esto último obedeció a la dinámica de la construcción de edificaciones, tanto residenciales como no residenciales. Para el caso de las obras civiles se observó una tasa de crecimiento baja, en gran medida por una alta base de comparación en el mismo período de 2015.

Por el lado de la oferta, las mayores tasas de crecimiento durante los primeros tres meses del año fueron, en su orden, la del sector industrial (5,3%), la de la construcción (5,2%) y la de los servicios financieros (3,8%) (Cuadro 2). La única rama que registró una contracción fue la de explotación de minas y canteras

Cuadro 2
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica
(porcentaje)

	2014	2015				2015	2016
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3,1	2,2	2,4	3,0	5,8	3,3	0,7
Explotación de minas y canteras	(1,1)	0,4	4,2	(0,5)	(1,5)	0,6	(4,6)
Industria manufacturera	0,7	(2,0)	(0,1)	3,2	3,9	1,2	5,3
Electricidad, gas y agua	3,4	2,5	1,6	3,8	3,8	2,9	2,9
Construcción	10,5	3,1	8,1	0,2	4,6	3,9	5,2
Edificaciones	8,1	1,4	9,0	(7,9)	7,1	2,1	10,9
Obras civiles	13,4	4,7	6,5	7,1	3,2	5,4	0,4
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,1	4,6	3,5	4,7	3,8	4,1	2,7
Transporte, almacenamiento y comunicación	4,7	2,6	0,4	2,2	0,7	1,4	1,8
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	5,7	4,8	3,8	4,2	4,3	4,3	3,8
Servicios sociales, comunales y personales	5,2	2,4	2,5	3,4	3,5	2,9	1,7
Subtotal valor agregado	4,3	2,5	2,9	3,0	3,4	3,0	2,5
Impuestos menos subsidios	5,6	4,1	4,0	4,6	3,4	4,0	2,3
PIB	4,4	2,7	3,1	3,1	3,4	3,1	2,5

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

(-4,6%). Al clasificar los sectores entre no transables y transables, se observaron variaciones anuales de 3,4% y 1,0%, respectivamente. Si se excluye la minería, el PIB transable restante se expandió 2,4% anual. En todos los casos se apreciaron desaceleraciones frente al cuarto trimestre de 2015, cuando se registraron crecimientos de 4,3%, 2,1% y 3,0% para el PIB no transable, transable y transable sin minería, respectivamente.

El buen desempeño de la industria (por encima del resto de la economía en su conjunto) fue impulsado, en gran medida, por el crecimiento reportado para la rama de producción de la refinación del petróleo (20,6%). A pesar de que la Refinería de Cartagena (Reficar) aún no operaba a plena capacidad, esta sub-rama aportó positivamente a la expansión de las industrias manufactureras y del PIB. La producción de bebidas también registró una tasa de crecimiento de dos dígitos (16,5%), explicada por un incremento de la demanda interna por este tipo de bienes en un contexto de altas temperaturas por el fenómeno de El Niño. Otras subramas, como la de elaboración de productos de café y trilla (8,1%), la de productos metalúrgicos básicos (8,4%), y la de producción de muebles (7,6%) registraron expansiones significativas. Cabe señalar que la heterogeneidad sectorial continúa siendo alta: se observaron caídas en ocho de los veinticinco subsectores, dentro de los cuales se señalan la producción de maquinaria y equipo (-8,0%), otros bienes manufacturados (-6,0%) y la elaboración de artículos textiles (-2,6%).

La industria, la construcción y los servicios financieros fueron las ramas con mayores crecimientos en el primer trimestre. La minería fue el único sector que se contrajo.

Dentro de la rama de construcción, el desempeño más sobresaliente se observó en la construcción de edificaciones (10,9%), con aportes importantes tanto de la parte residencial (13,6%) como de la no residencial (10,5%). Por su parte, para la construcción de obras civiles se registró una tasa de crecimiento de apenas 0,4% anual. A pesar de la desaceleración de esta subrama frente a la cifra de finales de 2015, sus niveles continúan siendo altos.

Las dinámicas de otros sectores del PIB reflejaron los choques que enfrentó la economía colombiana a lo largo de los primeros tres meses del año. En efecto, la desaceleración de la rama agrícola por cuenta de un menor ritmo de expansión de los productos de café (7,9%) y por una caída en la producción de otros productos agrícolas (-2,9%), ocurre en un contexto en el que el fenómeno de El Niño afectó las cosechas y la oferta de diversos productos agropecuarios.

Finalmente, la contracción del sector de explotación de minas y canteras obedeció a las caídas reportadas para las subramas de carbón mineral (-7,3%) y de petróleo crudo y gas (-5,9%). Ambos casos reflejan la reestructuración del aparato productivo como respuesta a la fuerte caída de los precios internacionales de estos productos y a la baja demanda mundial por este tipo de bienes básicos.

2. Perspectivas de la actividad económica para el resto de 2016

Desde la publicación de la versión más reciente del *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* en marzo pasado, algunos de los riesgos contemplados por el equipo técnico del Banco de la República se han materializado, en especial aquellos relacionados con un menor desempeño de las economías de nuestros principales socios comerciales y de la región. A lo anterior se deben sumar unos términos de intercambio que serían en 2016 menores que los de 2015, y una tasa de cambio nominal que permanecerá, en promedio para todo el año, más depreciada que la del año pasado. Además, los efectos adversos del fenómeno de El Niño sobre la oferta agrícola, y una importante transmisión de la depreciación del peso hacia los precios internos, debido a la fuerte depreciación acumulada, entre otras razones, han contribuido a que la inflación al consumidor se ubique en niveles altos, como se explicará más adelante. Lo anterior, junto con los ajustes de las políticas monetaria y fiscal hacia posturas menos expansivas, y la corrección gradual del déficit en la cuenta corriente, llevaron al equipo técnico a prever un ajuste real de la economía colombiana, con un crecimiento del PIB de entre el 1,5% y 3,0%, con cifra más probable alrededor del 2,3%. Cabe señalar que el desempeño de la economía colombiana durante los primeros tres meses del año fue similar al proyectado por el equipo técnico del Banco de la República para dicho período.

Para todo 2016 se espera un crecimiento del PIB entre 1,5% y 3,0%, con 2,3% como cifra más probable.

En lo que respecta al contexto externo, para lo que resta del año se prevé un entorno de incertidumbre tras los resultados del *brexít*, y un menor crecimiento mundial. Esto, a su vez, puede implicar, por un lado, una política monetaria más expansiva en las economías desarrolladas y, por otro, un debilitamiento incluso mayor de la demanda externa para Colombia que lo previsto a comienzos de año.

*La desaceleración
prevista para la
demanda interna
sería consistente con
el ajuste ordenado
de la economía
tras el choque de
los términos de
intercambio.*

Además, se mantienen las perspectivas de menores precios de los principales bienes básicos exportados por Colombia con respecto al año pasado, que se reflejarán en un deterioro de los términos de intercambio, pero menor que lo previsto tres meses atrás. Lo anterior debido a que los pronósticos del escenario más probable tienen implícita una caída anual del precio del crudo para el promedio de todo 2016, aunque de menor magnitud que la proyectada tres meses atrás. Para otros productos, como el carbón y el ferroníquel, se contemplan caídas en sus precios internacionales, relacionadas con una menor demanda por este tipo de bienes básicos.

Para lo que resta del año en curso se espera que la demanda interna continúe registrando una desaceleración consistente con el ajuste ordenado que está atravesando la economía colombiana tras el importante choque de los términos de intercambio y su efecto real sobre el ingreso nacional. Este choque suscitó un cambio en los precios relativos por lo que se esperan ajustes reales en los componentes de la demanda interna con alto componente importado y, en alguna medida, una sustitución de importaciones. En particular, el equipo técnico proyecta un escaso dinamismo de la formación bruta de capital fijo concentrada en aquella de bienes de capital para la industria y en equipo de transporte, renglones en los que la inversión tiene una alta participación del componente importado.

En contraste, la inversión en construcción, tanto de edificaciones como de obras civiles, registraría expansiones positivas. La consolidación de la segunda versión del Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo (PIPE 2.0) propuesto por el gobierno nacional, junto con los subsidios a la tasa de interés para la compra de vivienda nueva, continuarían impulsando el componente residencial en lo que resta de 2016. Por su parte, y como se esperaba un trimestre atrás, la de obras civiles continuaría siendo estimulada por la ejecución de recursos en distintos proyectos estratégicos de infraestructura vial y aeroportuaria que se vienen adelantando a lo largo del territorio nacional, aunque a un menor ritmo que el anticipado en el informe anterior.

Para el consumo privado también se prevé una desaceleración en los trimestres venideros. En principio, el incremento del nivel de precios al consumidor seguiría afectando la capacidad adquisitiva del ingreso de los hogares colombianos, a pesar de que se prevé que la inflación ceda en la segunda mitad del año. Por otro lado, el mercado laboral se comportaría en concordancia con una actividad económica menos dinámica. En consecuencia, la tasa de desempleo podría registrar nuevos aumentos, lo que generaría presiones adicionales sobre el ingreso disponible de los hogares en términos reales. Finalmente, las alzas recientes de las tasas de interés estuvieron orientadas, en parte, a desincentivar la demanda de crédito por parte de los consumidores. Si el crecimiento de la cartera de los hogares continúa desacelerándose, es previsible que esto se vea reflejado en el rubro de consumo privado, en particular en el de bienes durables y semidurables.

Con respecto al consumo público, se refuerzan las perspectivas de un desempeño débil de este rubro del PIB para lo que resta de 2016. En efecto, en la versión más reciente del *Marco Fiscal de Mediano Plazo* (MFMP), publicado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, se revisó la senda del déficit del gobierno nacional

Para lo que resta de 2016 se prevé una consolidación de la expansión de la industria mayor que la observada en 2015 y por encima del resto de sectores que componen el PIB.

central con respecto a lo presentado anteriormente. La ampliación del déficit obedeció a una reducción permanente del nivel de largo plazo del precio del petróleo, y su efecto sobre los ingresos tributarios futuros. Adicionalmente, cabe recordar los anuncios recientes del gobierno nacional relacionados con recortes del gasto en diferentes rubros de inversión y funcionamiento.

Por el lado de la oferta, se espera que la depreciación acumulada del peso continúe estimulando la producción de varios sectores transables, en particular el manufacturero. En lo que a este último respecta, para lo que resta de 2016 se prevé una consolidación de la expansión de la industria mayor que la observada en 2015 y por encima del resto de sectores que componen el PIB. El proceso gradual de la reapertura de Reficar debería seguirse reflejando en el crecimiento de la elaboración de productos derivados de petróleo. Por su parte, en lo que resta del año se prevé una buena expansión del resto de subsectores industriales, similar a la registrada en los primeros tres meses del año. Este desempeño estaría sustentado en el efecto que la depreciación acumulada tenga sobre la competitividad de los productos nacionales, y dependerá, en gran medida, de la consolidación del proceso de sustitución de importaciones. Con todo lo anterior, las estimaciones del equipo técnico del Banco de la República apuntan a que la industria se expandiría a un ritmo superior que el del resto de sectores.

Para el sector agropecuario se prevé un desempeño mediocre. En principio, la producción de café se ubicaría en un nivel inferior al observado en 2015, tal y como se anticipaba en la versión anterior de este Informe. Esto, debido al efecto de una alta base de comparación del año y a las consecuencias adversas que habría tenido el fenómeno de El Niño sobre el volumen de producción del parque cafetero, incluso a pesar de las ganancias en productividad por la renovación de cafetales y las inversiones realizadas en años anteriores. Así las cosas, se espera una producción de café superior a la registrada en promedio para la década más reciente, pero algo menor que los 14,2 millones de sacos de 2015. Para los otros productos agrícolas y para el grupo de animales vivos y productos animales se consolidaría la desaceleración que mostraron estas subramas en el primer trimestre del año. Lo anterior, también debido al impacto rezagado que tenga el fenómeno de El Niño sobre la oferta agrícola y el ciclo de retención ganadera sobre el sacrificio de ganado.

Finalmente, en la minería se registrarían caídas en los trimestres que restan de 2016, afines con aquellas observadas en los primeros tres meses del año. A pesar de la reciente recuperación del precio internacional del petróleo, aún se mantiene la perspectiva de una reducción de la producción de crudo a niveles cercanos a los 920.000 barriles diarios en promedio. En efecto, la producción acumulada al mes de junio ha caído 9,5% anual, lo que, sumado a los anuncios relacionados con el recorte de inversiones en extracción y exploración por parte de algunas empresas del sector, permite prever un mal desempeño de la subrama para lo que resta de 2016. Para el caso de la producción de carbón, la caída de los precios internacionales y la menor demanda mundial por este producto llevarían a que las caídas de la subrama se mantengan durante la segunda mitad del año.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, la proyección del desempeño de la actividad económica en 2016 realizada por el equipo técnico del Banco de la República sugiere que el crecimiento del PIB se ubicaría entre 1,5% y 3,0%, con 2,3% como cifra más probable en el escenario central.

B. MERCADO LABORAL

Gráfico 11
Tasa de desempleo
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

En términos generales, y a pesar de la desaceleración económica, a la fecha de escribir este informe¹ no se ha observado un deterioro importante en los indicadores del mercado laboral. Si bien la tasa de desempleo (TD) dejó de caer, e incluso ha mostrado algunos incrementos, se mantiene cerca de los niveles observados en los últimos dos años (Gráfico 11). El empleo continuó creciendo, aunque a tasas bajas (cercanas a 1%), impulsado por aumentos en los trabajadores asalariados y formales², lo que sugiere que se han mantenido los avances en materia de calidad del empleo. No obstante, la tasa de ocupación descendió.

Las series del mercado laboral presentan estacionalidad; es decir, sus valores son sistemáticamente más altos o bajos, dependiendo de la época del año. Por tanto, debe co-

regirse este fenómeno mediante técnicas estadísticas para poder hacer comparaciones entre meses del mismo año. Por tal razón, las series que se presentan en esta sección son desestacionalizadas.

1. Desempleo

De acuerdo con la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH), del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), en lo corrido de 2016 se han presentado leves incrementos anuales de la TD. Las series de trimestre móvil³ corregidas por estacionalidad muestran una leve tendencia ascendente en la TD nacional en el último año. En cuanto a la TD de las trece áreas, aunque inició 2016 con aumentos, a partir de marzo mostró caídas importantes que la retornaron a los niveles observados en 2015 en promedio (Gráfico 11).

1 La información disponible más reciente corresponde a mayo de 2016.

2 Se considera asalariado a todo trabajador u obrero de empresas particulares y del Gobierno. Por su parte, un trabajador formal es aquel que está empleado en una empresa de más de cinco trabajadores (definición del DANE y la Organización Internacional del Trabajo). Cuando el texto se refiere a trabajadores formales y asalariados es con respecto a los que cumplen ambas condiciones.

3 Las series de trimestre móvil tienen errores menores con respecto a las series mensuales, por lo que presentan una menor incertidumbre.

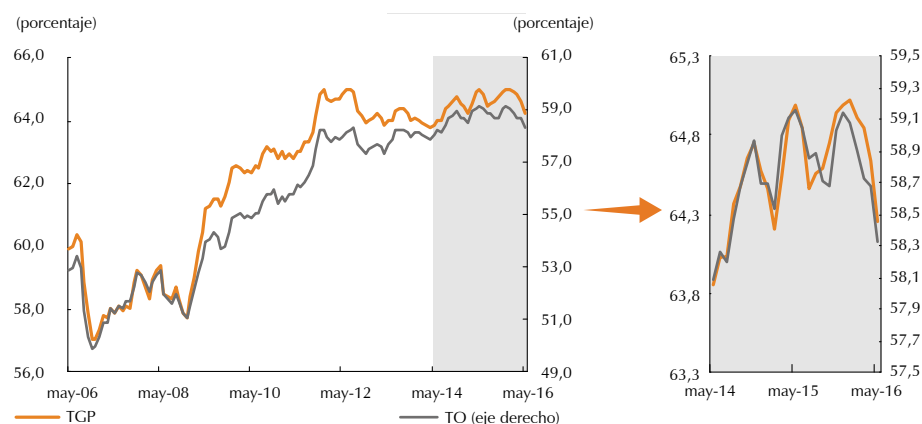
A pesar de la desaceleración de la economía no se ha observado un deterioro significativo en los indicadores del mercado laboral.

2. Oferta y demanda por empleo

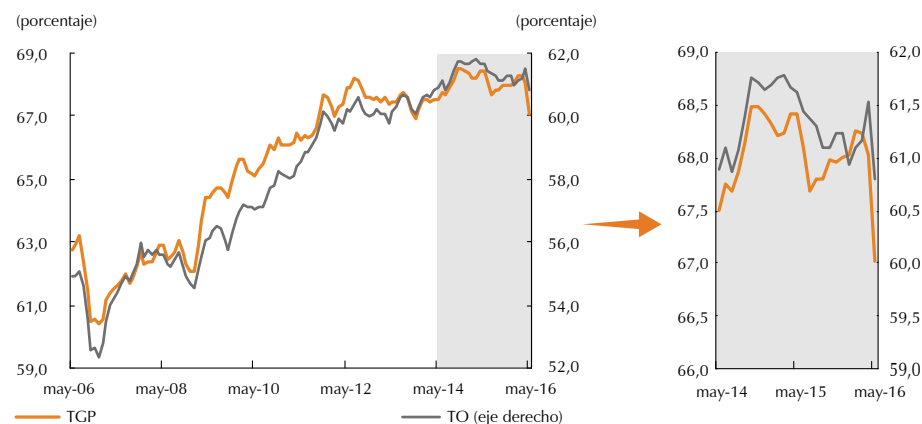
Las variaciones en la TD se explican por la dinámica de la demanda laboral, representada por la tasa de ocupación (TO), y por la de su correspondiente oferta, expresada por la tasa global de participación (TGP). En lo corrido de 2016 para el total nacional el desempleo ha mostrado una tendencia ascendente en los últimos doce meses, debido a que la TO ha disminuido más rápido que la TGP. Por ello, la brecha entre estas dos variables se cerró durante 2015 y en lo corrido de 2016 (como ilustran las líneas naranja y gris del Gráfico 12, panel A). En las trece áreas se venía observando un fenómeno similar hasta marzo, mes desde el cual la TGP cayó mucho más que la TO (Gráfico 12, panel B). El resultado de esto fue una TD que aumentó hasta marzo, para después regresar a niveles similares a los de comienzos de 2015. Así, el factor que explica la divergencia en las tendencias de las TD nacional y de las trece áreas fue la TGP.

Gráfico 12
Tasa global de participación y tasa de ocupación
(series desestacionalizadas)

A. Total nacional



B. Trece áreas



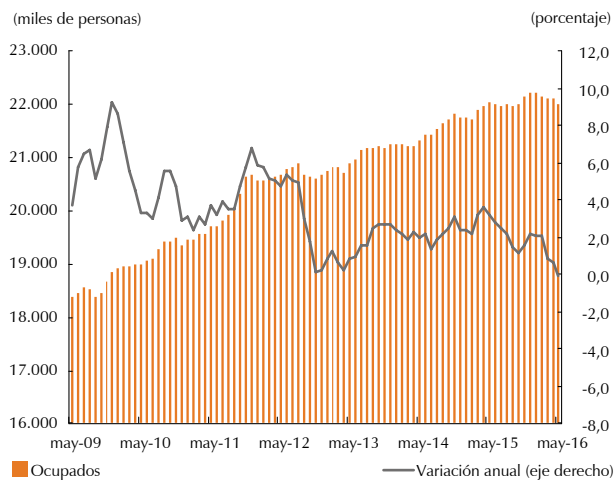
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Tanto para el total nacional como para las trece áreas el empleo siguió desacelerándose y la TO continuó su descenso. En promedio para enero-mayo el número de ocupados para el total nacional creció a una tasa anual del 1,1% (Gráfico 13, panel A), mientras que en las cabeceras urbanas lo hizo al 1,0% (Gráfico 13, panel B), en las áreas rurales 1,4% (Gráfico 13, panel C) y en las trece áreas al 0,5% (Gráfico 13, panel D).

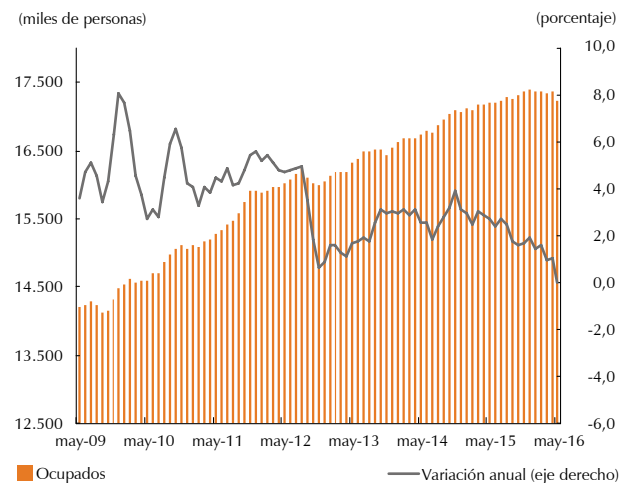
Según la GEIH, las ramas de actividad que más han aportado al crecimiento promedio del empleo nacional en los primeros cinco meses de 2016 fueron comercio, hoteles y restaurantes, actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, y servicios comunales, sociales y personales.

Gráfico 13
Número de ocupados
(series desestacionalizadas)

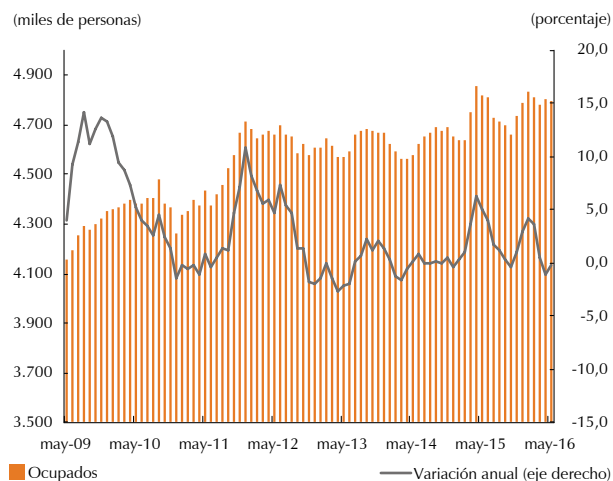
A. Total nacional



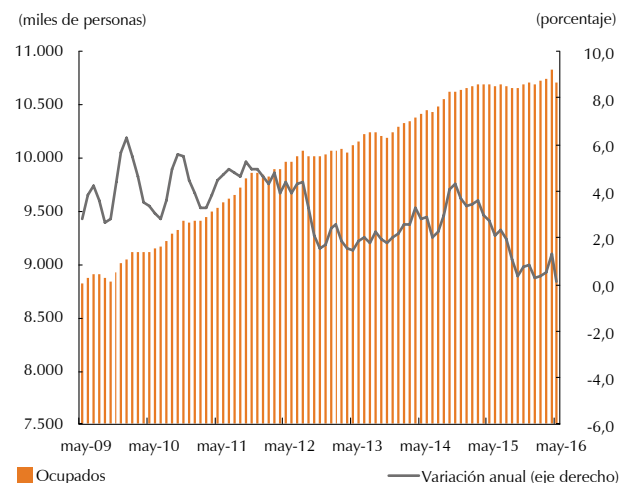
B. Cabeceras urbanas



C. Áreas rurales

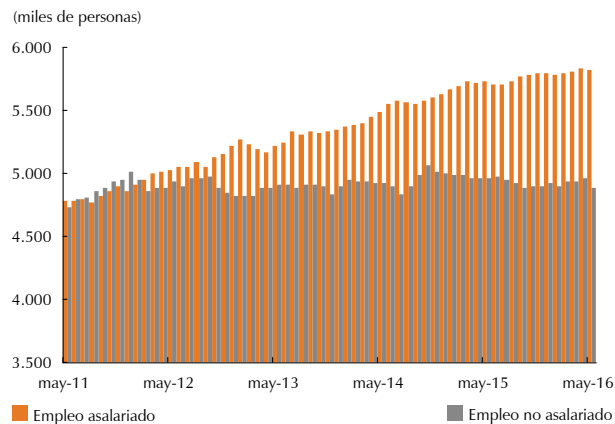


D. 13 Principales áreas metropolitanas



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

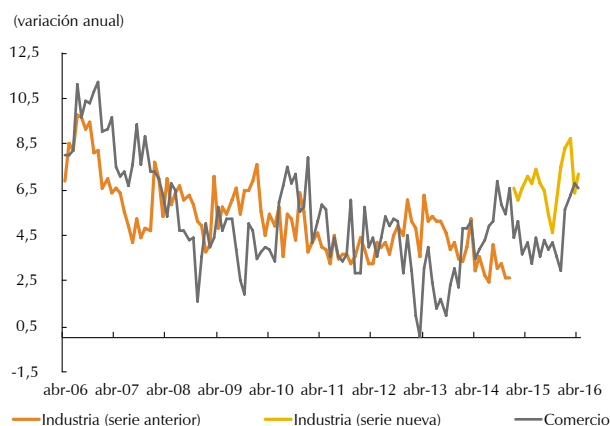
Gráfico 14
Empleo por tipo de ocupación
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



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

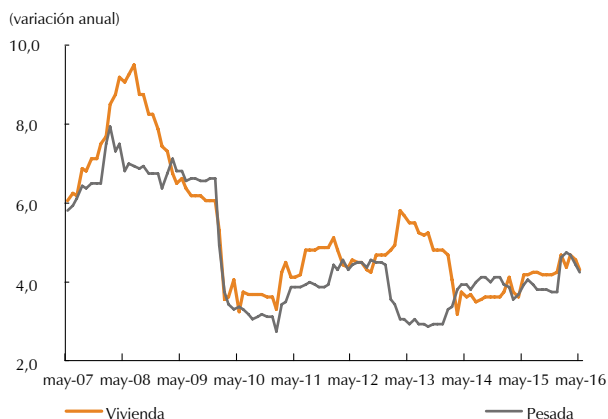
Gráfico 15
Índice de salarios nominales

A. Industria y comercio



Fuente: DANE (MMCM y MMM); cálculos del Banco de la República.

B. Construcción pesada y de vivienda



Fuente: DANE (ICCV e ICCP); cálculos del Banco de la República.

3. Calidad del empleo y condiciones del mercado laboral

La información de la GEIH sugiere que, a pesar de la desaceleración del empleo, su crecimiento continúa siendo impulsado por aquellos trabajos de mejor calidad. Los aumentos en la formalidad y el empleo asalariado sugieren que los avances en materia de calidad del empleo han continuado, pero a un ritmo menor que en los dos años anteriores. Esto debido a que dichos indicadores están asociados con mayor estabilidad laboral, remuneraciones más altas y mejor acceso al crédito, factores que a su vez incrementan los niveles de confianza y consumo de los hogares.

En lo corrido del año la mayoría del empleo generado ha sido asalariado (Gráfico 14), mientras que el no asalariado ha venido restando puestos de trabajo. En este período para las trece áreas el número de asalariados aumentó en promedio 1,8% anual, mientras que el no asalariado cayó 0,9% anual. Por su parte, el porcentaje formal de la fuerza laboral se ubicó en el trimestre móvil terminado en abril en 52,5%, incrementándose 0,8 pp con respecto al mismo mes del año anterior.

4. Costos laborales y salariales

La información disponible sugiere que los ajustes salariales observados en lo corrido del año han sido mayores con respecto a lo observado en 2015. Esto probablemente como respuesta a una inflación más alta y al incremento del salario mínimo para 2016. Entre enero y abril los salarios nominales del comercio presentaron un aumento promedio del 6,3% anual y los de la industria uno promedio del 7,6% (Gráfico 15, panel A). En cuanto a la construcción pesada y de vivienda, entre enero y mayo los salarios nominales registraron una expansión anual promedio de 4,5% cada uno (Gráfico 15, panel B).

Como se previó en el anterior *Informe al Congreso*, las condiciones del mercado laboral colombiano han presentado un leve deterioro en lo corrido de 2016. No obstante, la tendencia ascendente de la TD aún es incipiente, lo que no sugiere que por esta vía se observen presiones a la baja sobre los salarios y la inflación. Sin

Los principales choques que han afectado la inflación han sido más fuertes y prolongados de lo que se esperaba.

embargo, un factor que podría contribuir a la mayor persistencia de la inflación sería la indexación de los salarios a la inflación pasada. A la fecha los ajustes en salarios, aunque mayores que el techo del rango meta, han sido menores que los datos recientes de inflación. Si los salarios siguen aumentando a estas tasas podrían contribuir a una mayor persistencia del choque inflacionario. Cabe resaltar que en la medida en que este choque se disipe, los ajustes salariales retornarán a niveles compatibles con la meta de inflación.

C. INFLACIÓN

1. La inflación en el primer semestre de 2016

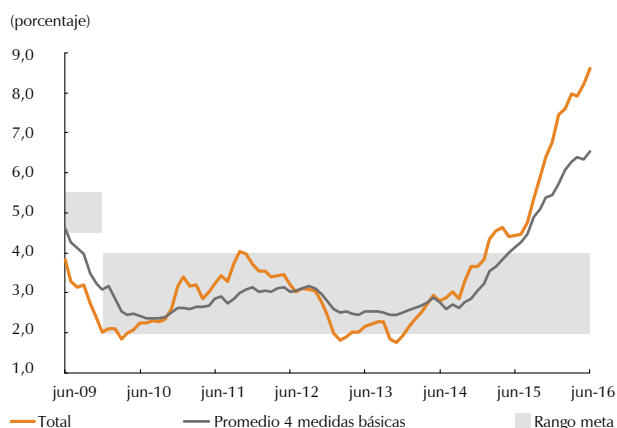
Durante el primer semestre de 2016 los precios al consumidor continuaron siendo afectados por presiones alcistas derivadas de la depreciación acumulada del peso, la cual ha permeado un amplio conjunto de precios más allá de los de bienes transables; por los efectos del fenómeno de El Niño sobre la oferta agropecuaria y de energía, y por otros choques de oferta transitorios que han surgido en los últimos meses. Como se esperaba, dichos incrementos directos fueron reforzados por la activación de mecanismos de indexación en diversos rubros de la canasta del consumidor y, eventualmente, por presiones alcistas derivadas del incremento del salario mínimo y otros salarios a tasas significativamente superiores a la meta del 3,0%. Tanto los choques climáticos como el de la depreciación han sido más fuertes y prolongados que los anticipados por el equipo técnico del Banco y por los analistas del mercado, y la inflación observada ha superado los pronósticos efectuados a comienzos de año.

Así, la inflación anual al consumidor se situó en junio en 8,60%, y aumentó 183 pb frente al registro de diciembre (6,77%) (Gráfico 16). De igual manera, la inflación básica, la cual descuenta los cambios en precios asociados con choques de oferta, como los producidos por el fenómeno de El Niño, también aumentó de manera

significativa, aunque su nivel es menor al de la inflación total. Para el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República su valor en junio fue de 6,52% frente al 5,43% de diciembre de 2015. Los cuatro indicadores presentaron aumentos de importancia durante el primer trimestre de este año, y durante el segundo trimestre moderaron sus ajustes (Cuadro 3). El rango en el que se situaron en junio los diversos indicadores va de 6,20% (IPC sin alimentos ni regulados) a 6,82% (el IPC núcleo 20).

Cerca del 57% de la aceleración de la inflación anual al consumidor en el primer semestre se concentró en los precios de los alimentos, tanto en los perecederos como en los procesados. Los primeros fueron los productos más afectados por las adversas condiciones

Gráfico 16
Inflación total al consumidor e inflación básica



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Cuadro 3
Indicadores de inflación anual al consumidor
(porcentaje)

Descripción	Ponderación	Dic-15	Mar-16	Abr-16	May-16	Jun-16
Total	100	6,77	7,98	7,93	8,20	8,60
Sin alimentos	71,79	5,17	6,20	6,02	6,07	6,31
Transables	26	7,09	7,38	7,57	7,88	7,90
No transables	30,52	4,21	4,83	5,00	4,78	4,97
Regulados	15,26	4,28	7,24	5,78	6,00	6,71
Alimentos	28,21	10,85	12,35	12,63	13,46	14,28
Perecederos	3,88	26,03	27,09	28,62	33,44	34,94
Procesados	16,26	9,62	10,83	10,89	11,04	12,09
Comidas fuera del hogar	8,07	5,95	7,53	7,53	7,92	8,11
Indicadores de inflación básica						
Sin alimentos		5,17	6,20	6,02	6,07	6,31
Núcleo 20		5,22	6,48	6,69	6,55	6,82
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos		5,93	6,57	6,72	6,61	6,77
Inflación sin alimentos ni regulados		5,42	5,91	6,08	6,08	6,20
Promedio de todos los indicadores de inflación básica		5,43	6,29	6,38	6,33	6,52

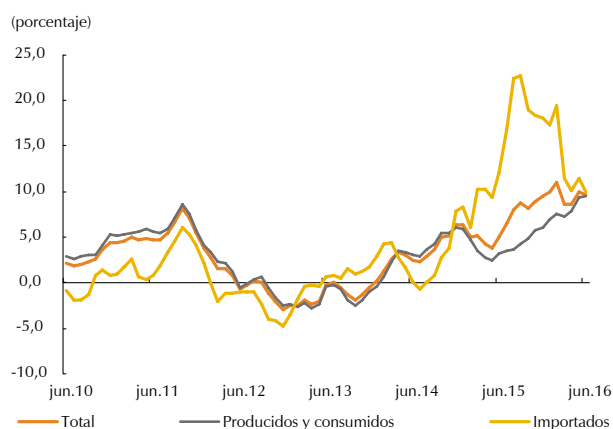
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

climáticas y, recientemente, por otros choques de oferta, como los relacionados con el paro camionero. En el caso de los procesados, una fuente importante de presiones alcistas ha sido la depreciación acumulada del peso. El segundo componente del IPC que más ha impulsado la inflación es el de los servicios regulados, el cual también ha resultado impactado por el evento de El Niño, así como por restricciones de oferta y por la depreciación del peso.

No obstante, las alzas de precios continuaron siendo generalizadas, afectando además el IPC de los bienes y servicios transables y a un amplio conjunto de bienes y servicios no transables, también debido a la depreciación acumulada del peso, tal y como venía sucediendo desde el año pasado. Asimismo, desde comienzos de año, y hasta bien entrado el primer semestre, se observaron reajustes crecientes en los precios de un importante conjunto de servicios no transables, que puede atribuirse a la activación de los mecanismos de indexación, dado el relativamente alto nivel en que terminó la inflación el año pasado.

También, es probable que las alzas en estos y otros precios guarden relación con los incrementos de los costos tanto laborales como no laborales. En el primer caso, como se sabe, el salario mínimo que cobija a un amplio segmento de los asalariados en el país se ajustó este año al 7,0%. Otros salarios, como el de industria y comercio, parecen estar siguiendo esta dinámica y presentan ajustes entre 6,6% y 7,0%, según la información disponible. La excepción serían los salarios de la construcción, que mantienen ajustes relativamente bajos (entre 3,8% y 5,4%) y más acordes con la meta de la JDBR de 3,0%. Con respecto a los costos no laborales, el índice de precios al productor (IPP) se ha ajustado a

Gráfico 17
IPP por procedencia
(variación anual)



Fuente: DANE.

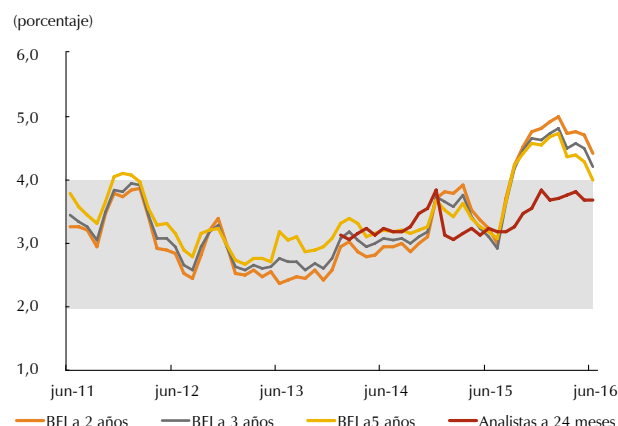
tasas anuales altas durante todo el semestre, donde junio ha presentado una variación anual de 9,64%. Esto significa que los costos para los bienes de la canasta del consumidor están creciendo a tasas por encima de la meta de la JDBR (Gráfico 17).

La desaceleración de la demanda interna desde finales de 2013, con un crecimiento de 1,3% en marzo de 2016, indica que no existen presiones inflacionarias originadas por esta variable. Las estimaciones de la brecha del producto indican que esta se habría encontrado en terreno ligeramente negativo a lo largo del semestre o, en otras palabras, que en este período podrían haberse presentado algunos excesos de capacidad productiva. Esto, después de tener en cuenta

que el crecimiento potencial o no inflacionario de la economía, junto con el ingreso nacional, deben haber descendido como resultado del fuerte choque a los términos de intercambio sufrido desde mediados de 2014.

Dado el rezago con el que opera la política monetaria, el principal efecto que ha tenido el ajuste a las tasas de interés de intervención del Banco de la República a la fecha ha sido sobre las expectativas de inflación de mediano y largo plazos, las cuales dejaron de aumentar desde hace varios meses, situándose un poco por encima del 4,0% y mostrando incluso algunas disminuciones en semanas recientes, a pesar de que la inflación continuó aumentando. Esta conclusión se desprende del análisis de la medición obtenida a partir de los TES. En este caso, las expectativas a dos, tres y cinco años se encontraban en junio en 4,47%, 4,26% y 4,07%, respectivamente. Asimismo, las expectativas a dos años de la encuesta mensual a analistas, efectuada por el Banco de la República, se situaban en 3,68% (Gráfico 18). Por su parte, la encuesta trimestral recogida a comienzos de julio muestra un resultado a dos de años de 5,40%.

Gráfico 18
Expectativas de inflación a dos años y más



Nota: las BEI (*break even inflation* por sus siglas en inglés) se derivan de los TES con la metodología Nelson y Siegel, y corresponden al promedio mensual de datos diarios. Las expectativas de analistas a 24 meses, corresponden a los pronósticos de bancos y comisionistas de bolsa de la encuesta mensual de expectativas del Banco de la República.
Fuente: Banco de la República.

Al analizar las principales subcanastas, algo menos de la mitad de la aceleración de la variación anual del IPC de alimentos se concentró en los productos perecederos, los cuales acumularon un año y medio de incrementos casi continuos, y alcanzaron niveles históricamente altos hacia junio. Estos aumentos están asociados, sobre todo, con el fenómeno de El Niño de intensidad fuerte que golpeó al país desde el segundo semestre del año pasado y hasta comienzos del segundo trimestre de 2016. Esto restringió la oferta de alimentos primarios, al ocasionar reducciones en la productividad agropecuaria y en el aplazamiento de las decisiones de producción o siembra.

Cerca del 57% de la aceleración de la inflación anual en el primer semestre se concentró en los alimentos.

Los precios más afectados por El Niño han sido los de los tubérculos y los de varias hortalizas, legumbres y frutas, que aunque tienen una ponderación relativamente baja en la canasta del consumidor (3,9%), registra aumentos anuales considerables (algunos de ellos incluso superaron el 65,0%, como en el caso de la papa), con lo cual el impacto sobre la inflación ha sido agudo. Impactos menores, pero significativos, también se han registrado en los lácteos. En general, las alzas asociadas con el clima han sido más fuertes y prolongadas que las anticipadas por el equipo técnico del Banco de la República. En parte, por ello, los pronósticos de este componente del IPC aumentaron para lo que resta del año, como se explicará más adelante.

Además del fenómeno de El Niño, los precios de los alimentos han resultado afectados por otros acontecimientos. En primer lugar, por la depreciación del peso, la cual a junio conllevaba alzas anuales en los alimentos de origen importado, como cereales y aceites, de entre 8,0% y 20,0%, a pesar de que los precios internacionales han exhibido una gran estabilidad desde comienzos de 2015 hasta lo observado en 2016. En segundo lugar, durante el segundo semestre se han hecho evidentes alzas importantes en el precio de la carne de res, las cuales no estaban plenamente contempladas en las proyecciones. Estas se explican porque la ganadería colombiana estaría entrando en una fase de retención durante la cual se reducen los sacrificios para restablecer el hato, lo que frena el crecimiento de la oferta. En tercer lugar, el aumento del salario mínimo, junto con las alzas en los precios de los alimentos y de los servicios públicos, han presionado el segmento de comidas fuera del hogar, el cual pasó de registrar una variación anual de 5,95% en diciembre a 8,11% en junio. Este rubro representa el 8,1% en la canasta del IPC.

La aceleración de la inflación al consumidor en el primer semestre fue igualmente producto de los incrementos en las variaciones anuales de las otras tres subcastas en las que el Banco de la República descompone el IPC para su análisis: regulados, transables sin alimentos ni regulados y no transables sin alimentos ni regulados. En regulados el fenómeno de El Niño, como se esperaba, y el cierre temporal de la hidroeléctrica de Guatapé, condujeron a alzas en la tarifas de gas natural y energía. A esto se suman presiones que en estos rubros produce la depreciación acumulada del peso. En el caso de energía, sin embargo, la política de ahorro impulsada por el gobierno nacional mediante estímulos tarifarios permitió reducir esporádicamente estos precios en Bogotá y otras ciudades.

La depreciación acumulada del peso ha permeado un amplio conjunto de precios, más allá de los bienes transables.

Para el caso de transables y no transables, la depreciación ha seguido siendo una fuente importante de presiones alcistas. Rubros transables como vehículos, electrodomésticos, aparatos electrónicos y de comunicación, y medicinas, entre otros, han estado entre los más afectados. Cabe señalar que la respuesta de los precios al consumidor al tipo de cambio no ha sido muy diferente de la prevista, denotando una magnitud de traspaso que ha sido alta frente a los casos de depreciación de 2006 y 2008-2009, pero relativamente baja si se compara con lo que se observa en otros países. De todas maneras, la magnitud de la depreciación acumulada desde mediados de 2014 (del 61,0% para el tipo de cambio bilateral y del 43,3% para

Algunos mecanismos de indexación en varios rubros del IPC reforzaron los efectos alcistas de otros choques sobre la inflación.

el multilateral) ha implicado un aumento de precios de transables de importancia, que ha contribuido a acelerar la inflación anual en lo transcurrido del año.

Por último, los precios al consumidor en Colombia, en especial los de los servicios no transables, habrían sido afectados por los efectos de segunda ronda derivados de los choques de oferta, de la depreciación y de los aumentos de los salarios por encima de la inflación. Esto se ha visto más claramente en servicios como los de educación y de salud, que se ajustaban a junio a una tasa anual superior al 6,0%, cuando en diciembre lo hacían alrededor del 5,0%. En la medida en que estos ítems están indexados a la inflación pasada o al salario mínimo, las alzas se concentraron a comienzos de año. Por otra parte, los arriendos, el rubro de mayor peso en la canasta (18,6%) y que tienen mecanismos explícitos de indexación, moderaron un poco el ritmo de ajuste en el primer trimestre, aunque en el segundo esta tendencia se revirtió parcialmente.

2. Perspectivas para el resto de 2016

En los últimos meses se han hecho presentes diversos choques de oferta (paro camionero, ciclo de retención ganadera, un posible fenómeno de La Niña) que se suman a los que desde hace varios trimestres venían afectando los precios al consumidor y que generan riesgos de presiones alcistas sobre la inflación en la segunda mitad del año. Ahora bien, los efectos directos de los choques que han afectado la inflación al consumidor en Colombia en el último año deben empezar a desvanecerse en la segunda mitad de 2016. En la medida en que el fenómeno de El Niño terminó en el segundo trimestre y los niveles de precipitaciones han aumentado, la oferta agropecuaria debe tender a normalizarse. Este es un proceso que tarda algunos meses mientras se recupera el área de siembra y salen las cosechas de productos de ciclo corto, lo cual debe suceder, como es usual, a partir de finales del tercer trimestre.

De esta manera, se espera que los precios de varios alimentos no procesados, como la papa, las hortalizas, las verduras y varias frutas, junto con otros semiprocesados, como los lácteos, comiencen a descender o frenen sus alzas entre junio y septiembre de este año. Además, estas nuevas bajas deberían hacerse más marcadas hacia el cuarto trimestre, reduciendo, de esta manera, una parte sustancial de las presiones alcistas que hasta ahora ha enfrentado la inflación al consumidor.

En meses recientes ha aumentado de manera importante la probabilidad de que se presente un fenómeno de La Niña (opuesto al de El Niño, en la medida en que suelen presentarse precipitaciones por encima de lo normal). Si este fenómeno se llega a materializar, sus efectos empezarían a sentirse en el país en el cuarto trimestre de este año y su impacto se extendería durante la primera mitad del próximo. Aunque en el pasado este fenómeno ha tenido un impacto bajo sobre la inflación al consumidor, siempre existe el riesgo de que las alteraciones en los patrones climáticos incidan adversamente en la producción agropecuaria del país, alterando los precios, sobre todo si su intensidad es fuerte.

En la medida en que el nivel de lluvias ha aumentado, la oferta agropecuaria debe tender a normalizarse.

Los efectos de la depreciación del peso sobre los precios también deberían disminuir gracias a la estabilidad de la tasa de cambio en los últimos meses.

La depreciación del peso, el otro fenómeno que más impacto directo ha tenido sobre la inflación, también debería tender a disminuir su influencia en la formación de precios durante el transcurso del segundo semestre de 2016, siempre y cuando el tipo de cambio mantenga una relativa estabilidad, como ha sucedido desde marzo de este año. No obstante, no se puede descartar que fenómenos como el *brexit* aumenten la volatilidad en el mercado cambiario en los próximos meses. Por otro lado, la depreciación acumulada sigue siendo importante (entre mediados de 2014 y junio ha sido de alrededor del 60,0%) y, dado el rezago con que ella se transmite a los precios al consumidor, cabe esperar para los próximos meses aumentos adicionales de la variación anual de varias subcanastas del IPC afectadas por este fenómeno (especialmente la de transables).

Si bien se espera que los choques directos sobre precios pierdan protagonismo en lo que resta del año, la inflación al consumidor en Colombia podría seguir recibiendo los efectos de segunda ronda de estos fenómenos más allá de 2016. Lo anterior, debido a que los costos laborales se están incrementando a tasas cercanas al 7,0% en varios casos, al conjunto importante de precios que aún se fijan teniendo en cuenta la inflación pasada y a que las expectativas de inflación a varios horizontes se encuentran por encima de la meta del Banco, pese a que, como ya se mencionó, en varios casos han dejado de aumentar e incluso recientemente han presentado algunas reducciones.

El aumento de las tasas de interés de intervención desde septiembre del año pasado debe continuar induciendo una moderación en estos efectos de segunda ronda durante la segunda mitad del año, aunque su efecto más importante se debería sentir en 2017. Cabe señalar que los cambios de postura en la política monetaria impactan con rezago la inflación al consumidor. Es de esperar que los aumentos de la tasa de política ayuden a completar la convergencia de las expectativas de inflación a su meta. Asimismo, deben ayudar a moderar el crecimiento de la demanda, acorde con el choque que afectó al ingreso nacional como resultado de la caída permanente de los términos de intercambio. Ambos fenómenos deberán disminuir el papel de los mecanismos de indexación a comienzos del próximo año, al disuadir a formadores de precios y salarios de fijarlos con base en la inflación pasada.

De esta manera, los pronósticos del equipo técnico del Banco de la República indican que la inflación anual al consumidor alcanzaría un máximo entre junio y septiembre de este año y que luego empezaría a declinar, en un comienzo gradualmente, y hacia finales de 2016 y sobre todo a comienzos de 2017 de manera acentuada. Durante la etapa inicial el descenso de la inflación deberá estar concentrado en los precios de los alimentos, en particular de los perecederos. Luego, cuando se registre el grueso del impacto de la política monetaria, la inflación anual declinará por cuenta de menores ajustes en los precios de transables y no transables (excluyendo alimentos). La inflación de regulados puede generar algunos sobresaltos en el IPC sin alimentos, pero sin marcar tendencia, con los ajustes de las tarifas de gas y energía, las cuales se reducirían desde los altos niveles actuales.

Según las proyecciones del Banco, la inflación sería inferior a 4,0% hacia finales de 2017.

Conviene advertir, sin embargo, que la senda actual de pronóstico ha aumentado, sobre todo para el segundo semestre de 2016, con respecto a la que se describió en el informe de comienzos de año, debido a que los choques sobre la inflación han sido más fuertes que los previstos, como ya se mencionó. La inflación total terminaría este año entre 6,0% y 7,0%, por debajo del nivel actual, y hacia finales de 2017 sería inferior al 4,0%. La inflación básica descendería más lentamente y no tanto este año como en 2017, y en especial hacia 2018, cuando se espera que converja al 3,0%.

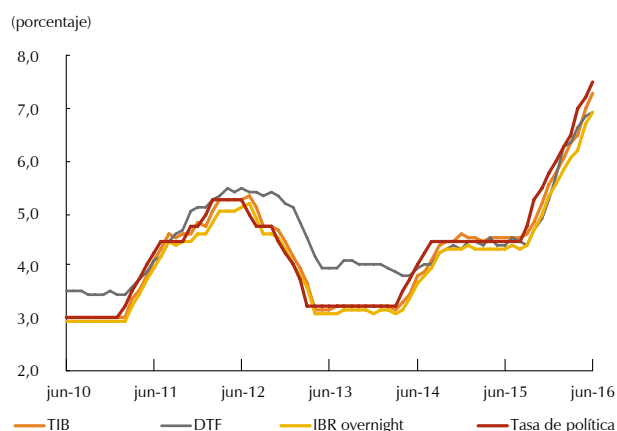
Como siempre, estos pronósticos están sujetos a riesgos al alza y a la baja. En los primeros se pueden citar aumentos en los precios internacionales de los alimentos o materias primas agrícolas que importa el país, algo de lo cual se ha visto en las últimas semanas. Igualmente, el ciclo de retención ganadera puede significar aumentos adicionales importantes en el precio de la carne de res, producto de alta ponderación en la canasta del consumidor, e indirectamente en sus sustitutos cercanos. Esta circunstancia no está contemplada plenamente en los pronósticos. A la fecha tampoco se puede descartar una reanudación de la depreciación dado el aumento de la incertidumbre global por diversos acontecimientos recientes; ello podría generar alzas en precios adicionales a las previstas. Respecto a los riesgos a la baja, quizá el más importante sea un desempeño económico más débil que el pronosticado, dados los problemas que enfrenta la economía global, principalmente.

D. TASAS DE INTERÉS Y SECTOR FINANCIERO

1. Comportamiento de las tasas de interés durante lo corrido de 2016

a. Tasas de interés bancarias

Gráfico 19
Tasa de interés de intervención del Banco de la República, IBR *overnight*, tasa interbancaria (TIB) y DTF^{a/}



a/ La tasa de política corresponde a la establecida por la JDBR en la reunión del mes; las demás tasas corresponden a las promedios del mes (ponderadas por monto).
Fuente: Banco de la República; cálculos con información de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Como ya se mencionó, en septiembre de 2015 la JDBR inició un período de incrementos en la tasa de interés de referencia desde un nivel de 4,50%, hasta situarla en 7,50% a finales de junio de 2016 y en 7,75% en su reunión de julio. De esos incrementos 175 puntos básicos (pb) se realizaron en el primer semestre del presente año: 50 pb en la reunión de abril y los restantes cinco aumentos de a 25 pb cada uno. Las tasas de interés de mercado a un día (indicador bancario de referencia: IBR y tasa interbancaria a un día: TIB), que son el primer paso en la cadena de transmisión de la política monetaria a las demás tasas de la economía, han aumentado en la misma magnitud de la tasa de referencia (Gráfico 19).

La transmisión de los incrementos en la tasa de interés de referencia a las tasas de captación (tasas pasivas) y

Entre septiembre de 2015 y julio de 2016 el Banco incrementó la tasa de referencia de 4,5% a 7,75%.

a las tasas de los créditos (tasas activas o de colocación) también se ha observado. Para las primeras, los aumentos han sido similares al de la tasa de política, con mayores alzas para los plazos más largos. En las tasas activas, las de los créditos a las empresas han reaccionado más que las de los préstamos a los hogares⁴ (Cuadro 4).

Los incrementos en la tasa de interés de referencia ocurrieron en un momento en el que las entidades de crédito requerían depósitos estables y a largo plazo para financiar la cartera. En efecto, el retiro de los depósitos del sector público del sistema financiero hacia la cuenta única nacional (CUN)⁵, en el segundo semestre de 2015, generó la necesidad en las entidades de crédito de remplazar este pasivo. Al tiempo, estas entidades tenían bajos niveles de inversiones disponibles para liquidar y usarlas como fuente de financiamiento. Por el lado de la oferta de depósitos, el costo del fondeo externo era alto y, además, los ahorradores nacionales tenían incentivos para exigir mayores rendimientos, dado el aumento de las expectativas de inflación y por las perspectivas de depreciación del peso. Todos estos hechos de oferta y demanda contribuyeron para que los aumentos en la tasa de política se transmitieran de forma plena a las tasas de captación.

En cuanto a las tasas de interés de colocación, el aumento del costo de los créditos en moneda extranjera por cuenta de la depreciación del peso y de las mayores primas de riesgo país, en comparación con lo observado en años anteriores, así como la volatilidad del tipo de cambio, entre otros, han incentivado la demanda por crédito en pesos por parte de las empresas, presionando al alza las tasas de interés de esta modalidad.

En lo corrido de 2016 las tasas de interés reales se incrementaron. La metodología tradicional para calcular las tasas de interés reales es descontar la inflación esperada⁶ (tasas *ex ante*). En este caso, las tasas reales tanto de los hogares como las comerciales aumentaron más de 140 pb, y para estas últimas se ubican por encima de su promedio histórico (calculado desde septiembre de 2003). Otro método consiste en descontar alguna medida de la inflación observada (tasas *ex post*). Si se utiliza la inflación total al consumidor, las tasas de los créditos a las empresas también han subido en lo corrido del año, mientras que las de los hogares han disminuido cerca de 50 pb (Gráfico 20).

La transmisión a las tasas de interés de los depósitos y de los préstamos ha sido plena.

4 Entre septiembre de 2015 y junio de 2016 las tasas de los créditos ordinarios aumentaron 317 pb, las de los créditos preferenciales 390 pb y las de los de tesorería 354 pb, mientras que las de los créditos de consumo subieron 226 pb, las de los créditos hipotecarios 167 pb y las de tarjetas de crédito 222 pb. En lo corrido del año a junio las tasas de los créditos ordinarios aumentaron 237 pb, las de los créditos preferenciales 232 pb y las de los de tesorería 239 pb, en tanto que las de los créditos de consumo subieron 149 pb, las de los créditos hipotecarios 123 pb y las de tarjetas de crédito 146 pb.

5 En dicha cuenta los excedentes de liquidez de las entidades públicas de orden nacional, que antes mantenían en diferentes vehículos de ahorro e inversión en los establecimientos de crédito, pasaron a depositarse en el Banco de la República y a administrarse por la Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional (DGCPTN). Para más detalles, véase el recuadro 3 del *Reporte de Estabilidad Financiera* de septiembre de 2015.

6 Se utiliza un promedio mensual de cinco medidas de expectativas de inflación a diferentes horizontes: encuesta mensual a analistas y encuesta trimestral a un año, *break even inflation* (BEI) a dos años y tres años, y *forward* BEI de dos a tres años.

Cuadro 4
Principales tasas de interés nominales del sistema financiero
(porcentaje)

Fecha	Tasa de política ^{a/}	Tasas pasivas ^{b/}		Tasas activas ^{b/}			Tasas activas ^{b/}			Total activas ^{e/}
		DTF	CDT	Consumo	Hogares Hipotecario ^{c/}	Tarjeta de crédito ^{d/}	Ordinario	Comercial Preferencial	Tesorería	
Dic-13	3,25	4,06	4,40	17,63	10,77	28,90	10,24	7,03	6,88	9,96
Ene-14	3,25	4,03	4,46	18,22	10,90	28,45	10,75	7,01	7,07	11,06
Feb-14	3,25	3,97	4,39	17,68	10,94	28,08	10,26	7,02	6,97	10,64
Mar-14	3,25	3,89	4,35	17,45	10,97	27,89	10,49	7,00	7,11	10,58
Abr-14	3,50	3,81	4,18	17,19	11,10	27,82	10,50	6,88	6,83	10,57
May-14	3,75	3,79	4,30	17,23	11,14	28,24	10,48	6,96	6,95	10,61
Jun-14	4,00	3,94	4,34	17,41	11,24	27,98	10,46	7,00	6,93	10,41
Jul-14	4,25	4,06	4,48	17,23	11,31	27,91	10,82	7,41	7,28	11,39
Ago-14	4,50	4,04	4,60	17,10	11,30	27,39	10,74	7,34	7,73	11,15
Sep-14	4,50	4,26	4,65	17,28	11,08	27,34	10,93	7,38	7,59	11,34
Oct-14	4,50	4,33	4,69	17,06	11,21	27,01	10,99	7,57	7,50	11,14
Nov-14	4,50	4,36	4,69	17,08	11,05	27,15	10,91	7,58	7,44	10,97
Dic-14	4,50	4,34	4,59	16,70	11,09	27,71	10,60	7,77	7,37	10,55
Ene-15	4,50	4,47	4,85	17,75	11,03	27,49	11,19	7,81	7,43	11,71
Feb-15	4,50	4,45	4,88	17,36	11,09	27,18	10,76	7,43	7,94	11,13
Mar-15	4,50	4,41	4,75	17,40	11,09	26,87	11,18	7,73	8,33	11,33
Abr-15	4,50	4,51	4,90	17,24	11,05	26,98	11,07	7,81	8,17	10,95
May-15	4,50	4,42	4,93	17,16	11,16	27,73	11,07	7,70	8,40	11,51
Jun-15	4,50	4,40	4,75	17,17	11,09	27,75	11,08	7,55	8,17	10,98
Jul-15	4,50	4,52	4,83	16,85	10,93	27,56	11,08	8,04	8,41	11,64
Ago-15	4,50	4,47	5,38	16,84	10,90	27,13	10,82	7,76	8,50	10,84
Sep-15	4,75	4,41	5,14	16,88	10,82	27,22	11,14	7,82	8,57	11,23
Oct-15	5,25	4,72	5,66	17,27	10,99	27,71	11,07	8,06	8,84	11,61
Nov-15	5,50	4,92	5,85	17,60	11,16	27,94	11,52	8,72	9,14	12,15
Dic-15	5,75	5,24	6,05	17,64	11,26	27,98	11,94	9,40	9,71	12,33
Ene-16	6,00	5,74	6,46	18,63	11,62	28,34	12,65	9,55	10,27	12,93
Feb-16	6,25	6,25	7,07	18,45	11,87	28,14	12,61	10,70	10,63	13,33
Mar-16	6,50	6,35	7,46	18,49	11,99	28,28	13,55	10,67	11,43	13,91
Abr-16	7,00	6,65	7,64	18,73	12,19	29,24	14,25	11,43	11,80	14,77
May-16	7,25	6,83	7,76	19,01	12,43	29,46	14,29	11,44	12,11	14,82
Jun-16	7,50	6,91	7,86	19,14	12,49	29,44	14,31	11,71	12,10	14,77

a/ Se considera la fecha de la reunión de la JDBR.

b/ Promedio mensual

c/ Corresponde al promedio ponderado por monto de la tasa de los desembolsos en pesos y en UVR para adquisición de vivienda no VIS. Antes de realizar el promedio ponderado a la tasa de los créditos en UVR se le sumó la variación anual de la UVR.

d/ No incluye consumos a un mes ni avances.

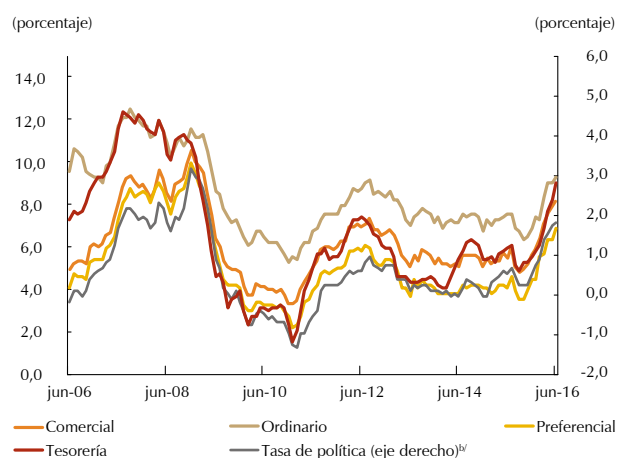
e/ Corresponde al promedio ponderado por monto de los créditos de consumo, ordinario, preferencial y tesorería. La ponderación del crédito de tesorería corresponde a un quinto de su desembolso semanal.

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

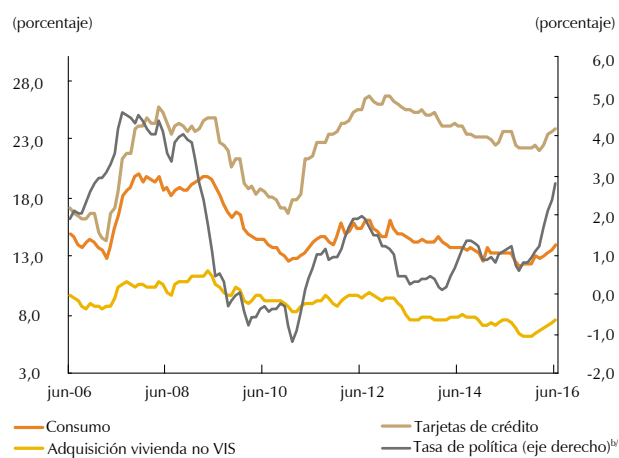
Gráfico 20
Tasas de interés reales de los créditos

A. Tasas de interés *ex ante*^{a/}

i. Créditos a las empresas

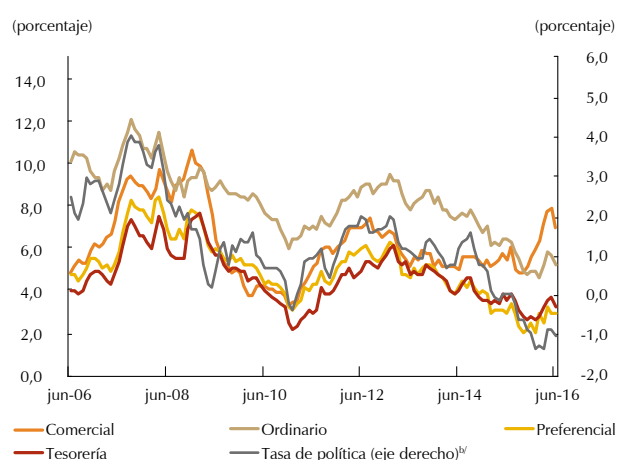


ii. Créditos a los hogares

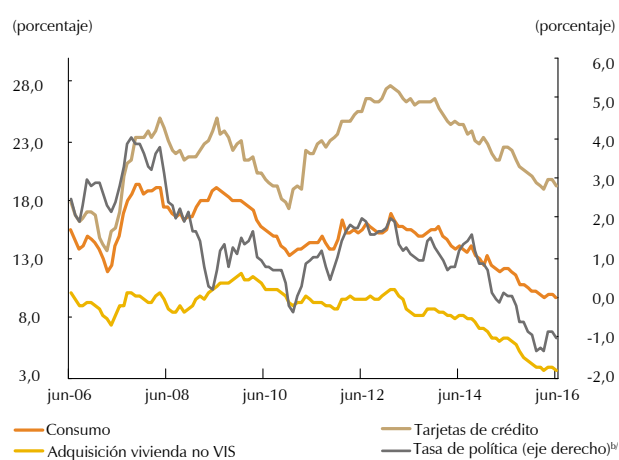


B. Tasas de interés *ex post*^{c/}

i. Créditos a las empresas



ii. Créditos a los hogares



a/ Se utiliza el promedio de varias medidas de expectativas de inflación como deflactor (a un año obtenida de la encuesta mensual a analistas financieros; a un año obtenida de la encuesta trimestral de expectativas económicas; las BEI a dos y tres años, y la *forward* BEI de dos y tres años).

b/ La tasa de política corresponde a la establecida por la JDBR en la reunión del mes; las demás tasas corresponden a las promedios del mes (ponderadas por monto).

c/ Se utiliza el IPC total como deflactor.

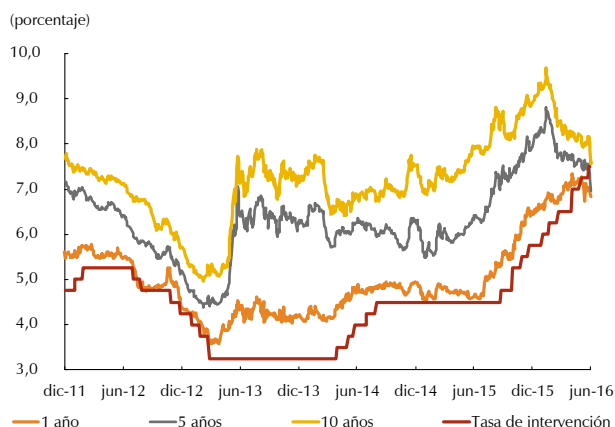
Fuente: Banco de la República; cálculos con información de la Superintendencia Financiera de Colombia.

b. Mercado de deuda pública

Durante el primer semestre de 2016 los precios de los títulos de corto plazo emitidos por el Gobierno (TES)⁷ continuaron disminuyendo, influenciados, en especial,

7 Entre el precio de un TES y su tasa de interés de mercado hay una relación inversa. Por ejemplo, si un título promete pagar a su vencimiento COP110 y su precio de mercado es COP100, entonces su tasa de interés es de 10%. Si el precio de mercado del mismo título sube a COP105, entonces su tasa baja ($4,8\% = (110/105) - 1$) porque al final se seguirá recibiendo los mismos COP110.

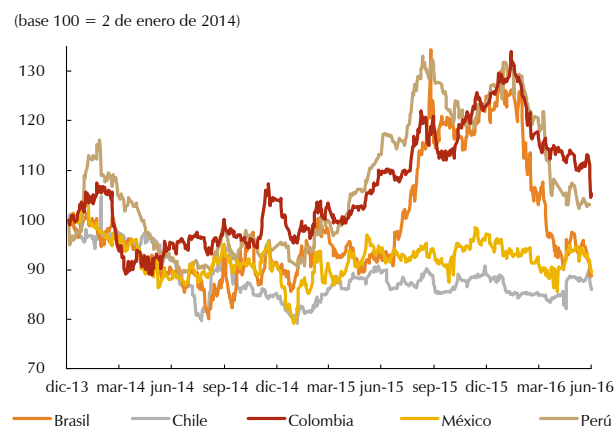
Gráfico 21
Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de intervención del Banco de la República



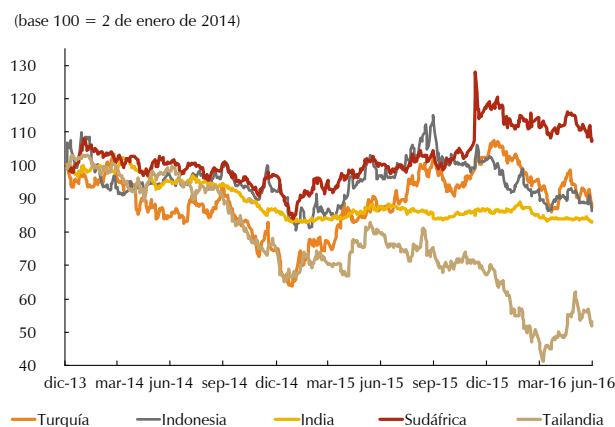
Fuentes: SEN y MEC; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 22
Índices de las tasas cero cupón a 10 años, Latinoamérica y otros emergentes

A. Latinoamérica



B. Otros países emergentes



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

por el aumento de la tasa de política monetaria. Por su parte, en el transcurso del mismo período los precios de los TES de mediano y largo plazos mostraron dos tendencias: la primera, de desvalorizaciones hasta mediados de febrero, y la segunda, de valorizaciones durante el resto del semestre, que compensaron con creces los movimientos previos (Gráfico 21).

El comportamiento de los TES de mediano y largo plazos estuvo acorde con el de otros bonos soberanos de la región de similar vencimiento (Brasil y Perú), y desde mediados de febrero, con el de los bonos soberanos de otras economías emergentes (Gráfico 22).

El período inicial en el que perdieron valor los bonos de la región estuvo relacionado principalmente con el descenso de los precios de las materias primas, en particular del petróleo y algunos metales. A esto se sumaron las preocupaciones con respecto al débil crecimiento mundial. Adicional a estos factores, las desvalorizaciones de los TES estuvieron influenciadas por factores locales, como las mayores expectativas de inflación y la incertidumbre en torno al panorama fiscal colombiano ante los menores ingresos asociados con el sector petrolero.

Como se mencionó, las valorizaciones registradas desde mediados de febrero superaron las caídas que los precios habían presentado a principios del año. Estas se explican en especial por las menores primas de riesgo hacia los países de la región ante la recuperación de los precios de algunos bienes básicos, los estímulos económicos anunciados por Europa y China y, en la última semana de junio, por las expectativas de medidas adicionales por parte de los bancos centrales de países desarrollados ante los resultados del referendo en el Reino Unido. Además, acorde con la menor prima de riesgo hacia Colombia, aumentaron las posiciones de los inversionistas extranjeros en TES⁸.

8 En lo corrido de 2016 (con datos hasta el 30 de junio) la posición de los inversionistas extranjeros ha aumentado COP7.257 mm (en el mercado de *forwards* el saldo pasó de COP1,26 billones a COP0,58 billones y en el mercado *spot* pasó de COP36,5 billones a COP44,7 billones).

En lo corrido de 2016 el mercado de TES ha recuperado dinamismo frente al final del año pasado.

La tendencia de incrementos en el precio de los títulos estuvo interrumpida en algunas jornadas posiblemente ante eventos como la revisión, que pasó a negativa, de la perspectiva (*outlook*) de la deuda soberana de Colombia por parte de la agencia Standard and Poor's⁹, el déficit de la balanza comercial conocido en mayo¹⁰ y la realización de un canje de TES con la DGCNTP, lo que implicó una mayor oferta en el tramo largo de la curva de los títulos en pesos, a cambio de una contracción en los denominados en UVR cercanos a su vencimiento¹¹. Se resalta que particularmente en mayo y junio las dinámicas de los bonos estuvieron influenciadas por los cambios en las expectativas en relación con la política monetaria de los Estados Unidos.

Por último, cabe mencionar que en lo corrido de 2016 el mercado ha recuperado dinamismo en comparación con lo observado a finales de 2015. No obstante, al comparar el monto promedio diario negociado del primer semestre, este fue inferior al observado el mismo período de 2015 (COP4,2 b vs. COP6,2 b).

2. Principales cuentas de los establecimientos de crédito¹²

Las medidas de política de las autoridades monetarias inciden en la evolución de los depósitos, la cartera y las inversiones del sistema financiero, los cuales constituyen los principales pasivos (depósitos) y los principales activos (cartera e inversiones) de los establecimientos de crédito. En esta sección se presentan los componentes más importantes del estado de situación financiera¹³ de los establecimientos de crédito (EC) y su evolución en lo corrido de 2016 hasta junio.

Durante el primer semestre del año se mantuvo la mayor demanda de depósitos (pasivos sujetos a encaje: PSE) por parte de los EC que se venía observando desde finales del año anterior. Los PSE, que por naturaleza constituyen el principal pasivo de los EC, registraron un saldo de COP376.029 mm, y una variación anual de COP34.455 mm (10,1%). Por su parte, las operaciones ne-

9 El 16 de febrero de 2016.

10 Por encima de lo esperado por el mercado.

11 Operación por COP3,2 b realizada el 17 de mayo. Este canje consistió en el intercambio de TES UVR con vencimiento en el año 2017 por TES denominados en pesos que vencen en los años 2020 y 2024. Se recibieron COP3.242 mm del TES UVR que vence el 17 de mayo del 2017 y se entregaron TES denominados en pesos que vencen el 24 de julio de 2020 y el 24 de julio de 2024 por COP1.740 mm y COP1.000 mm, respectivamente.

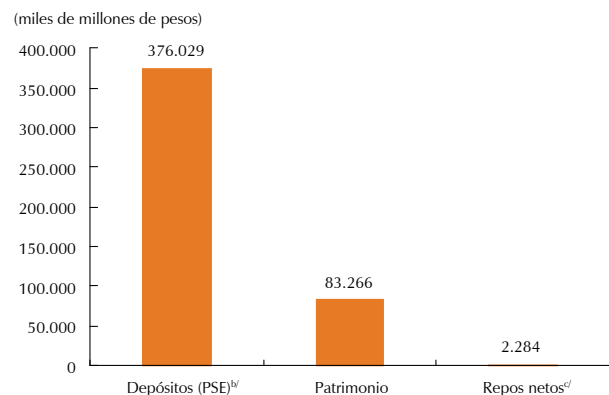
12 La información de los establecimientos de crédito de esta sección se obtiene del formato 281 de la Superintendencia Financiera de Colombia. Las cifras corresponden al viernes 1 de julio de 2016, mientras que las comparaciones anuales se realizan con respecto al viernes 3 de julio de 2015. Debido a que a partir del 1 de enero de 2015 los establecimientos de crédito reportan la información de sus cuentas de balance siguiendo las normas internacionales de información financiera (NIIF), se incluyen ajustes estadísticos para compensar los efectos por el cambio de metodología.

13 Con la implementación de las NIIF, el balance general ahora se denomina *estado de situación financiera*.

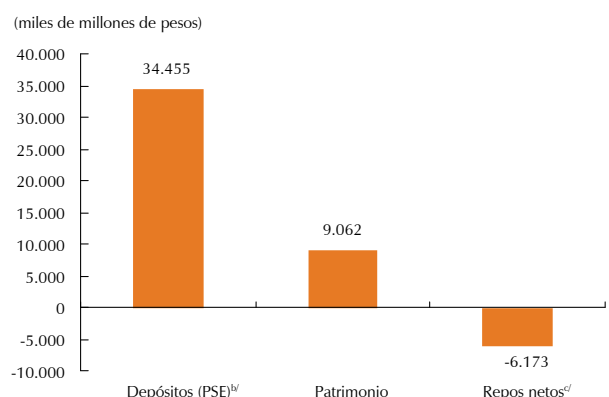
Las decisiones de política monetaria inciden en la evolución de los depósitos, la cartera y las inversiones de los establecimientos de crédito.

Gráfico 23
Repos netos, depósitos (PSE) y patrimonio de los establecimientos de crédito a junio de 2016^{a/}

A. Saldos



B. Variaciones anuales



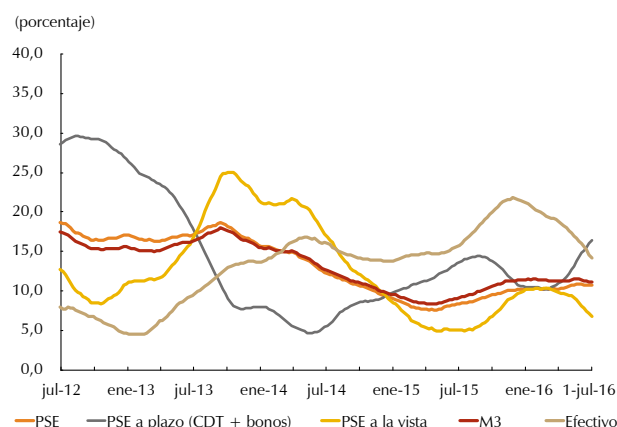
a/ Los saldos corresponden al viernes 1 de julio de 2016 y las variaciones anuales se calculan con respecto al viernes 3 de julio de 2015.

b/ Corresponden a depósitos (a la vista y a término) en los establecimientos de crédito.

c/ Netos de DRNCE.

Fuente: Banco de la República, cálculos con información de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Gráfico 24
Crecimiento anual del M3, del efectivo y de los pasivos sujetos a encaje (PSE) (total, a la vista y a plazo) (promedio móvil de 13 semanas)



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

tas de liquidez (repos con el Banco de la República) tuvieron un saldo de COP2.284 mm a finales de junio, con una variación anual negativa de COP6.173 mm (73,0%)¹⁴, y el patrimonio en COP83.266 mm, con una variación anual de COP9.602 mm (12,2%) (Gráfico 23).

A diferencia de lo observado en los últimos meses de 2015, en lo corrido del año a junio, los depósitos mostraron una recomposición en favor de los PSE a plazo, que tuvo como efecto un aumento en las tasas de interés de los CDT. En promedio, la tasa de crecimiento anual de este tipo de depósitos se incrementó y pasó de 10,2% a finales de 2015 a 19,4% en junio de 2016. Por el contrario, la variación nominal anual de los depósitos a la vista presentó una disminución (Gráfico 24).

Los PSE, junto con el efectivo, constituyen un agregado monetario amplio llamado M3, el cual representa el total los recursos de los que disponen los agentes en la economía para realizar sus pagos en pesos. El efectivo redujo su ritmo de crecimiento nominal anual desde tasas cercanas al 20% a inicios de 2016 a variaciones anuales del 13% en el período reciente. Esto originó un aumento anual del M3 de 10,1% en junio de 2016, menor en cerca de 158 pb frente al observado a finales de diciembre de 2015.

Con respecto a los rubros de activos, el principal componente lo constituye la cartera bruta en moneda legal, cuyo saldo ascendió a COP364.318 mm¹⁵ con un incremento anual de COP43.935 mm (13,7%) a finales de junio de 2016 (Gráfico 25). Esto representa una leve reducción en su ritmo de crecimiento, lo cual es coherente con el incremento en las tasas de interés de los préstamos, consecuencia de la actual postura de la política monetaria. Las inversiones netas en moneda

14 Véase el sombreado Base monetaria y el recuadro 2 “Suministro de la liquidez por parte del Banco de la República, 2008-2016”, en el presente *Informe*. Los datos de estas secciones están con corte al 30 de junio de 2016.

15 La serie de cartera se revisó para incluir ajustes por *leasing* operativo. Como consecuencia de la entrada en vigencia de las NIIF en 2015, una parte de este rubro se incluyó dentro de la cartera comercial.

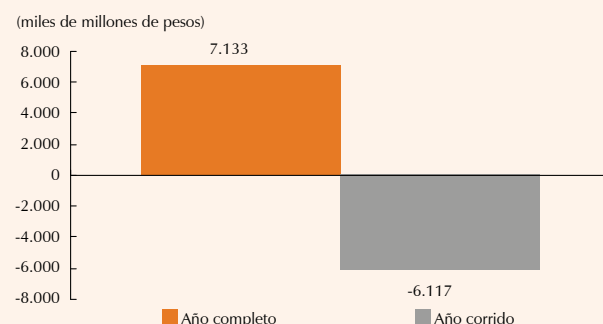
BASE MONETARIA

Al 30 de junio de 2016, el saldo de la base monetaria ascendió a COP76.402 mm y presentó un crecimiento nominal anual de 10,3%, equivalente a un aumento de COP7.133 mm. El crecimiento anual del efectivo fue de 10,5% (COP4.596 mm) y el de la reserva bancaria de 10,0% (COP2.537 mm).

En el primer semestre del año la base monetaria se redujo en COP6.117 mm. Este efecto contraccionista fue causado en especial por el aumento de los depósitos remunerados de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) en COP16.855 mm. Otros factores contraccionistas fueron la reducción de las operaciones monetarias de corto plazo del banco central con el sistema financiero por COP423 mm y ventas de divisas del Banco de la República en el mercado cambiario por COP781 mm. Lo anterior fue contrarrestado de manera parcial por las compras netas de TES por COP11.448 mm¹ y el efecto monetario de otros rubros, principalmente de gastos del Banco, por COP488 mm (Gráfico A, paneles 1 y 2).

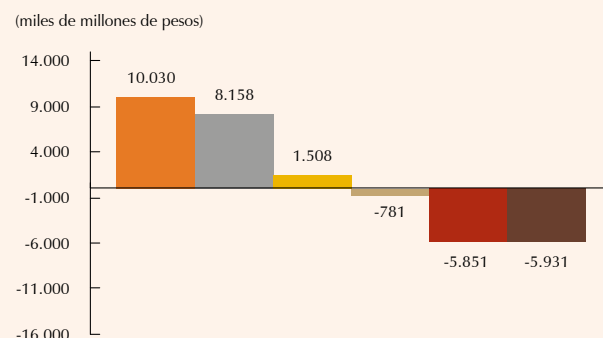
Gráfico A
Base monetaria al 30 de junio de 2016^{a/}

1. Variación anual de la base monetaria

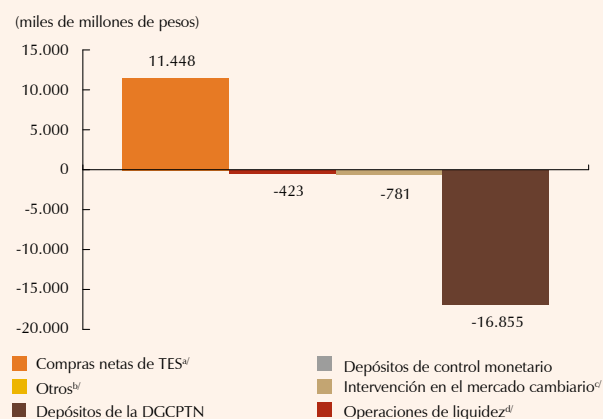


2. Origen de la base monetaria

i. Año completo



ii. Año corrido



a/ Es el resultado de las compras menos las ventas y vencimientos de estos títulos en poder del Banco de la República.

b/ Dentro de este rubro se incluye el efecto monetario del P y G del Banco de la República.

c/ Corresponde al ejercicio de las opciones call para desacumulación de reservas.

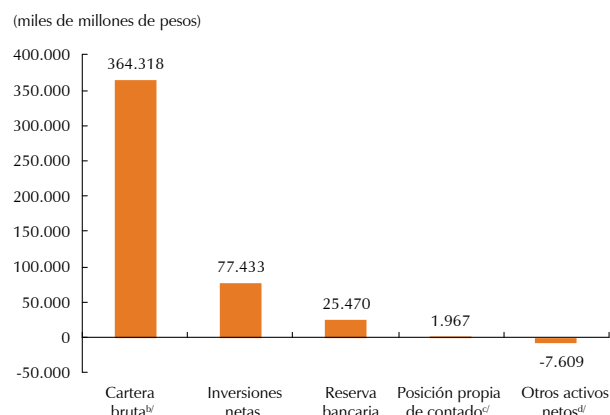
d/ Corresponde a las operaciones netas, es decir, considera los repos de expansión y el saldo de los DRNCE para todos los plazos.

Fuente: Banco de la República.

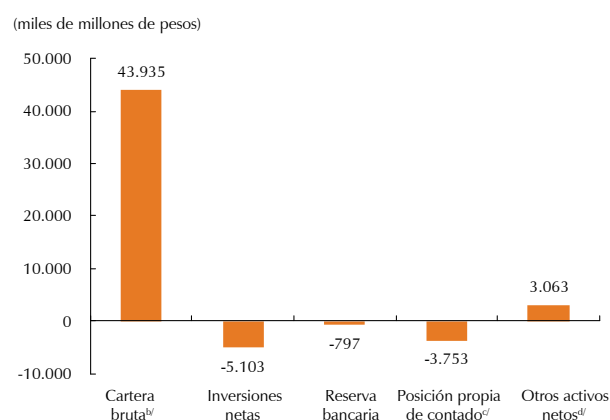
1 Incluye el efecto de los vencimientos de TES en poder del Banco de la República.

Gráfico 25
Principales activos de los establecimientos de crédito a
junio de 2016^{a/}

A. Saldos



B. Variaciones anuales



a/ Los saldos corresponden al viernes 1 de julio de 2016 y las variaciones anuales se calculan con respecto al viernes 3 de julio de 2015.

b/ No incluye titularizaciones de cartera hipotecaria ni operaciones relacionadas con venta de cartera para manejo a través de derechos fiduciarios. Parte de las primeras están registradas como inversiones y la segunda se registra como parte de los otros activos. Incluye ajustes estadísticos para compensar el efecto de la entrada en vigencia de las NIIF y, de esta manera, poder comparar las cifras actuales con las de los años anteriores.

d/ Neto de pasivos diferentes de repos netos de DRNCE y PSE.

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

legal, que son el segundo activo de mayor participación dentro del estado de situación financiera de los EC, presentaron un saldo de COP77.433 mm al cierre de mayo, lo que representó una disminución anual de COP5.103 mm (6,2%). Sin embargo, esta reducción se explica por el efecto contable de la reclasificación de inversiones en moneda legal a moneda extranjera¹⁶ (cerca de COP7.000 mm) y el vencimiento de TES en junio de 2016 (COP3.544 mm). A pesar de estos efectos, el saldo de las inversiones netas en moneda legal aumentó durante gran parte del primer semestre de 2016. Finalmente, la reserva bancaria tuvo una tasa de crecimiento anual de 3,0%, lo que significó un aumento de COP797 mm en su saldo.

Al incluir ajustes en las cifras de cartera de los EC para considerar las titularizaciones de créditos hipotecarios y ventas de cartera para manejo a través de derechos fiduciarios, la cartera bruta ajustada ascendió a COP368.772 mm, con un incremento nominal anual de COP42.507 (13,4%). Por modalidades, en lo corrido del primer semestre de 2016 la cartera de consumo se desaceleró, mientras que la hipotecaria mostró un leve aumento en su tasa de crecimiento. La comercial, que representa cerca del 60% del total de la cartera, mantuvo una variación anual cercana al 14% (Gráfico 26, panel A). Sin embargo, los datos observados más recientes sugieren una desaceleración en el margen en todas las modalidades, excepto la hipotecaria (Gráfico 26, panel B). En términos reales, debido al aumento en la inflación en lo corrido del año, se observó una disminución en el crecimiento anual de la cartera y sus modalidades (Gráfico 27).

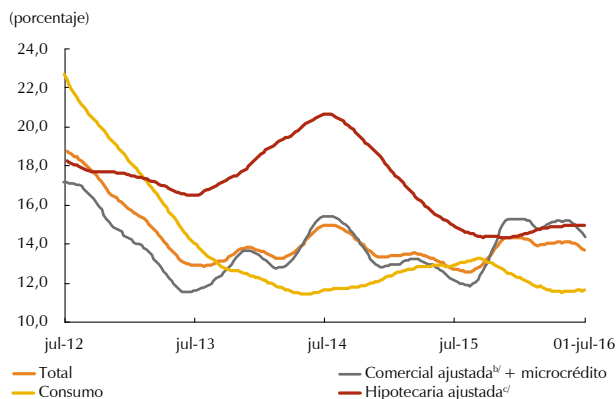
Por su parte, el monto en pesos de la cartera en moneda extranjera presentó una variación anual negativa de 9,4%, afectada por la depreciación anual del peso observada en junio de 2016. Al considerar los ajustes por el comportamiento del tipo de cambio, la cartera en moneda extranjera se redujo en 18,3% anual.

Finalmente, el nivel de apalancamiento, que corresponde a la razón entre activos y patrimonio, mostró un aumento en lo corrido del año, que obedeció a un

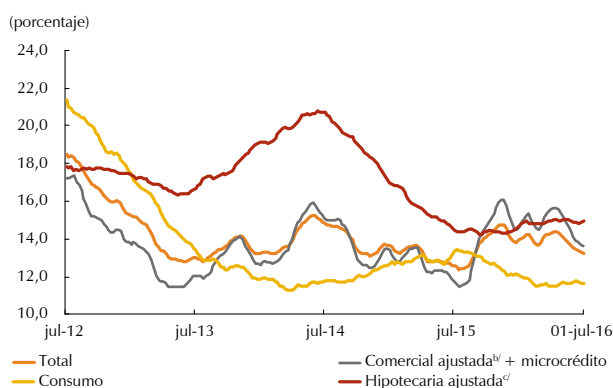
16 La reclasificación ocurrió como respuesta a ajustes de los estados financieros de los establecimientos con inversiones en el extranjero, derivados al adoptar las NIIF. La contabilización de esos rubros está regulada por la Circular Externa 034 de 2014 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Gráfico 26
Crecimiento anual de la cartera en moneda nacional por modalidad^{a/}

A. Promedio móvil de 13 semanas



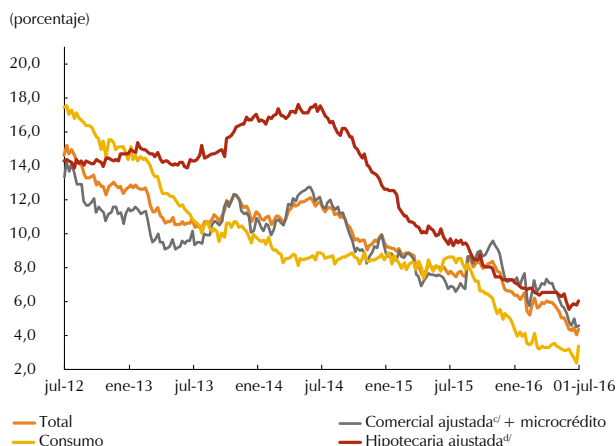
B. Promedio móvil de 4 semanas



a/ No incluye los préstamos a empleados.

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

Gráfico 27
Crecimiento anual real^{a/} de la cartera en moneda legal por modalidad^{b/}



a/ Se utiliza el IPC como deflactor.

b/ No incluye los préstamos a empleados.

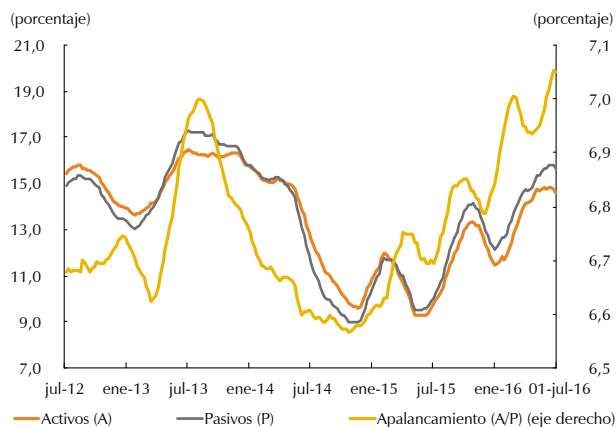
c/ Incluye ajustes por leasing operativo.

d/ Incluye titularizaciones de cartera hipotecaria.

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

incremento en el saldo de los activos, financiado en especial con un aumento en el total de los pasivos. De esta manera, los activos y pasivos presentaron variaciones nominales anuales de 13,4% y 13,6%, respectivamente (Gráfico 28).

Gráfico 28
Crecimiento anual de los activos y pasivos, y nivel de apalancamiento de los establecimientos de crédito (promedio móvil de 13 semanas)



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

3. Algunas medidas de riesgo del sistema financiero

A continuación se presenta la exposición a los riesgos de crédito y de fondeo de los EC, y se analiza el riesgo en el portafolio de TES. En abril de 2016 los indicadores de calidad por riesgo (ICR) y de calidad por mora (ICM) con castigos y sin castigos¹⁷ mostraron leves deterioros, aunque continúan registrando niveles históricamente bajos y cercanos al promedio de los últimos cinco años. Si bien no se han visto materializaciones significativas del riesgo de crédito, el actual panorama macroeconómico evidencia la importancia de seguir monitoreando la evolución de estos indicadores.

17 El indicador de calidad por riesgo (ICR) se define como la proporción entre la cartera riesgosa y la total (la cartera riesgosa corresponde a todos los créditos con calificación diferentes de A, en una escala que va de A a E, donde A es la mejor calificación). El ICM sin castigos se define como la razón entre la cartera vencida y la total, (la cartera vencida incluye los créditos que se han dejado de pagar por un período igual o mayor a treinta días), mientras que el ICM con castigos, como la relación entre la cartera vencida y la total agregando los castigos (estos son activos que, por considerarse incobrables o perdidos, han sido sacados del balance de resultados de conformidad con las disposiciones legales vigentes).

Los indicadores de calidad de la cartera continúan mostrando niveles históricamente bajos.

Por su parte, el indicador de liquidez sugiere que el sistema financiero cuenta con los recursos líquidos para atender de forma suficiente sus obligaciones contractuales y no contractuales de corto plazo. Al considerar un escenario adverso en términos de liquidez, se observa que ningún grupo de entidades presentaría inconvenientes para cubrir sus requerimientos en un plazo de treinta días.

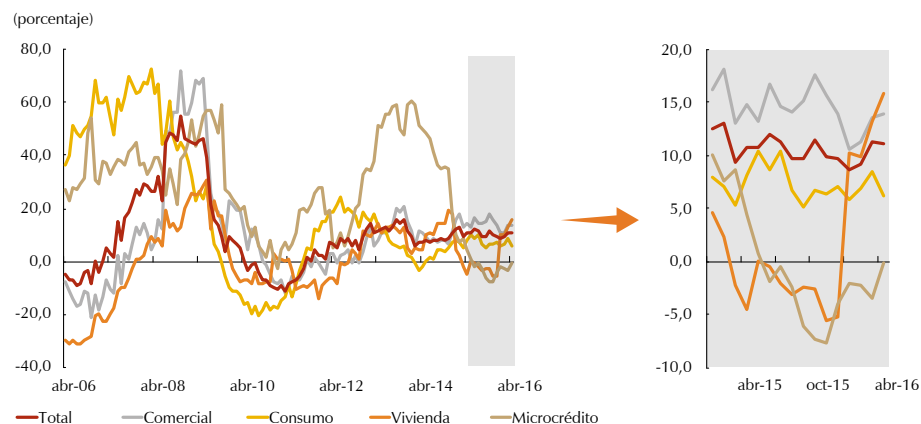
En cuanto al riesgo de mercado en el portafolio de TES, la exposición a estos títulos para el sistema financiero se incrementó, lo cual obedeció al mayor saldo de aquellos denominados en UVR. La medida de riesgo de mercado para el sistema registró un peor comportamiento, como consecuencia de la mayor volatilidad en el mercado de deuda pública. Esta medida tuvo un crecimiento más acentuado para los fondos administrados por las sociedades fiduciarias.

a. Riesgo de crédito

En abril de 2016 la cartera riesgosa creció a una tasa real anual de 11,1%, lo que representa una aceleración con respecto a lo observado un año atrás, cuando la tasa fue de 10,8%. En contraste, la cartera total registró un ritmo de crecimiento real anual menor, al pasar de 10,7% en abril de 2015 a 4,7% en el mismo mes de 2016. Lo anterior llevó a un incremento en el ICR total, que aumentó 39 pb, y alcanzó un valor de 6,9%, levemente inferior al promedio de cinco años (7,0%).

Por modalidad, las carteras riesgosas de comercial, consumo y microcrédito registraron desaceleraciones en el último año, siendo esta última la única que presenta tasas de crecimiento reales negativas (-0,1%). Por el contrario, la cartera riesgosa de vivienda reportó una tasa de crecimiento de 15,9%, superior en 20,3 pp a lo observado un año atrás (Gráfico 29). A pesar de la desaceleración mencionada para la cartera riesgosa de varias modalidades, el ICR de todas mostró deterioros. El de la cartera comercial fue el que más se incrementó (54 pb), al ubicarse en 7,1% en marzo de 2016, mientras que los de las carteras de consumo, vivienda y

Gráfico 29
Crecimiento anual real de la cartera riesgosa



Nota: se utiliza el IPC como deflactor. No incluye entidades financieras especiales (bancos de segundo piso).
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de República.

microcrédito aumentaron 20 pb, 28 pb y 35 pb durante el mismo período, respectivamente (Cuadro 5).

En relación con la cartera vencida total, a abril de 2016 se registró una variación real anual de 8,9%, cifra inferior a la de abril de 2015. Por modalidades se observa que frente al mismo mes de 2015 las tasas de crecimiento de la comercial y de la de microcrédito presentaron aumentos, al ubicarse en 11,2% y 4,3%, respectivamente (3,1 pp y 1,2 pp más que en marzo de 2015, en su orden). Entretanto, el saldo de créditos vencidos de las modalidades de consumo y vivienda presentaron una desaceleración real anual durante el mismo período, y se ubicaron en 5,4%, 12,6%, en su orden (Gráfico 30).

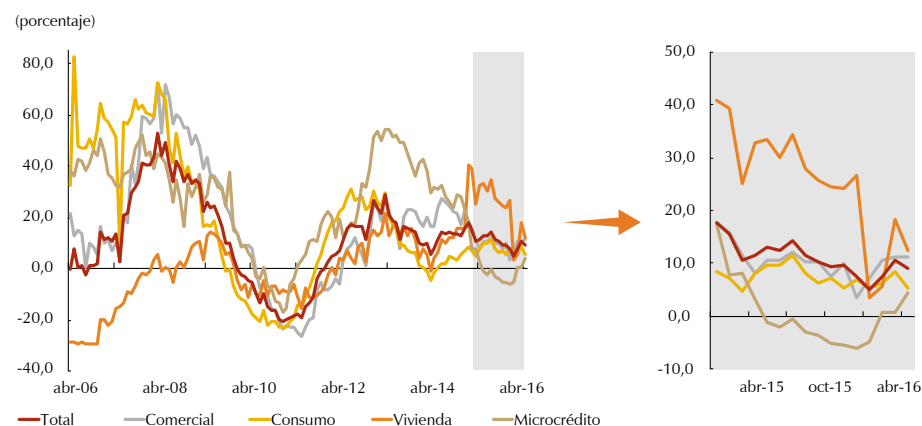
Por su parte, el ICM con y sin castigos se incrementó en 40 pb y 14 pb entre abril de 2015 y abril de 2016, respectivamente, alcanzando niveles de 7,5% y 3,6%, en su orden (Gráfico 31); sin embargo, estas cifras se encuentran en valores históricamente bajos y cercanos al promedio de los últimos cinco años, tanto para el total

Cuadro 5
Indicadores de calidad por mora y de calidad por riesgo de la cartera bruta por modalidad de crédito (porcentaje)

Modalidad	Indicador de calidad por mora (ICM) sin castigos			Indicador de calidad por mora (ICM) con castigos			Indicador de calidad por riesgo (ICR)		
	Abr-15	Abr-16	Promedio may-2010 a abr-2016	Abr-15	Abr-16	Promedio may-2011a/ a abr-2016	Abr-15	Abr-16	Promedio may-2010 a abr-2016
Cartera total	3,50	3,64	3,43	7,11	7,51	7,29	6,52	6,91	6,97
Comercial	2,37	2,50	2,28	4,75	4,95	4,69	6,54	7,08	6,86
Consumo	4,83	4,93	4,85	11,87	12,81	12,30	7,34	7,54	7,71
Vivienda	5,35	5,62	5,69	5,96	6,13	7,86	3,50	3,78	5,08
Microcrédito	6,40	6,90	5,85	12,13	13,33	12,29	10,48	10,83	9,22

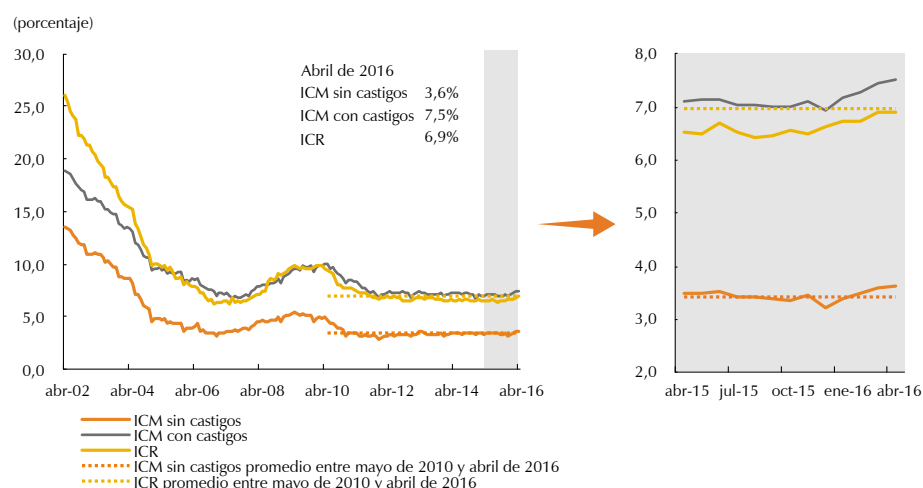
a/ La información de castigos por modalidad de crédito se encuentra disponible únicamente desde 2011.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de República.

Gráfico 30
Crecimiento anual real de la cartera vencida



Nota: se utiliza el IPC como deflactor. No incluye entidades financieras especiales (bancos de segundo piso).
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de República.

Gráfico 31
Indicadores de calidad por mora y de calidad por riesgo de la cartera bruta



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

de la cartera como para las modalidades de consumo, comercial y vivienda. Es importante señalar que todas las modalidades de cartera mostraron incrementos en el ICM sin castigos, donde el de los microcréditos exhibió el mayor aumento, al pasar de 6,4% en abril de 2015 a 6,9% en el mismo mes de 2016 (Cuadro 5).

Por su parte, el indicador de cubrimiento, calculado como la razón entre las provisiones y la cartera vencida, registró un valor de 127,0% en abril de 2016, similar al de un año atrás. Este comportamiento del indicador se observó para todas las modalidades de cartera, aunque para la de microcrédito se evidenció una caída de 8,8 pb y su indicador terminó en 101,4% en abril de 2016.

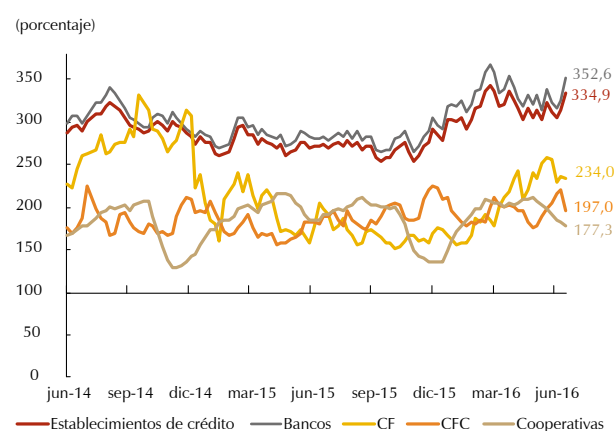
En síntesis, los indicadores de riesgo se han deteriorado, aunque sus niveles permanecen cercanos al promedio de los últimos cinco años, y por debajo de los registrados entre 2008 y 2009, cuando las carteras riesgosa y vencida crecían a ritmos altos. Sin embargo, dadas las condiciones macroeconómicas actuales y las tendencias evidenciadas por los indicadores, resulta importante seguir monitoreando el riesgo de crédito y sus implicaciones en la estabilidad del sistema.

b. Riesgo de liquidez

Al 1 de julio de 2016 el nivel de liquidez de los establecimientos de crédito aumentó frente al observado un año atrás.

Con el fin de evaluar la liquidez de las entidades para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo, se hace uso del IRL_R , definido como la razón entre el saldo de activos líquidos (disponible e inversiones líquidas) y una estimación de los requerimientos netos de liquidez de corto plazo (treinta días). Si el IRL_R es mayor que 100% indica que la entidad cuenta con la liquidez suficiente para cubrir sus obligaciones a treinta días, de lo contrario la entidad podría tener problemas para enfrentarlas en el corto plazo.

Gráfico 32
 IRL_R a 30 días^{a/}
 (promedio móvil de cuatro semanas)



a/ Corresponde al promedio móvil de cuatro semanas.
 Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de República.

Al 1 de julio de 2016 el nivel de liquidez de los establecimientos de crédito aumentó en relación con lo observado un año atrás. Por tipo de intermediario, el promedio móvil del indicador presentó incrementos en los bancos, las compañías de financiamiento comercial (CFC) y las corporaciones financieras (CF), en 71,1 pp, 29,8 pp y 16,6 pp, respectivamente. El único grupo de intermediarios que mostró menores niveles de liquidez con respecto a lo observado en 2015 fue el de las cooperativas financieras, ya que disminuyeron marginalmente su indicador; sin embargo, ningún tipo de establecimiento de crédito muestra dificultades para cubrir sus obligaciones de corto plazo (Gráfico 32).

Por construcción, el IRL_R incluye deducciones a los elementos que lo componen (requerimientos netos de liquidez y activos líquidos) con el propósito de simular un escenario estresado. Con el fin de evaluar si los EC pueden atender sus obligaciones de corto plazo ante un escenario aún más adverso, se realiza un ejercicio que supone mayores niveles en el retiro de depósitos, en la no renovación de obligaciones contractuales, en incumplimientos en el recaudo de cartera y en el costo asociado con la liquidación de activos¹⁸. Los resultados muestran que incluso en este escenario ninguno de los grupos de entidades analizados tendría problemas para enfrentar sus obligaciones de corto plazo.

c. Riesgo en el mercado de TES

Las instituciones financieras pueden tener TES como parte de sus activos (posición propia) o como parte de los recursos que administran de sus clientes (posición de terceros). Al 1 de julio de 2016 el valor del portafolio de TES del sistema financiero en posición propia y de terceros ascendió a COP186,6 b, donde las mayores participaciones corresponden a la posición administrada por las sociedades fiduciarias (37,4%), a los recursos administrados por los fondos de pensiones y cesantías (35,5%) y a la posición propia de los bancos comerciales (17,6%). La participación de los recursos administrados por las fiduciarias responde principalmente a la tenencia de TES por parte de extranjeros, que a la fecha de análisis ascendió a COP44,9 b. Con respecto al 3 de julio de 2015, el saldo de TES del sistema financiero se incrementó en COP14,6 b (8,4%)¹⁹.

18 Es importante señalar que para cada tipo de entidad se consideran diferentes niveles en el escenario adverso, calculados a partir de los datos históricos observados.

19 Se destaca el aumento del 32,8% del saldo en UVR, en parte por el aumento de la UVR en el año (8,0%).

Por tipo de entidad, el mayor saldo de TES es resultado del aumento en las posiciones de terceros de las sociedades fiduciarias (COP 11,7 b) y los fondos de pensiones y cesantías (COP 5,4 b). Cabe anotar que el incremento en la tenencia de TES de los portafolios administrados por las sociedades fiduciarias obedeció en mayor medida al aumento de la inversión de extranjeros en el mercado local (COP 14,4 b) (Cuadro 6).

Cuadro 6
Saldo de TES del sistema financiero por tipo de entidad
(billones de pesos)

Entidades	03-jul-15	01-jul-16
Establecimientos de crédito		
Bancos comerciales	35,8	32,8
Corporaciones financieras	3,1	3,0
Compañías de financiamiento	0,0	0,0
Cooperativas financieras	0,0	0,0
Instituciones financieras no bancarias (IFNB)		
Fondos de pensiones: posición propia	0,1	0,1
Fondos de pensiones: posición terceros	60,8	66,3
Sociedades comisionistas de bolsa: posición propia	0,5	0,1
Sociedades comisionistas de bolsa: posición terceros	1,8	1,0
Sociedades fiduciarias: posición propia	1,8	1,8
Sociedades fiduciarias: posición terceros	58,1	69,7
Extranjeros	30,5	44,9
Compañías de seguros y capitalización	10,1	11,7
Sistema financiero	172,1	186,6
Otros	30,6	27,9
Saldo total de TES^{a/}	202,7	214,5

a/ Corresponde al saldo total de las emisiones vigentes en el mercado.
Fuente: Depósito Central de Valores (DCV); cálculos del Banco de la República.

Al igual que los demás tenedores de TES, las entidades financieras pueden enfrentar pérdidas por valoración ante una caída en el precio de dichos títulos. Este riesgo se cuantifica mediante la evolución del saldo expuesto de TES y con una medida conocida como valor en riesgo (VeR), la cual, a partir de los retornos observados, estima la máxima pérdida que puede experimentar una institución en su portafolio de inversión o en el administrado, en un horizonte de un día, para un nivel de confianza dado²⁰. Es importante mencionar que una medida apropiada de riesgo de mercado del sistema financiero es el VeR de la posición propia, puesto que las pérdidas asociadas con los portafolios administrados por el sistema son enfrentadas por los inversionistas.

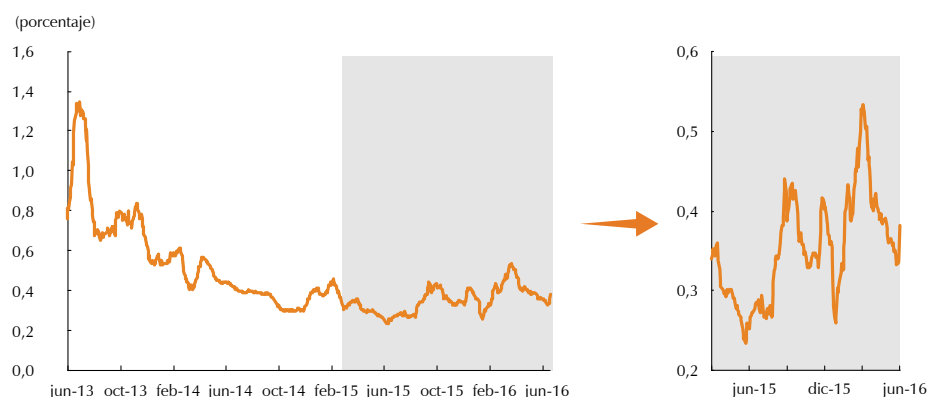
20 De manera ilustrativa, si el VeR de una institución financiera es de 5% a un nivel de confianza del 99%, indica que la máxima pérdida que esta entidad enfrentaría en un día sería del 5% del valor de su portafolio, y sería superada solo con un 1% de probabilidad.

Al 1 de julio de 2016, el VeR promedio mensual de la posición propia de las entidades financieras registró un leve incremento con respecto a lo presentado un año atrás (0,4% frente a un 0,3%). El crecimiento más importante se produjo durante enero y marzo de 2016, luego de aumentos en la volatilidad de la curva cero cupón de TES denominados en pesos y UVR. Sin embargo, el indicador no registra niveles tan altos como los que presentó en 2013, cuando se incrementó la volatilidad en los mercados financieros a raíz de los anuncios sobre el posible desmonte gradual del programa de compra de activos de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Gráfico 33, panel A).

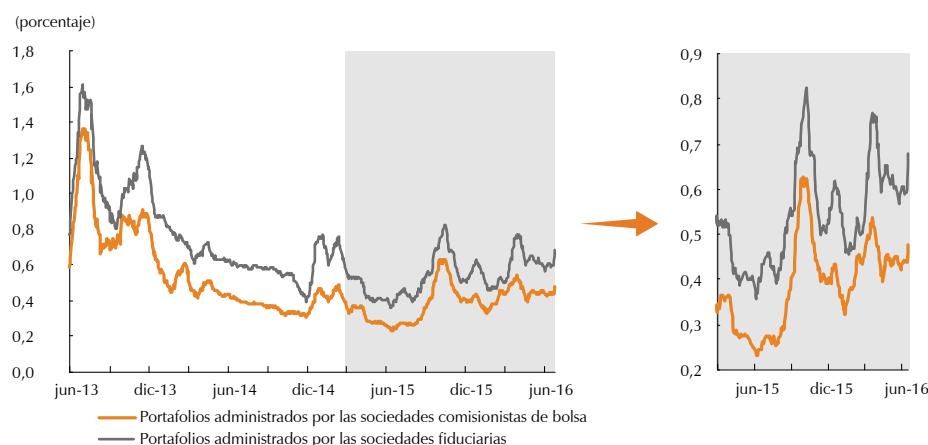
Por otro lado, el VeR de los portafolios administrados por las sociedades comisionistas de bolsa pasó de 0,3% el 1 julio de 2015 a 0,5% un año después. Por su parte, para los portafolios administrados por las sociedades fiduciarias el indicador se incrementó de 0,4% a 0,7% durante el mismo período. En general, se observa un comportamiento semejante al exhibido por el portafolio en posición propia del sistema, siendo el VeR más elevado en el caso de los portafolios administrados

Gráfico 33
VeR del sistema financiero como porcentaje del saldo expuesto
(promedio móvil semanal)

A. Posición propia



B. Posición de terceros



Fuente: Depósito Central de Valores (DCV); cálculos Banco de la República.

La mayor volatilidad en los mercados de deuda pública ha afectado las medidas de riesgo de mercado del sistema financiero.

por las fiduciarias, debido a la mayor duración²¹ de estos con respecto a los administrados por las comisionistas de bolsa (Gráfico 33, panel B). No obstante, estos niveles se encuentran por debajo de los observados durante 2013.

En el caso de la posición de terceros de los fondos de pensiones y cesantías, el VeR no es una medida adecuada de la vulnerabilidad a la que están expuestos estos portafolios, cuyo objetivo es lograr el pago de una pensión para los afiliados. Uno de los esquemas con los cuales los pensionados acceden a este flujo mensual de recursos es el de renta vitalicia. Allí el monto de la pensión se obtiene tomando el valor del portafolio del pensionado al momento de retirarse y proyectando un flujo a futuro con este dinero por los años en que se le debe entregar el pago. Como todo flujo en el tiempo, este debe ser descontado a una tasa de interés. En consecuencia, cuando las tasas de interés de largo plazo aumentan, si bien cae el valor del portafolio, también lo hace el factor de descuento, con lo que el monto de la pensión se mantiene estable. En este sentido, el VeR no mide el cambio en el flujo de la pensión futura, lo que constituye el riesgo principal del cotizante.

E. BALANCE EXTERNO Y POLÍTICA CAMBIARIA

1. Balance externo de Colombia en el primer trimestre de 2016

Desde mediados de 2014 la economía colombiana comenzó a ser afectada por una significativa reducción de sus términos de intercambio debido, principalmente, a la fuerte disminución del precio del petróleo, lo cual ha implicado una menor dinámica del ingreso nacional, así como menores entradas de capital extranjero. Esto ocurrió en un contexto de ampliación del déficit corriente, el cual, como proporción del PIB, aumentó de 3,2% en 2013 a 4,4% en el primer semestre de 2014 (previo al choque).

En el primer trimestre el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos fue de USD 3.381 m, lo que equivale al 5,6% del PIB trimestral.

Durante 2015 la fuerte caída del precio del petróleo y de otros de los principales productos de exportación del país generó una fuerte contracción en los ingresos por exportaciones de bienes, compensados parcialmente por los menores egresos por importaciones de bienes, lo que implicó un aumento considerable del déficit comercial. No obstante, el déficit corriente en dólares se redujo (USD 734 m)²² en comparación con lo ocurrido en 2014, gracias a la disminución en los egresos netos por servicios y por renta de factores, y a los mayores ingresos por transferencias.

21 La duración es una medida de la sensibilidad en el precio de un bono ante variaciones en la tasa de interés. Cuanto mayor sea, mayor es el riesgo frente a fluctuaciones de la tasa de interés que presenta el portafolio.

22 Como proporción del PIB, el déficit corriente en 2015 fue de 6,4%, lo que significó un incremento de 1,3 pp frente al 5,1% de 2014; por tanto, el incremento del déficit como proporción del PIB no refleja el menor valor absoluto del déficit de la cuenta corriente en dólares, sino que se explica por la reducción en dólares del PIB corriente, debido a la depreciación de 37% del peso frente al dólar en dicho período.

*El déficit se redujo
frente al observado
un año atrás,
gracias a una mayor
disminución en
los egresos que la
registrada en los
ingresos.*

Los resultados de la balanza de pagos al primer trimestre de 2016 también muestran un ajuste en el déficit corriente del país, consecuencia de la mayor disminución de los egresos frente a la registrada en los ingresos. En dólares, el menor déficit del primer trimestre del año se explica en especial por la reducción del valor de las importaciones de bienes y servicios y por las menores utilidades generadas por las empresas con capital extranjero. Desde el punto de vista de la actividad real, lo anterior es coherente con la desaceleración del consumo y de la inversión, que a su vez refleja que la economía se ha venido adaptando a la nueva trayectoria del ingreso nacional. Al menor déficit también contribuyeron los mayores ingresos por transferencias corrientes.

Durante el primer trimestre de 2016 la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registró un déficit de USD 3.381 m, inferior en USD 1.809 m al de un año atrás (Cuadro 7). Como proporción del PIB trimestral, el déficit fue de 5,6%, lo que significó una disminución de 1,4 pp en comparación con el del mismo período de 2015, cuando fue equivalente al 7% del PIB de ese trimestre. El déficit corriente fue financiado con entradas netas de capital por USD 3.240 m (5,4% del PIB trimestral), asociadas en su mayoría con inversiones extranjeras directas y, en menor medida, con inversiones de portafolio, préstamos y otros créditos externos. Por reservas internacionales se acumularon USD 98 m, monto que corresponde a los rendimientos derivados de la administración del portafolio, ya que durante el primer trimestre de 2016 el Banco de la República no participó en las compras y ventas de divisas en el mercado cambiario. Los errores y omisiones se estimaron en USD 140 m.

Hay que destacar que el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos de Colombia muestra una estrecha relación con la evolución de la balanza de bienes, debido a la elevada participación de las exportaciones e importaciones de bienes en el total de ingresos y egresos corrientes del país²³. Por ello, lo que ocurra con el comercio exterior de bienes se traduce en una acentuación o suavización del déficit corriente.

Así, el déficit de la balanza comercial en el primer trimestre de 2016 se redujo USD 324 m frente a lo registrado en igual período un año atrás (Cuadro 7). Las compras externas de bienes del país totalizaron USD 10.168 m, con una disminución anual de 24,5% (USD 3.308 m). La caída del valor de las importaciones fue generalizada, destacándose las menores compras de insumos y bienes de capital para la industria (USD 1.264 m) y de equipo de transporte (USD 1.229 m). El declive de las importaciones ha sido el resultado de una demanda interna menos dinámica con respecto a un año atrás, del efecto de la depreciación real sobre las cantidades demandadas de bienes externos, y de la reducción generalizada de los precios

23 El análisis de la estructura y de la evolución de los ingresos de la cuenta corriente durante los últimos quince años revela que las ventas externas de mercancías son su principal componente, al participar entre el 70% y 81% del total de ingresos. En cuanto a los egresos corrientes, su componente más importante son las importaciones de bienes, las cuales representaron en promedio el 64% del total de egresos (68% en 2016).

Cuadro 7
Balanza de pagos de Colombia
(flujos anuales en millones de dólares)

	2015 ene-mar (pr)	2016 ene-mar (pr)	Variación (USD)
Cuenta corriente (A + B + C)	(5.190)	(3.381)	1.809
(porcentaje del PIB)	(7,0)	(5,6)	
A. Bienes y servicios (1 + 2)	(4.564)	(3.669)	895
1. Bienes (a - b)	(3.421)	(3.096)	324
a. Exportaciones FOB	10.055	7.071	(2.984)
b. Importaciones FOB	13.476	10.168	(3.308)
2. Servicios (a - b)	(1.144)	(573)	571
a. Exportaciones	1.781	1.802	20
b. Importaciones	2.925	2.374	(550)
B. Renta de los factores	(1.782)	(1.021)	762
Ingresos	1.120	1.199	78
Egresos	2.903	2.220	(683)
C. Transferencias corrientes	1.157	1.309	152
Cuenta financiera con variación de reservas internacionales (A + B + C + D)	(5.289)	(3.240)	2.049
(porcentaje del PIB)	(7,2)	(5,4)	
A. Inversión directa (iii - i)	(2.925)	(3.594)	(668)
i. Extranjera en Colombia (IED)	3.160	4.568	
(porcentaje del PIB)	4,3	7,6	
ii. Colombiana en el exterior	235	974	
B. Inversión de cartera (1 + 2)	(700)	(1.805)	(1.106)
1. Sector Público (ii - i)	177	(2.250)	
i. Inversión extranjera de cartera (a + b)	2.910	1.711	
a. Mercados internacionales (bonos)	2.500	1.427	
b. Mercado local (TES)	410	284	
ii. Inversión de cartera en el exterior	3.087	(539)	
2. Sector privado (ii - i)	(877)	445	
i. Inversión extranjera de cartera (a + b)	1.151	458	
ii. Inversión de cartera en el exterior	274	902	
C. Otros flujos de capital sector público + sector privado	(1.733)	2.060	3.793
D. Activos de reserva	69	98	30
Errores y omisiones (E y O)	(100)	140	240
Memo ítem:			
Cuenta financiera sin variación de reservas internacionales	(5.358)	(3.339)	2.019
Variación de reservas internacionales	69	98	

(pr): preliminar.

Nota: los resultados presentados a partir de la fecha siguen las recomendaciones de la sexta versión del Manual de balanza de pagos, propuesta por el FMI. Por tanto la cuenta financiera se presenta con signo negativo para los ingresos netos de capital. Para información adicional y los cambios metodológicos, consúltese <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>.

a/ En la cuenta financiera el signo negativo en los flujos netos (A, B, C y D) reflejan recursos de financiación hacia la economía colombiana. En este sentido, variaciones positivas implican menor financiación externa en la balanza de pagos.

Fuente: Banco de la República.

El valor en dólares de las importaciones de bienes cayó USD 3.308 m (24,5%) y el de las exportaciones lo hizo en USD 2.984 m (-29,7%) frente al primer trimestre de 2015.

en dólares de importación, en especial de los bienes intermedios (combustibles y derivados). Por su parte, las exportaciones de bienes se ubicaron en USD 7.071 m con una disminución anual de 29,7% (USD 2.984 m) (Cuadro 7). La reducción del valor exportado se originó principalmente en las menores ventas externas de petróleo y sus derivados (USD 2.033 m), y en menor medida por la caída en el valor de los despachos de carbón (USD 477 m) y de productos industriales (USD 222 m). La disminución del valor vendido de petróleo crudo y carbón está asociado con la reducción en su precio de exportación (44% y 29%, respectivamente) y en sus volúmenes despachados (21% y 11%).

En cuanto al déficit de la cuenta de servicios, este se contrajo en USD 571 m en lo corrido del año a marzo (Cuadro 7), debido a la reducción de la demanda de servicios externos y al incremento de sus exportaciones. Por el lado de las importaciones, se destaca la caída de los egresos vinculados con la prestación de servicios por parte de la actividad petrolera, coherente con el menor dinamismo del sector, así como con las menores importaciones asociadas con el pago de servicios de transporte (en especial fletes de transporte marítimo) y el menor gasto de viajeros colombianos en el exterior. Este comportamiento se explica principalmente por la reducción del ritmo de crecimiento económico del país, en particular del sector minero y del encarecimiento de las importaciones debido a la depreciación del peso frente al dólar. Por otra parte, sobresale el incremento de los ingresos, originado por el aumento de viajeros no residentes en el país, así como por su mayor gasto en la economía colombiana.

Por otra parte, dado que el financiamiento externo ha estado asociado en gran medida con inversiones directas, el pago por su uso se refleja en la cuenta corriente como pagos netos por renta factorial. En el primer trimestre de 2016 la caída de los egresos por renta factorial se originó, básicamente, por las menores utilidades generadas por las empresas con inversión directa, las cuales cayeron anualmente USD 746 m (-46%). Este resultado está asociado en especial con las pérdidas de las firmas que operan en la actividad petrolera, reflejo de un panorama de menores precios y volúmenes de exportación de crudo. A dicha contracción también contribuyó la reducción de las utilidades de las firmas del sector minero (sin petróleo) y comercio, cuyo monto en conjunto se redujo 90% (USD 366 m). Estas disminuciones fueron compensadas de manera parcial por el aumento de las ganancias de las empresas extranjeras que operan en el sector de transporte y comunicaciones, y electricidad, gas y agua (USD 207 m).

Por último, las transferencias corrientes aumentaron en USD 157 m frente a lo observado en el primer trimestre de 2016 y, por tanto, también contribuyeron a un menor déficit.

El déficit de la cuenta de servicios se contrajo frente al primer trimestre de 2015.

La reducción del déficit corriente del país implicó, además, menores necesidades de financiamiento. Así, como en la mayoría de los países de la región, los flujos de capital extranjero para Colombia se han reducido por factores tanto externos como internos. No obstante, el país continúa recibiendo montos importantes de

*El país continuó
recibiendo flujos
importantes de capital,
aunque menores que
los registrados en
2015.*

estos recursos. En términos de la cuenta financiera²⁴, durante el primer trimestre de 2016 se registraron entradas netas de capital por USD 3.240 m (5,4% del PIB trimestral), inferiores en USD 2.049 m a lo observado un año atrás, cuando totalizaron USD 5.289 m (7,2% del PIB trimestral). En particular, durante el primer trimestre del año se registraron ingresos netos de capital extranjero por USD 7.475 m, salidas de capital colombiano para constituir activos en el exterior por USD 4.326 m, ingresos por instrumentos derivados por USD 190 m y variación de reservas internacionales por USD 98 m (Cuadro 7).

La estructura del financiamiento muestra que los flujos por inversión extranjera directa (IED) representaron el 61% del total de ingresos de capital extranjero recibidos por el país, seguidos por la colocación de títulos en los mercados internacionales (19%), la inversión de portafolio en el mercado local (10%) y el restante 10% correspondió a préstamos y otros créditos externos (Cuadro 7).

Por concepto de IED ingresaron al país recursos por un valor de USD 4.568 m (7,6% del PIB trimestral), con un crecimiento anual de 44,5%. Se destaca el importante incremento de la inversión en el sector eléctrico²⁵ (53% del monto por IED), seguido de los sectores de transporte y comunicaciones (17%), manufacturero (9%) y minero y petrolero (7%). Por su parte, el flujo de inversión directa colombiana en el exterior se estimó en USD 974 m, efectuado, en su mayoría, por empresas de los sectores minero y petrolero, financiero y de electricidad, gas y agua.

Por su parte, durante el primer trimestre de 2016 el país recibió USD 2.169 m por concepto de inversiones extranjeras de cartera, suma inferior en USD 1.892 m a la obtenida un año atrás. El 65,8% de estos recursos se originaron en la colocación de títulos de deuda de largo plazo en los mercados internacionales emitidos por entidades del sector público, y el 34,2% restante en la compra de TES y acciones en el mercado local por parte de inversionistas extranjeros. Las salidas de capital colombiano por este concepto sumaron un monto de USD 363 m y corresponden, en especial, a inversiones de cartera realizadas por empresas del sector privado, en tanto que las entidades públicas registraron liquidaciones (Cuadro 7).

Finalmente, por concepto de otros flujos de capital el país constituyó activos en el exterior por USD 2.060 m, originados en especial en depósitos realizados por entidades del sector público. Este monto contrasta con los desembolsos netos por USD 1.733 m recibidos un año atrás.

24 De acuerdo con la versión sexta del Manual de balanza de pagos, propuesta por el FMI, la cuenta financiera se presenta con el mismo signo de la cuenta corriente. La cuenta financiera es el resultado de la diferencia entre los flujos activos y pasivos. Si la cuenta corriente es deficitaria, la cuenta financiera es negativa, indicando que la economía colombiana tuvo que acudir a financiación externa (pasivos) y/o liquidar sus activos externos para financiar su exceso de gasto corriente. Por el contrario, si la cuenta corriente es positiva (superávit), la cuenta financiera también presenta un signo positivo, indicando que existe capacidad de préstamo de recursos financieros del país al resto del mundo.

25 En gran medida explicado por los recursos provenientes de la venta de la participación del gobierno nacional en Isagén a inversionistas extranjeros.

Para todo 2016 se prevé un menor déficit en la cuenta corriente que el observado el año anterior.

2. Proyecciones de la balanza de pagos para el año 2016

Como se mencionó, el déficit en la cuenta corriente ha venido mostrando señales de ajuste en los últimos trimestres ante el fuerte choque a los términos de intercambio que se registra desde mediados de 2014. Este ajuste ha venido materializándose mediante una significativa reducción de las importaciones en dólares, tanto de bienes como de servicios, y de una disminución de los egresos netos por remisión de utilidades, asociadas, en particular, con la nueva realidad de ingresos de las empresas del sector mineroenergético y los efectos de la depreciación sobre la contabilidad en dólares de las utilidades de otros sectores.

Con relación a los resultados del primer trimestre de 2016, el ajuste observado en el déficit de la cuenta corriente fue mayor al estimado unos meses atrás, resultado de una reacción más pronunciada de las utilidades remitidas por las empresas con IED, las cuales se redujeron en una magnitud mayor a la esperada y una disminución mayor en los egresos netos de la balanza de servicios. En este sentido, se estima que la tendencia de ajuste del desbalance externo corriente observado en el primer trimestre se mantenga para el resto del año, lo cual estaría favorecido adicionalmente por un mejor escenario de precios de materias primas para el segundo semestre que lo esperado en el informe anterior.

En términos de ingresos del exterior, la proyección para todo 2016 tiene en cuenta una proyección de precios internacionales de productos básicos que si bien se mantienen en niveles bajos, se han revisado al alza, dados los repuntes en las cotizaciones internacionales de los últimos meses (véase el capítulo I de este *Informe*). En particular, el mejor panorama para el precio del crudo para el promedio del año reduce la caída de los ingresos externos por estas exportaciones frente a lo estimado a inicios del año.

En cuanto a las exportaciones diferentes a materias primas, por el contrario, se están considerando menores ingresos, dadas las menores perspectivas sobre el desempeño de los principales socios comerciales en un contexto de mayor incertidumbre sobre el desempeño económico global.

Por su parte, los egresos externos continuarían con un ritmo importante de contracción anual. En particular, se proyecta que el valor de las importaciones de bienes caerá de manera significativa, acorde con lo observado en la primera mitad del año. Para las importaciones de bienes de capital se espera una mayor contracción que la observada en 2015, debido a los recortes esperados en inversión, en especial la del sector mineroenergético. Para las de bienes de consumo igualmente se espera una contracción asociada tanto con la desaceleración del gasto de los hogares como con la sustitución de algunos productos de producción interna, dada la depreciación real que se ha observado. Para las compras externas de bienes intermedios se espera una contracción con respecto al año anterior, dados los menores precios en dólares de estos productos y la desaceleración esperada de la demanda interna. Adicional a esto, la apertura y entrada en producción de Reficar desde finales de 2015 seguiría aportando de manera positiva a la reducción de las

importaciones de combustibles, en particular en la segunda parte del año, cuando se espera que la planta alcance el máximo de su capacidad de producción. Dado lo anterior, el resultado del balance comercial para 2016 se estima menos deficitario que el observado el año anterior y menor a la estimación hecha al inicio del año.

A este ajuste en el valor de las importaciones se suma una reducción adicional a la observada en 2015 en el déficit del comercio de servicios, impulsada por los efectos de la depreciación sobre el balance neto de algunos servicios, como los empresariales y el turismo, y la reducción de precios de servicios importados, como el transporte de carga. Sin embargo, es importante señalar que las mayores estimaciones en el precio del petróleo reducen el ritmo de ajuste de las importaciones de servicios para lo que resta del año, en particular por el impacto que dicha revisión tendría sobre el valor de los servicios de fletes para el transporte de carga.

Igualmente, se estima que los egresos netos por renta de los factores seguirán aportando al ajuste de la cuenta corriente, aunque con una mayor moderación en lo que resta del año, debido al efecto positivo que tiene la recuperación del precio del crudo y del de otros productos básicos sobre los resultados operacionales de las empresas mineroenergéticas. Para el resto de sectores la reducción estimada de las utilidades para el año sigue asociada con las menores perspectivas de crecimiento de la actividad económica y los efectos de la fuerte depreciación sobre el valor en dólares de las utilidades remitidas. Por su parte, los ingresos netos por transferencias seguirían aportando de manera positiva al ajuste del desbalance externo, al atender al comportamiento que dichos ingresos han tenido en los primeros meses del año, sumado a las mejores condiciones laborales en los Estados Unidos y España, que son fuente importante de remesas de trabajadores.

En consecuencia, la proyección de la balanza de pagos para 2016 muestra un déficit de la cuenta corriente en dólares menor al observado el año anterior, dada una mayor reducción de los egresos frente a la contracción de los ingresos corrientes. En el escenario más probable la estimación del déficit en la cuenta corriente se ubica alrededor de 5,3% como porcentaje del PIB.

Dicho ajuste se verá reflejado en una moderación de los flujos netos de capitales hacia el país. Por una parte, se proyecta una moderación de los recursos provenientes de la IED frente a lo observado en el primer trimestre del año, cuando ocurrió la entrada de la mayor parte de los recursos provenientes de la venta de Isagén. Dicha moderación se enmarca en un contexto de reducción de inversiones del sector mineroenergético y menores perspectivas de crecimiento para la inversión en el resto de sectores. También, se estima un menor financiamiento neto por recursos de inversión de cartera con respecto al año anterior, debido a una menor estimación de los flujos de capital extranjero hacia el mercado de deuda pública local y a una menor colocación de bonos en los mercados internacionales por parte tanto del sector público como privado. Lo anterior estaría compensado, en parte, por mayores flujos esperados de otros ingresos de capital, en especial de los préstamos hacia el sector público no financiero.

*Se proyecta una
reducción en los
egresos externos mayor
que la prevista para los
ingresos.*

3. Evolución de la tasa de cambio en lo corrido de 2016

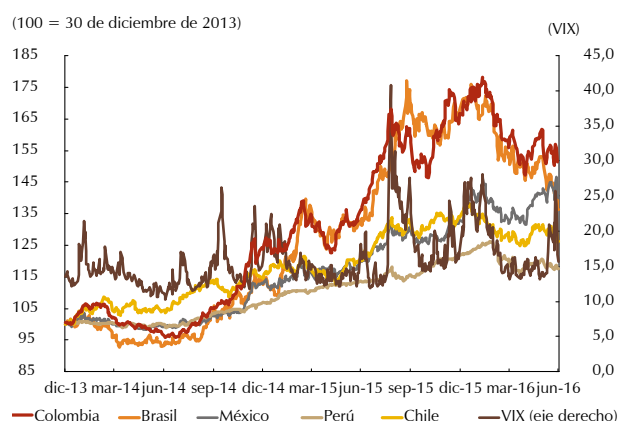
Durante el primer semestre de 2016 el dólar de Estados Unidos cambió la tendencia de apreciación que venía presentando desde mediados de 2014, debilitándose en términos generales frente a las monedas de países desarrollados y emergentes. Específicamente, en lo corrido del año al 30 de junio se depreció 3,8% frente a las principales monedas²⁶ y 4,5% frente a las monedas de países emergentes²⁷. En la región se fortalecieron frente al dólar de los Estados Unidos el real brasileño (18,8%), el peso colombiano (7,3%), el peso chileno (6,4%) y el sol peruano

(3,6%), mientras que el peso mexicano se depreció (5,2%). A pesar de esto, en comparación con las tasas de cambio promedio del primer semestre de 2015, el dólar aún muestra una apreciación de 2,4% frente a las monedas de los países desarrollados, 11,5% frente a los emergentes y 18,0% en promedio frente a las monedas de la región (Gráfico 34).

En el primer semestre de 2016 la apreciación de las monedas de la región, incluido el peso colombiano, fue acorde con la evolución de la percepción de riesgo internacional y de los precios internacionales de los bienes básicos. Aunque hasta mediados de febrero los indicadores de percepción de riesgo permanecieron en niveles altos por las débiles expectativas de crecimiento, principalmente de China, caídas en los precios de los bienes básicos y la incertidumbre con respecto a la estabilidad

del sistema financiero europeo²⁸, posteriormente estos se redujeron hasta finales de abril como respuesta a las medidas de estímulo anunciadas por algunos bancos centrales, al incremento de los precios de los bienes básicos y a la recuperación de algunas cifras económicas de China. Entre mayo y junio las monedas de la región se debilitaron principalmente ante la incertidumbre sobre la política monetaria de los Estados Unidos y la posible salida del Reino Unido de la Unión Europea.

Gráfico 34
Índice de tasa de cambio nominal frente al dólar para algunos países de América Latina y VIX



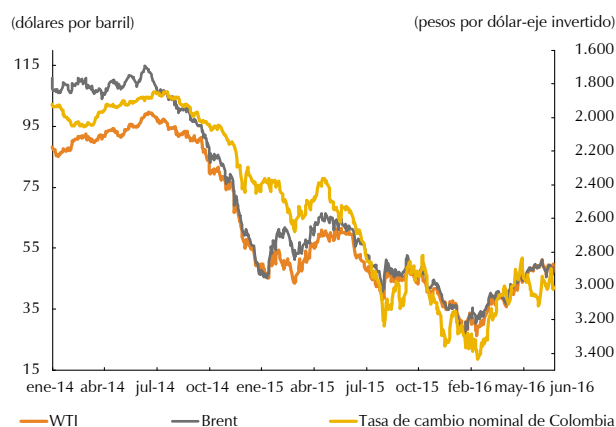
Fuente: Bloomberg.

26 De acuerdo con el *Bloomberg dollar spot index* (BBDXY), que incluye las monedas de Europa, Japón, Canadá, México, Reino Unido, Australia, Suiza, Corea del Sur, China y Brasil. Este grupo de divisas corresponde a aquellas de los principales socios comerciales de los Estados Unidos en combinación con aquellas con mayor liquidez (de acuerdo con la encuesta trianual del BIS).

27 De acuerdo con el *FXJPEMCI Index*, que incluye las monedas de Brasil, Rusia, China, México, Suráfrica, Corea del Sur, Chile, Israel, Taiwán, Perú, Turquía, India, Argentina, Malasia, Colombia, Hungría, Indonesia, Egipto, Tailandia, República Checa, Filipinas, Marruecos, Pakistán, Jordania y Polonia.

28 Entre el 31 de diciembre y el 11 de febrero las monedas de la región se depreciaron (el peso mexicano 10,13%, el peso colombiano 7,72%, el real brasileño 0,71%, el sol peruano 2,87% y el peso chileno 0,83%) influenciadas por el aumento en la percepción de riesgo medida con el VIX (54,53%) y la caída en el precio del petróleo WTI (29,24%), el Brent (13,17%), el cobre (11, 22%) y el aluminio (0,9%).

Gráfico 35
Tasa de cambio nominal y precio del petróleo



Fuente: Bloomberg.

En el caso del peso colombiano, en general se mantuvo la correlación entre el comportamiento de la tasa de cambio y el precio internacional del petróleo²⁹, con excepción del período comprendido entre el 16 de mayo y el 3 de junio. Durante esas tres semanas dicha relación se debilitó debido, principalmente, a que el peso se movió de acuerdo con las mayores expectativas de un aumento en el corto plazo en las tasa de interés por parte de la Reserva Federal, las cuales se disiparon el 3 de junio ante la publicación de datos negativos de empleo en ese país (Gráfico 35). Así, en enero y febrero cuando la cotización del crudo tocó los mínimos desde inicios de 2004, la TRM alcanzó el máximo histórico (COP3.434,89 por dólar), comportamiento que fue reforzado por el cambio de la perspectiva de riesgo de Colombia por parte de *Standard's and Poor's* en febrero

de estable a negativa. Posteriormente, tanto el precio del petróleo como la tasa de cambio retornaron a niveles similares a los del segundo semestre de 2015. Otros factores locales que pudieron haber reforzado la tendencia de la apreciación del peso observada a partir de marzo fueron la publicación de cifras mejores a las esperadas por el mercado en cuanto al desempeño de la economía³⁰, y las declaraciones de la Dirección de Crédito Público del Ministerio de Hacienda relativas a que el Gobierno estaría considerando incluir en la reforma tributaria una reducción del impuesto que pagan los extranjeros sobre las ganancias en inversión de portafolio.

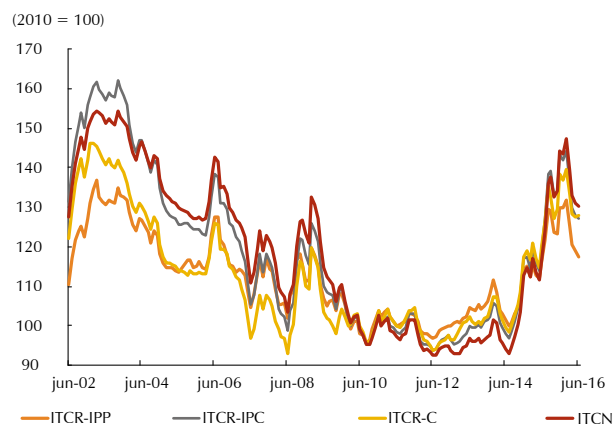
Frente al conjunto de los principales socios comerciales, el peso también se depreció en los primeros dos meses del año y se fortaleció a partir de marzo, tanto en términos nominales (ITCN) como en términos reales, esto es, una vez se ajustan las variaciones en los precios en Colombia y en los otros países (índice de la tasa de cambio real: ITCR). Si dicho ajuste se realiza utilizando los precios al consumidor (ITCR-IPC), en lo corrido del año a junio la apreciación del peso fue de 11,5% frente al dato de diciembre de 2015; si se utilizan los precios al productor, fue de 9,5%. Frente a los principales competidores en café, banano, flores y textiles en los Estados Unidos la apreciación real en el mismo período fue de 7,6%. Sin embargo, en el promedio enero-junio, el peso se debilitó en términos reales frente al mismo período de 2015³¹ (Gráfico 36).

29 En el primer semestre de 2016 el coeficiente de correlación entre el precio del petróleo Brent y la tasa de cambio peso-dólar (TRM) fue de -83,4%. Durante 2015 dicha correlación fue -78,1%.

30 En marzo se conoció que en enero la variación de las ventas al por menor fue de 2,2% (esperada: -0,2%), la inflación a doce meses de febrero fue de 7,59% (esperada: 7,74%) y que el crecimiento del PIB durante el cuarto trimestre de 2015 fue de 3,3% (esperado: 3,1%; en junio ese dato se revisó a 3,4%). En abril se conoció que en febrero la variación de las ventas al por menor fue de 4,6% (esperado: 2,7%).

31 Al comparar el promedio enero-mayo del ITCR frente a igual período de 2015, la depreciación real fue 8,8% según el ITCR-IPP, 15,2% según el ITCR-IPC, y 12,1% de acuerdo con el ITCR-C.

Gráfico 36
Índices de tasa de cambio (nominal y real)



Nota: el ITCN muestra la evolución de la tasa de cambio nominal del peso colombiano frente al conjunto de los principales socios comerciales. El ITCR-IPP y el ITCR-IPC comparan el poder adquisitivo del peso colombiano frente a nuestros principales socios comerciales, utilizando como deflactor el IPP y el IPC, respectivamente, mientras que en el ITCR-C (o de competitividad), se hace una comparación frente a nuestros principales competidores en los Estados Unidos en los mercados de café, banano, flores y textiles.
Fuente: Banco de la República.

4. Indicadores de reservas internacionales

El Banco de la República reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional para enfrentar salidas de capital, así como para fortalecer la confianza en el país³². Para determinar si las reservas internacionales son suficientes para prevenir y enfrentar choques externos, se utilizan varios indicadores, los cuales se describen a continuación (Cuadro 8). En general, los mercados internacionales consideran que valores bajos de estos pueden dar señales de alerta sobre la vulnerabilidad externa de las economías.

Para establecer la capacidad de respuesta de la economía ante salidas de capital provocadas por un ataque especulativo, se compara el nivel de las reservas frente al de los agregados monetarios, tales como M2 o M3.

La relación de reservas netas a M3 muestra una mejora del indicador hasta el año 2015, con una ligera disminución en la proyección de 2016. La mejora del indicador en los últimos años estuvo asociada con la acumulación de reservas por parte del Banco realizada hasta diciembre de 2014, y con la desaceleración de la tasa de crecimiento del agregado monetario desde mediados de 2013, en particular por el efecto en los últimos dos períodos de la depreciación sobre la valoración en dólares del M3. Para 2016 se estima un nivel de reservas similar al del año anterior, mientras que el M3 en dólares tendría una tasa de crecimiento positiva, lo que disminuye el valor del indicador estimado.

Las razones de reservas netas a amortizaciones de la deuda externa total y al déficit en la cuenta corriente indican 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 al financiamiento internacional. Dichos indicadores registran, en general, valores por encima de 1³³.

32 Además de la estrategia de acumulación de reservas, desde mayo de 2009 Colombia cuenta con una línea de financiamiento contingente con el FMI, la cual se otorga a países miembros con buen desempeño económico, políticas prudentes y un sólido marco de política económica. El pasado 13 de junio de 2016 el FMI aprobó un nuevo acuerdo de acceso a los recursos contingentes para Colombia, por un monto aproximado de USD11.500 m. Aunque las autoridades económicas no prevén hacer uso de estos recursos, consideran prudente contar con ellos ante la eventualidad de un recorte abrupto del financiamiento externo. Países como Polonia y México también cuentan con esta línea de crédito.

33 De acuerdo con el FMI (“Debt and Reserve Related Indicators of External Vulnerability”, 2000), existe evidencia empírica para una muestra de economías emergentes, la cual permite establecer como referencia el valor de 1 para este tipo de indicadores de reservas. Específicamente, la regla de Guidotti-Greenspan expone que las reservas de un país deben ser iguales al saldo de deuda externa de corto plazo, lo que implica una razón de 1 para este indicador. La explicación es que los países deberían tener suficientes reservas para resistir un retiro masivo del capital externo de corto plazo.

Cuadro 8
Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

	2012	2013	2014 (pr)	2015 (pr)	2016 (proy)
Saldo					
Reservas internacionales netas (millones de dólares) ^{a/}	37.467	43.633	47.323	46.731	47.273
Indicadores					
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa					
Amortizaciones deuda externa (millones de dólares)	22.348	16.582	21.557	23.512	21.804
Reservas netas/amortizaciones de deuda externa del año en curso	1,68	2,63	2,20	1,99	2,17
Reservas netas/amortizaciones de deuda externa del siguiente año ^{b/}	2,26	2,02	2,01	2,14	1,82
B. Posición adecuada de liquidez externa					
RIN/(servicio de la deuda año corriente)	1,45	2,16	1,85	1,67	1,82
RIN/(servicio de deuda año siguiente) ^{c/}	1,86	1,71	1,69	1,80	1,52
RIN/(amortizaciones de deuda año corriente + déficit en la cuenta corriente año corriente)	1,11	1,51	1,15	1,11	1,29
RIN/(amortizaciones de deuda año siguiente + déficit en la cuenta corriente año siguiente) ^{d/}	1,29	1,06	1,12	1,27	1,21
C. Otros indicadores de reservas internacionales					
RIN como meses de importaciones de bienes	7,9	9,2	9,2	10,8	12,9
RIN como meses de importaciones totales	6,5	7,5	7,6	8,8	10,5
RIN/M3 (porcentaje)	22,0	24,7	30,5	35,5	32,5
RIN/PIB	10,1	11,5	12,5	16,0	16,8

(pr): preliminar (cálculos con base en los datos preliminares de la estimación de la balanza de pagos).

(proy): proyección.

a/ El saldo de las reservas internacionales netas considera los aportes al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR).

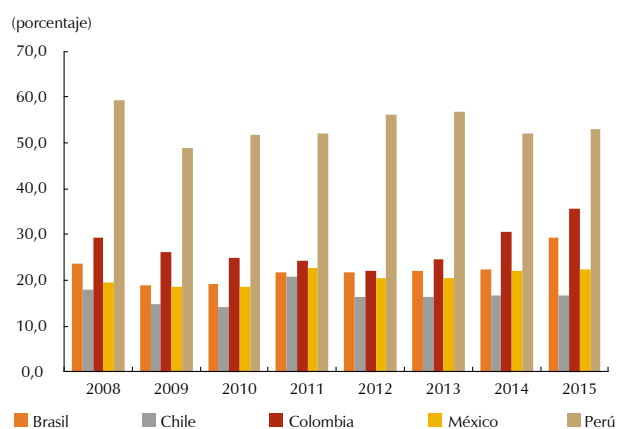
b/ Las amortizaciones de 2016 y el año siguiente corresponden a los pagos proyectados de la deuda externa en el cierre de la proyección de la balanza de pagos.

c/ Los intereses de 2016 y del año siguiente corresponden a los pagos proyectados en el cierre de la proyección de la balanza de pagos.

d/ El déficit en la cuenta corriente para 2016 y para el año siguiente corresponde a una proyección.

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico 37
Reservas internacionales/M3



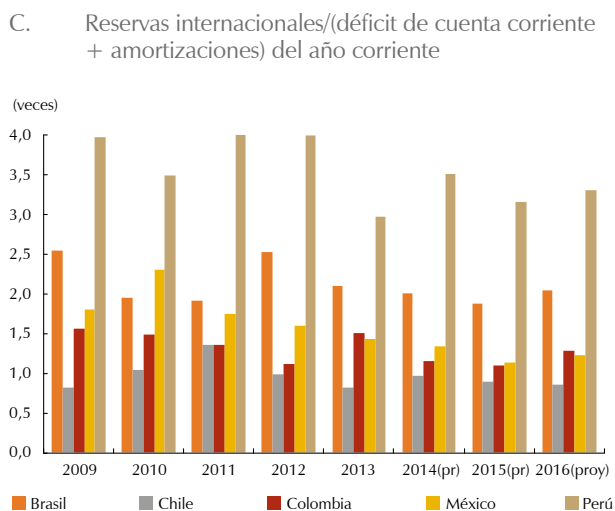
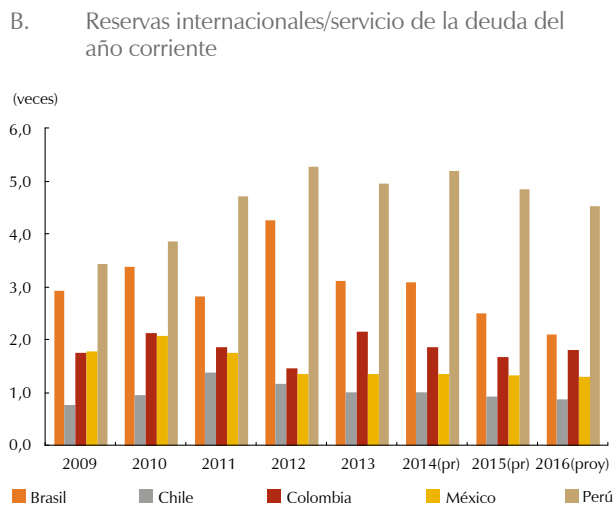
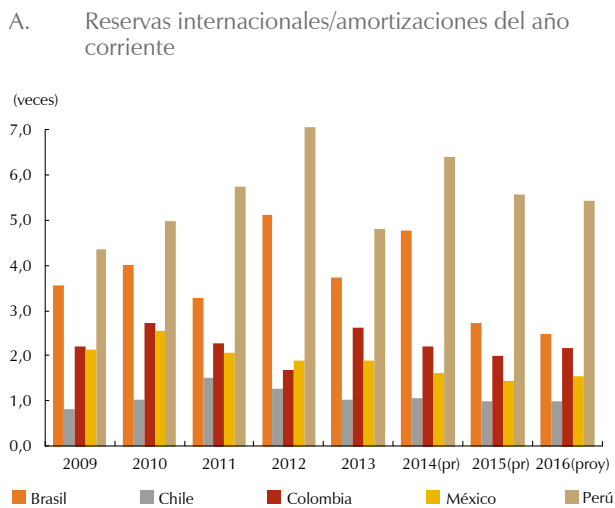
Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización a junio de 2016) y Banco de la República.

Por su parte, el cociente entre las reservas netas y las importaciones totales de bienes y servicios muestra el número de meses de compras externas que una economía está en capacidad de cubrir haciendo uso de sus reservas internacionales ante un cambio abrupto de la balanza comercial. Este indicador se estima en 10,5 meses para 2016, superior al promedio desde el año 2000. Al calcular este indicador para las importaciones de bienes, el mismo asciende a 12,9 meses.

Al comparar los distintos indicadores de liquidez internacional de Colombia con los de países de la región, se observa que el cociente de reservas a M3 registra niveles superiores al de Brasil, Chile y México, e inferiores al de Perú³⁴ (Gráfico 37). En las relaciones de reservas

34 Se destaca el crecimiento y nivel de esta razón para Perú, debido a que los bancos locales pueden captar depósitos en dólares y el encaje de estos se contabiliza como reservas.

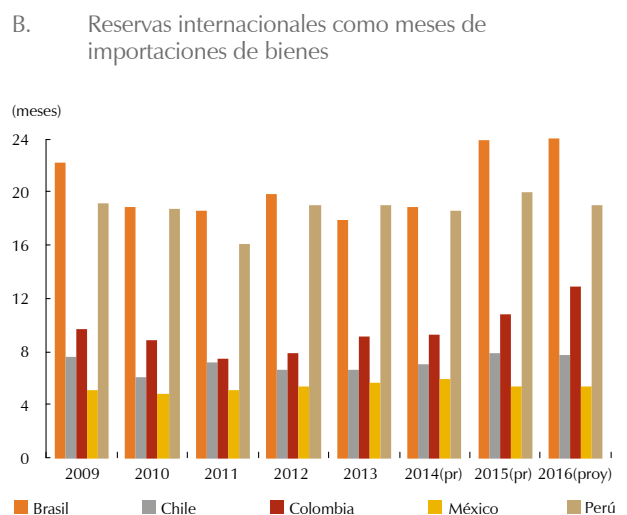
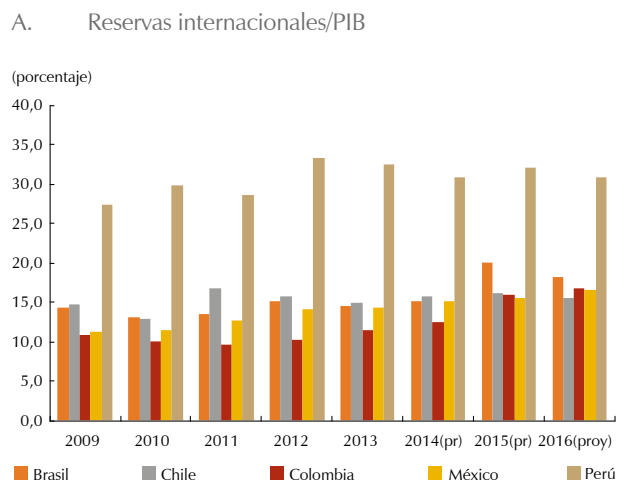
Gráfico 38
Indicadores de posición adecuada de liquidez externa



(pr): preliminar.
(proy): proyectado.
Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización a junio de 2016) y Banco de la República.

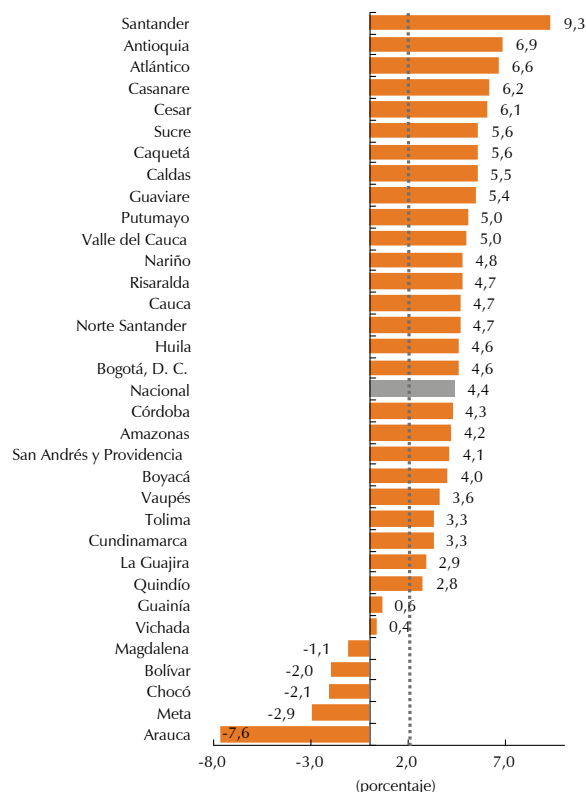
internacionales a amortizaciones, servicio de deuda y déficit en la cuenta corriente más amortizaciones, Colombia registra históricamente niveles por encima de los de Chile e inferiores a los de Brasil y Perú (Gráfico 38). Por su parte, el indicador de reservas a PIB se sitúa en niveles inferiores a los observados en el resto de países pares de la región, excepto por el caso de Chile y México, que con información estimada a 2016 se sitúan por debajo de Colombia. 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 39).

Gráfico 39
Otros indicadores de reservas internacionales



(pr): preliminar.
(proy): proyectado.
Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización a febrero de 2016) y Banco de la República.

Gráfico 40
Crecimiento anual del PIB departamental, 2014



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

F. LA ECONOMÍA REGIONAL DE COLOMBIA

1. Las economías departamentales en 2014

Los resultados del PIB por departamentos en 2014³⁵ muestran que 28 territorios (27 departamentos y el distrito capital) de los 33, incrementaron su producto con respecto a 2013. En 17 entes territoriales se expandió su producción a una tasa superior a la del promedio nacional (4,4%), mientras que 11 crecieron a un menor ritmo que el total del país. Cinco entes territoriales registraron una caída (Gráfico 40).

Los departamentos con mejor desempeño en términos de crecimiento y mayor aporte al resultado nacional y al incremento del PIB per cápita presentan una estructura económica diversificada. Dentro de estos sobresalen Santander, Antioquia y Atlántico, donde más de la mitad de su producto provino de sectores como la construcción, el comercio y los servicios empresariales³⁶ que crecieron por encima del promedio nacional. La industria igualmente aportó a esta dinámica a pesar de que su ritmo de aumento fue bajo.

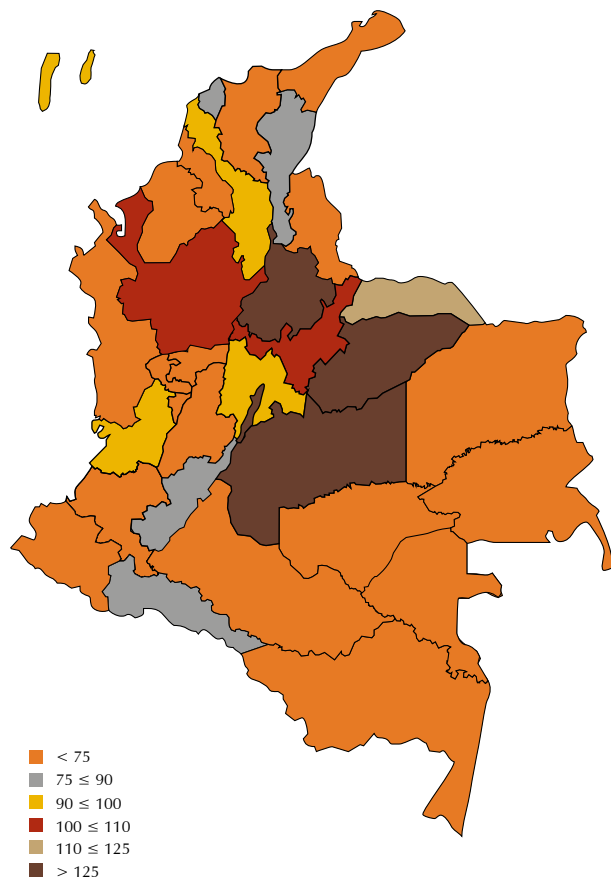
Santander fue el departamento con el crecimiento del producto más sobresaliente en 2014, con una tasa anual de 9,3%, la más alta en los últimos dieciocho años (Gráfico 40). Esto es consecuencia, principalmente, del buen resultado de la construcción, seguido de la explotación de minas y canteras. Asimismo, su contribución al crecimiento de la economía del país fue la tercera en importancia, después de Bogotá y Antioquia (Gráfico 41). Por último, su PIB per cápita fue el de mayor expansión, al pasar de 172% del PIB per cápita nacional en 2013 a 187% en 2014. Su nivel es el tercero más alto, luego de Casanare y Meta.

Antioquia y Atlántico también incrementaron su producto per cápita con relación al PIB nacional, aunque en menor proporción (Mapa 1 y Mapa 2). Estos registraron la segunda y tercera tasa de crecimiento más alta del PIB, 6,9% y 6,6%, respectivamente. Junto con Bogotá, Santander y Valle del Cauca, estos cinco departamentos contribuyeron con el 80% del cambio en la producción nacional

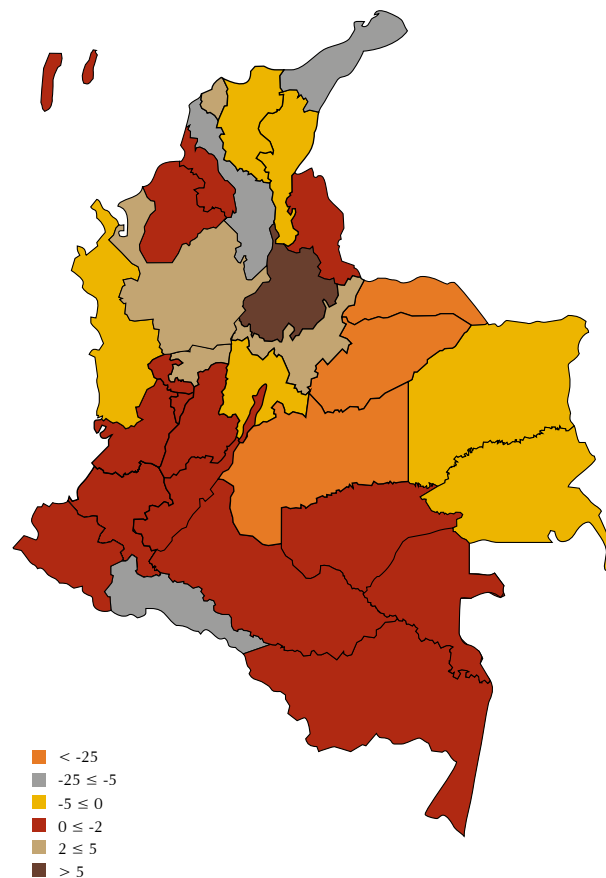
35 El DANE publica el PIB departamental para 33 territorios en el país. La información disponible más reciente es con corte a 2014.

36 Servicios empresariales: establecimientos financieros, seguros, actividades inmobiliarias y servicios a las empresas.

Mapa 1
PIB per cápita departamental, 2014
(porcentaje del PIB per cápita nacional)



Mapa 2
Cambio del PIB per cápita departamental, 2013-2014
(porcentaje del PIB per cápita nacional)



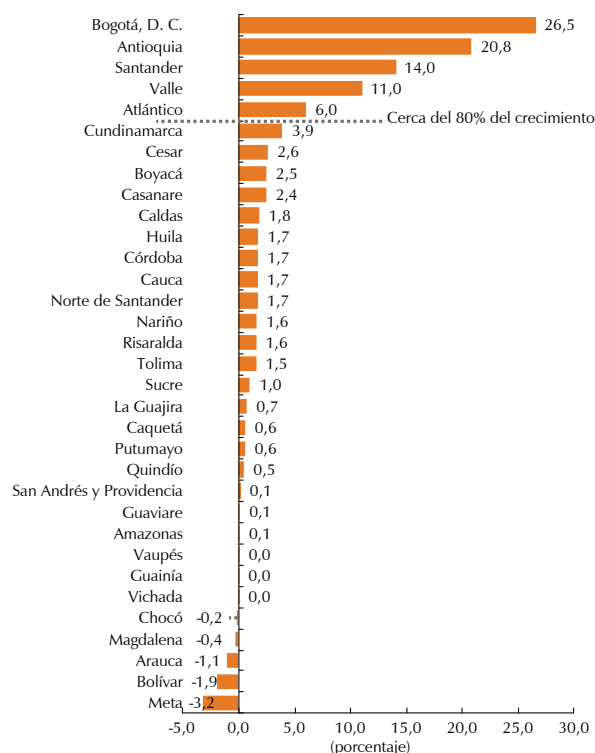
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

(Gráfico 41). En particular, el distrito capital tuvo un aporte del 26,5% y Antioquia uno del 20,8%.

Los territorios que presentaron una caída en su producto se caracterizaron por concentrar gran parte de su estructura económica en un solo sector (Arauca y Meta), y por el rezago local de actividades económicas importantes en su composición productiva (Chocó, Bolívar y Magdalena). Arauca experimentó la caída más pronunciada del PIB entre los territorios del país, seguido de Meta. Estos territorios basaron por lo menos la mitad de su economía en la extracción de petróleo crudo y gas natural, actividades pertenecientes al sector minero, que fue el único en registrar descenso en el orden nacional. Además, su PIB per cápita como proporción del nacional se redujo considerablemente, mostrando, con Casanare, las mayores disminuciones. No obstante, se mantienen dentro de los departamentos con el producto por habitante más alto.

En Bolívar, la industria, que es el principal sector con un aporte de 22,8% de la economía departamental, se vio afectada (-17,8%) a causa del cierre de la Refinería de

Gráfico 41
Contribución por departamento al crecimiento anual del PIB nacional, 2014



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Cartagena (Reficar) desde marzo de 2014 por la ampliación y modernización del complejo industrial³⁷, proceso que fue finalizado en su primera etapa en octubre de 2015. El descenso en el PIB observado en Magdalena fue el resultado de la reducción en la actividad constructora, la cual se contrajo 33,7% anual, a pesar de que en el contexto nacional dicho sector fue el más dinámico. Lo anterior fue causado en especial por la caída de 40,7% en la construcción de edificaciones. Chocó, por su parte, concentró un poco más de la mitad de su PIB en los sectores de minería y servicios sociales³⁸. Específicamente, las actividades de extracción de minerales metalíferos y de administración pública y defensa fueron los principales causantes de la caída de la producción departamental, debido a sus contracciones anuales de 22,1% y 5,4%, respectivamente.

2. El mercado laboral departamental en 2015

De acuerdo con los datos disponibles más recientes por departamentos a 2015³⁹, los indicadores laborales en los diferentes territorios del país mostraron com-

portamientos similares a lo observado en el contexto nacional. La reducción de la TD continuó, pero en menor magnitud a la observada en años anteriores. Pese a la disminución observada en la mayoría de los departamentos, se registraron incrementos en Atlántico, Bolívar, La Guajira, Magdalena, Norte de Santander y Tolima (Cuadro 9). Solo 8 de los 24 entes incluidos mantienen una TD de dos dígitos, a saber: Quindío, Norte de Santander, Chocó, Valle del Cauca, Risaralda, Tolima, Meta y Cauca.

En el promedio nacional la TD en 2015 descendió, a pesar de un aumento en la oferta laboral (medida por la TGP), porque se dio un incremento efectivo en la demanda por trabajo (medida por la TO). Este comportamiento se identificó para cerca de la mitad de los territorios del país.

Los mayores descensos en la TD departamental se registraron en aquellos territorios con los indicadores más altos en los años previos. El Gráfico 42 muestra

37 Garavito, A.; Gaitán, C.; Parra, D. (2014). “Nueva Refinería de Cartagena: impacto en la producción y balance del país”, en *Informe sobre Inflación*, septiembre de 2014, Bogotá: Banco de la República.

38 Servicios sociales: servicios sociales, comunales y personales.

39 El DANE los calcula con periodicidad anual para 23 departamentos y Bogotá, D. C. El total departamental hace referencia a estos 24 territorios.

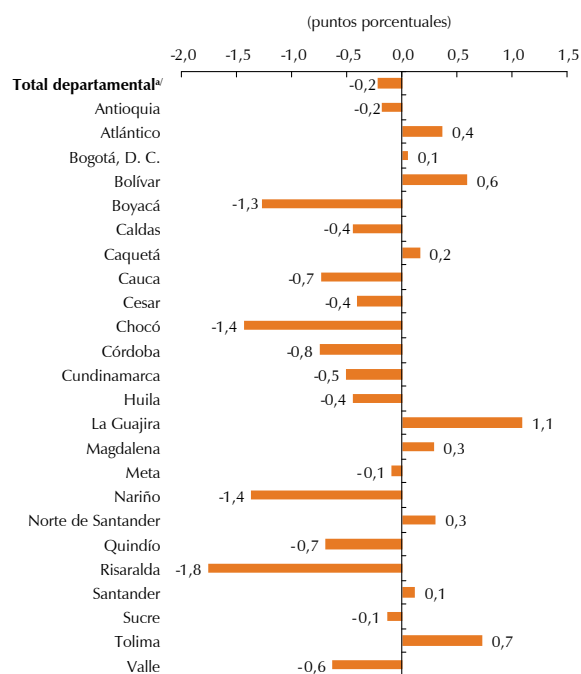
Cuadro 9
Indicadores del mercado laboral por departamento
(porcentaje)

Departamentos	Tasa global de participación (TGP)			Tasa de ocupación (TO)			Tasa de desempleo (TD)		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Total departamental^{a/}	64,3	64,5	65,0	58,1	58,6	59,2	9,6	9,1	8,9
Antioquia	63,9	63,5	62,7	57,7	57,5	56,9	9,7	9,4	9,2
Atlántico	60,1	60,9	63,4	55,6	56,3	58,4	7,5	7,6	8,0
Bogotá, D. C.	71,9	72,5	71,6	65,5	66,2	65,4	9,0	8,7	8,7
Bolívar	59,2	59,1	59,6	54,9	55,3	55,4	7,3	6,4	7,0
Boyacá	58,3	60,8	63,0	53,2	56,3	59,1	8,9	7,5	6,2
Caldas	53,4	54,3	56,7	48,4	49,5	51,9	9,2	8,8	8,4
Caquetá	51,0	53,6	54,9	46,8	49,5	50,7	8,2	7,6	7,8
Cauca	56,7	58,5	59,6	50,4	52,1	53,6	11,3	10,8	10,1
Cesar	55,9	55,4	56,5	51,3	50,2	51,4	8,3	9,3	8,9
Chocó	51,7	44,9	48,7	45,9	39,3	43,3	11,2	12,4	11,0
Córdoba	60,1	59,7	62,4	54,9	55,6	58,6	8,6	6,8	6,0
Cundinamarca	69,1	71,5	71,4	63,3	65,5	65,8	8,3	8,4	7,9
Huila	64,0	61,1	64,2	58,5	56,2	59,3	8,6	8,1	7,6
La Guajira	68,8	67,2	67,6	63,9	63,1	62,7	7,1	6,1	7,2
Magdalena	55,8	56,6	57,1	51,4	52,6	52,9	7,9	7,1	7,4
Meta	61,1	61,4	64,0	54,8	55,1	57,4	10,4	10,3	10,2
Nariño	67,6	67,6	68,4	60,1	60,5	62,1	11,0	10,5	9,2
Norte de Santander	61,6	59,6	59,2	53,6	52,3	51,8	13,0	12,2	12,5
Quindío	62,7	63,6	63,3	52,8	55,0	55,2	15,8	13,5	12,9
Risaralda	60,9	62,3	62,6	53,1	54,6	56,0	12,8	12,3	10,5
Santander	69,2	68,9	68,7	64,2	64,4	64,1	7,3	6,5	6,7
Sucre	59,1	59,3	57,6	53,6	54,3	52,8	9,4	8,4	8,3
Tolima	67,2	66,8	68,4	60,7	60,3	61,3	9,7	9,7	10,4
Valle	66,0	65,7	66,9	57,5	58,0	59,6	12,9	11,7	11,0

a/ El total departamental incluye 23 departamentos y Bogotá, D. C.
TGP = (población económicamente activa/población en edad de trabajar) × 100
TO = (ocupados / población en edad de trabajar) × 100
TD = (desempleados / población económicamente activa) × 100
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

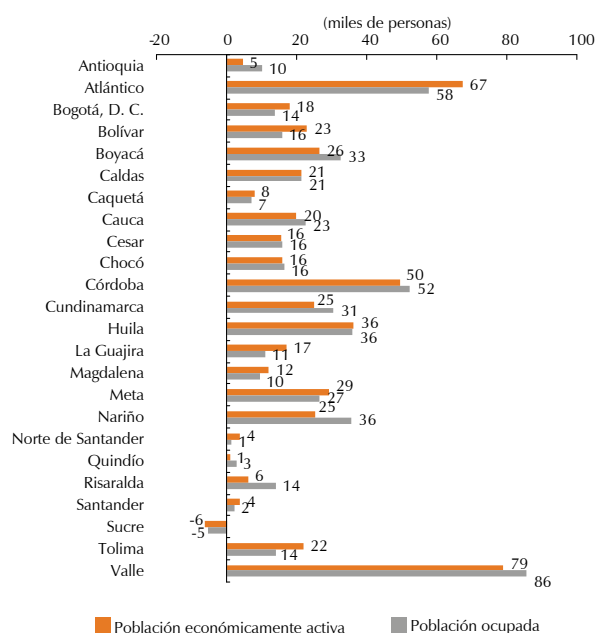
a Risaralda como el departamento que en 2015 presentó el mayor descenso en la TD, como efecto del aumento en la demanda de empleo (incrementó en 14.000 el número de ocupados) que superó la mayor oferta laboral (TGP) (6.000 nuevas personas entraron a la búsqueda de trabajo). No obstante, Risaralda continúa con una tasa de desempleo de dos dígitos, que supera la tasa total departamental en 1,7 pp. Le siguen Chocó y Nariño, que también aumentaron su TO y TGP, pero se mantienen con una TD por encima del promedio

Gráfico 42
Cambio en la tasa de desempleo por departamento, 2014-2015



a/ El total departamental incluye 23 departamentos y Bogotá, D. C.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 43
Cambio en la población económicamente activa y el número de ocupados por departamento, 2014-2015



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

nacional. Otros departamentos en este grupo con una elevada TD, pero que tuvieron importante disminución, fueron Quindío, Cauca y Valle del Cauca.

Con respecto a la creación de empleo, el Gráfico 43 muestra los cambios absolutos en la población económicamente activa y en el número de ocupados en 2015, cuando se generaron 529.000 nuevos empleos en los 23 departamentos y Bogotá, D. C. El departamento del Valle está en el primer lugar, con el mayor número de puestos de trabajo creados (79.000), lo que contribuyó a que la TD cayera en 60 pb; aun así, este departamento continuó con una TD de dos dígitos, superando en 2,1 pp a la del total departamental. Cabe señalar que la participación de las actividades de establecimientos financieros e inmobiliarios, junto con las de comercio, hoteles y restaurantes, fue de 38,6% en 2014⁴⁰. Estos sectores se caracterizan por una fuerte intensidad en mano de obra y fueron los de más alto crecimiento dentro del PIB nacional en 2015.

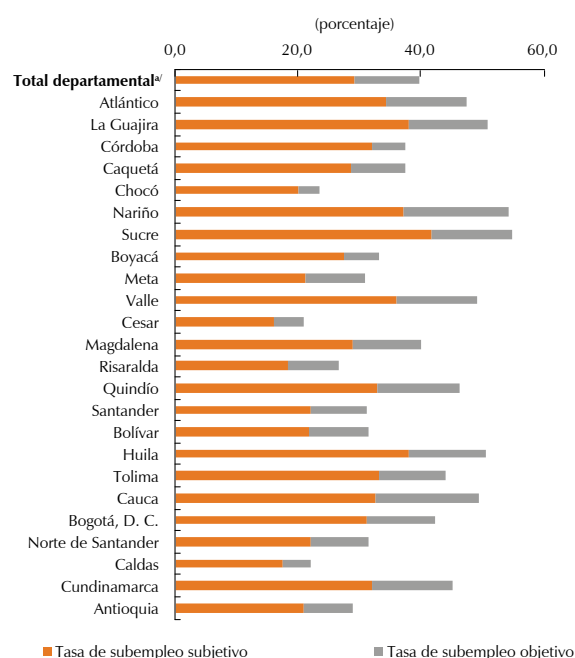
Una parte de los avances en la TO observada en los diferentes territorios del país coincide con el aumento en los subempleados, caso particular de Atlántico, Córdoba, Caquetá, Chocó, Nariño y Sucre. Esto, a pesar de que se mantuvo para el total departamental el porcentaje que se consideró subempleado⁴¹ (39,8%), del cual el 10,8% hizo gestión para mejorar su condición (subempleo objetivo) y el 29% reportó la insatisfacción, pero sin hacer gestión alguna (subempleo subjetivo). En todos los territorios la consideración de subempleado respondió, en primera instancia, a las condiciones de empleo inadecuado por ingresos⁴²,

40 De acuerdo con las estadísticas de PIB departamental del DANE.

41 El subempleo subjetivo se refiere “al simple deseo manifestado por el trabajador de mejorar sus ingresos, el número de horas trabajadas o tener una labor más propia de sus personales competencias. El subempleo objetivo comprende a quienes tienen el deseo, pero además han hecho una gestión para materializar su aspiración y están en disposición de efectuar el cambio” (Fuente: DANE [GEIH]).

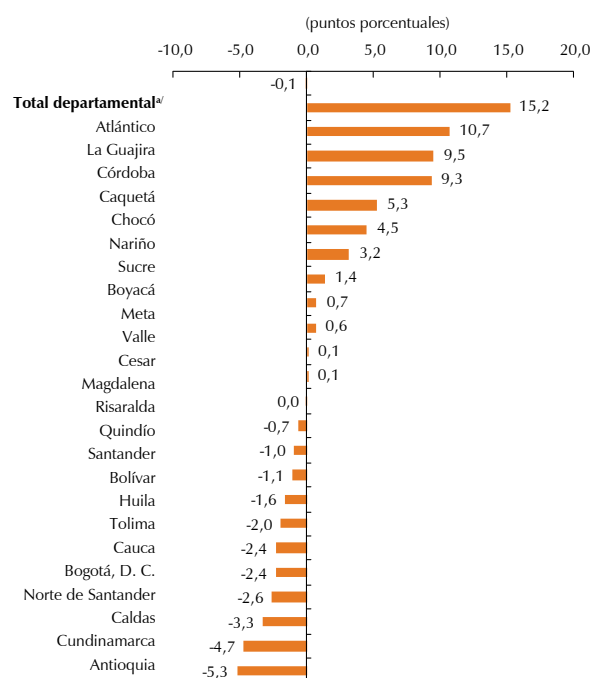
42 Incluye “todas las personas ocupadas que, durante el período de referencia, deseaban o buscaban cambiar su situación actual de empleo, con objeto de mejorar sus ingresos limitados” (Fuente: DANE [GEIH]).

Gráfico 44
Tasas de subempleo subjetivo y objetivo por departamento, 2015



a/ El total departamental incluye 23 departamentos y Bogotá, D. C.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 45
Cambio en la tasa de subempleo total por departamento, 2015



a/ El total departamental incluye 23 departamentos y Bogotá, D. C.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

seguido del inadecuado por competencias⁴³ y por insuficiencia de horas trabajadas⁴⁴.

Sucre, La Guajira y Huila tuvieron las más altas tasas de subempleo subjetivo, cercanas al 40%, mientras que Caldas, Cesar y Chocó presentaron las tasas de subempleo⁴⁵ más bajas (gráficos 44 y 45). En algunos de los 24 departamentos (incluido Bogotá, D. C.) el subempleo total superó más de la mitad de la población ocupada. Este fue el caso de Sucre (54,7%), Nariño (54,2%), La Guajira (50,8) y Huila (50,5%). En los tres primeros casos se presentó un aumento anual de este indicador en 2015, mientras que en Huila ha venido descendiendo. Por su parte Nariño registró el mayor porcentaje de personas que hizo gestiones para materializar su aspiración (subempleo objetivo), con más del 16%, lo que estuvo por encima del total departamental (10,7%).

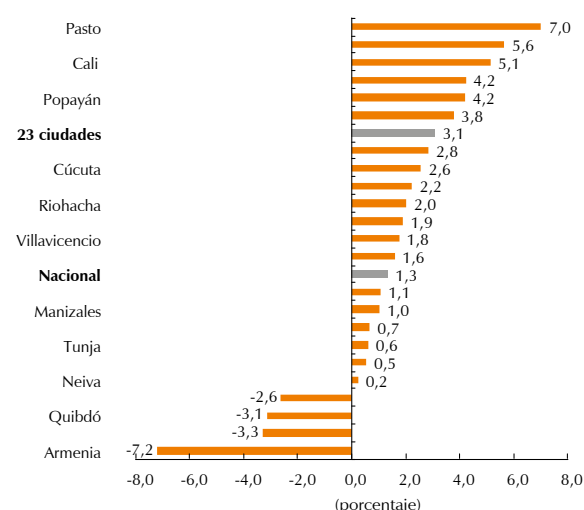
Con relación al ingreso laboral y de acuerdo con la información disponible de la GEIH del DANE para 23 ciudades capitales, el ingreso laboral real por hora creció 3,1% en 2015. Seis de estas ciudades aumentaron el ingreso por encima del promedio (Gráfico 46). Se destacó Pasto, en donde los trabajadores asalariados que más incrementaron su ingreso laboral fueron los que no poseían educación superior (10,2%) (Gráfico 47); sin embargo, la brecha de crecimiento anual entre estos y los que tienen más de quince años de estudios (universitario) continúa siendo alta. Por otra parte, en Barranquilla, la segunda ciudad con el más alto aumento de este indicador, los mayores avances se dieron en los que poseían más de quince años de educación (9,3%) y en los técnicos y tecnólogos (TyT) y universidad sin terminar (7,5%); una persona en este último nivel recibe en promedio la mitad de lo obtenido por los que tienen educación universitaria.

43 Incluye “todas las personas que trabajan y que durante el período de referencia, desean o buscan cambiar su situación de empleo actual para utilizar mejor sus competencias profesionales y están disponibles para ello” (Fuente: DANE [GEIH]).

44 Incluye “los ocupados que desean trabajar más horas ya sea en su empleo principal o secundario y tienen una jornada inferior a 48 horas semanales” (Fuente: DANE [GEIH]).

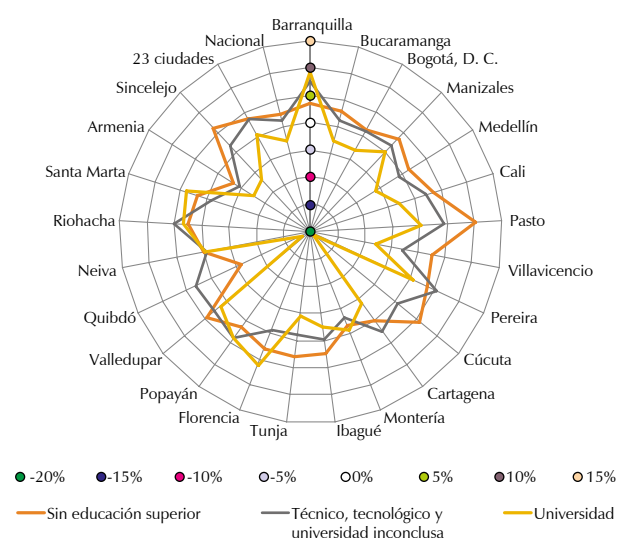
45 Tasa de subempleo: (número de personas subempleadas / población económicamente activa) × 100.

Gráfico 46
Crecimiento anual del ingreso laboral real mediano por hora de los asalariados, 2015



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 47
Crecimiento anual del ingreso laboral real mediano por hora de los asalariados por nivel educativo



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por otro lado, Armenia, Quibdó, Bogotá y Montería presentaron una disminución en el indicador; en las tres primeras el descenso más importante se observó en los ingresos de las personas que poseían educación universitaria.

3. La inflación al consumidor por ciudades en 2015

La inflación anual al consumidor en 2015 cerró por encima del registro del año anterior para las 24 ciudades estudiadas, consolidando así una tendencia creciente en los dos últimos años. Las mayores variaciones se presentaron en Manizales (7,97%) y Sincelejo (7,78%), por encima del total nacional (6,77%), mientras que los más bajos ocurrieron en Cúcuta (5,58%) y Bucaramanga (6,02%) (Cuadro 10). En cuanto al IPC sin alimentos, la variación fue menor que la inflación total en cada ciudad, mientras que el de alimentos mostró una mayor aceleración. Manizales, además de presentar la inflación total más alta entre las 24 ciudades, registró la mayor aceleración en 2015 frente a un año atrás (467 pb), al igual que ocurrió con los alimentos, cuyo incremento de 866 pb la ubicó en 13,15% para 2015.

Por cuenta de la fuerza y prolongación del fenómeno de El Niño, los alimentos fueron el grupo de mayor contribución a la inflación total en la mayoría de las 24 ciudades. Salvo Santa Marta, Medellín y Bucaramanga, todas tuvieron incrementos superiores al 10% en este grupo, de las cuales Pasto se destaca con la más alta (13,96%). El subgrupo de perecederos, que se calcula para trece ciudades⁴⁶, fue el de mayor alza (por encima del 25% para nueve de las trece ciudades), seguido de procesados (solo tres por debajo del 9%) y comidas fuera del hogar (todas las ciudades, en un rango entre 3% y 7%).

46 Sigue trece ciudades, donde las cifras del DANE están desagregadas no solo por grupo de gasto, sino también por subgrupo, clase y gasto básico: Barranquilla, Bogotá, Bucaramanga, Cali, Cartagena, Cúcuta, Manizales, Medellín, Montería, Neiva, Pasto, Pereira y Villavicencio.

Cuadro 10
Indicadores de inflación por ciudades

Ciudad	Inflación total (porcentaje)		Variación (pb)	Sin alimentos (porcentaje)		Variación (pb)	Alimentos (porcentaje)		Variación (pb)
	2014	2015		2014	2015		2014	2015	
Armenia	3,39	6,95	356	2,75	5,11	236	5,26	12,22	696
Barranquilla	3,42	7,65	423	2,70	6,44	374	5,17	10,55	538
Bogotá, D. C.	3,77	6,62	285	3,72	5,01	129	3,88	10,86	698
Bucaramanga	4,32	6,02	170	3,89	4,17	28	5,15	9,64	449
Cali	3,79	6,85	306	3,27	4,71	144	5,19	12,48	729
Cartagena	3,54	7,40	386	2,98	5,99	301	4,84	10,61	577
Cúcuta	2,87	5,58	271	1,85	3,25	140	4,93	10,10	517
Florencia	3,36	6,80	344	2,52	4,46	194	5,20	11,75	655
Ibagué	4,12	6,73	261	3,73	4,75	102	5,01	11,20	619
Manizales	3,30	7,97	467	2,84	5,90	306	4,49	13,15	866
Medellín	3,44	6,82	338	2,80	5,93	313	5,44	9,56	412
Montería	3,74	6,78	304	2,76	5,23	247	6,27	10,62	435
Neiva	3,79	7,20	341	2,95	4,31	136	5,48	12,91	743
Pasto	4,00	7,58	358	2,71	4,64	193	6,92	13,96	704
Pereira	3,12	6,87	375	2,32	5,54	322	5,34	10,42	508
Popayán	3,47	6,88	341	2,14	4,60	246	6,49	11,86	537
Quibdó	2,77	6,27	350	1,96	3,62	166	4,28	11,13	685
Riohacha	3,53	7,11	358	2,44	5,04	260	5,51	10,76	525
San Andrés	3,77	7,25	348	2,81	4,96	215	5,40	11,00	560
Santa Marta	3,39	6,70	331	2,68	5,58	290	4,84	8,96	412
Sincelejo	3,51	7,78	427	2,14	6,03	389	6,28	11,18	490
Tunja	3,60	6,07	247	2,84	4,30	146	5,37	10,13	476
Valledupar	4,29	6,76	247	3,77	5,36	159	5,60	10,19	459
Villavicencio	3,30	6,56	326	2,64	4,50	186	4,70	10,84	614
Total nacional	3,66	6,77	311	3,26	5,17	191	4,69	10,85	616

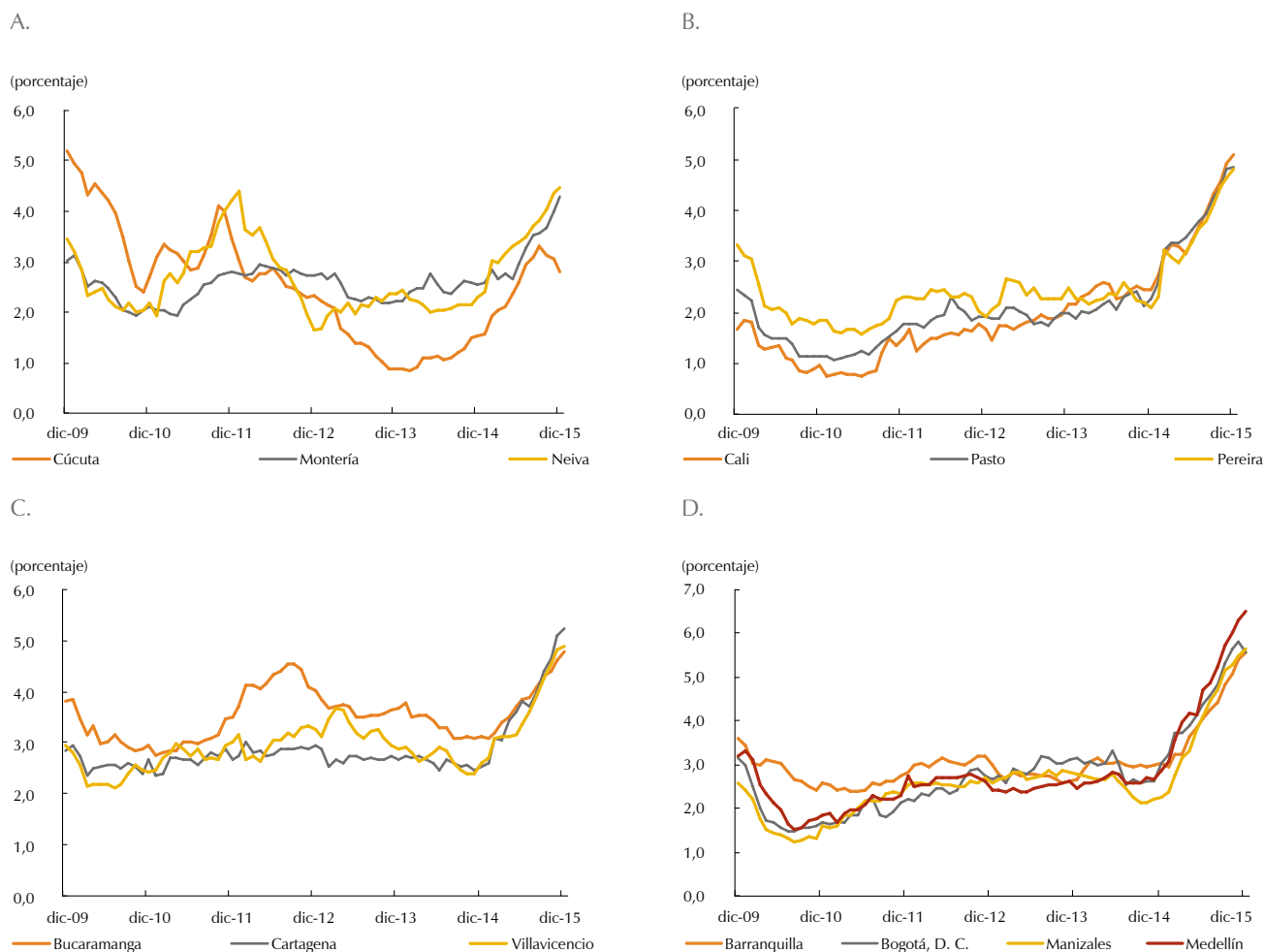
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El comportamiento para los perecederos durante 2015 estuvo en particular influenciado por una importante baja en las precipitaciones en buena parte del país. Dentro de las estadísticas disponibles provistas por el Instituto de Hidrología, Meteorología y Estudios Ambientales de Colombia (Ideam, *Boletín Climatológico Mensual*) para diferentes zonas del país, se distingue un mayor impacto en las regiones Caribe y Andina. Por ejemplo, Neiva, Palmira-Valle y Riohacha-La Guajira fueron territorios donde durante todos los meses del año las lluvias estuvieron muy por debajo del promedio histórico; y para el caso de Bogotá, Cúcuta-Norte de Santander y Lebrija-Santander, lo estuvieron en más de la mitad del año. En otras ciudades y zonas fue a partir de mayo cuando más se evidenció el descenso en lluvias, mientras que en casi todos los puntos de medición en el territorio nacional diciembre fue el mes de mayor déficit de lluvias frente al histórico. Paralelamente, durante todo 2015 la temperatura promedio mensual también se ubicó por encima de la media histórica en la mayoría de zonas. Además, durante el año se observó una tendencia a aumentar la brecha entre la temperatura promedio mensual y la

media histórica en las zonas referidas en el tema de las precipitaciones, como Neiva, Cúcuta-Norte de Santander, Lebrija-Santander, Bogotá, y en Quibdó-Chocó.

Con respecto al indicador de inflación sin alimentos ni regulados⁴⁷ para el grupo de las trece ciudades principales, se observó una aceleración durante 2015, siendo Cúcuta la de menor variación anual (2,79%), mientras que Medellín se caracterizó por el mayor registro, por encima de 6% (Gráfico 48). Por grupos de gasto, se observó también un mayor aumento generalizado de la inflación anual al consumidor. Se destacaron dos comportamientos: 1) la única deflación se tuvo en vestuario para Cúcuta (-7,2%), y 2) hubo un patrón regional en el comportamiento de la inflación del grupo de vivienda, dado que únicamente las ciudades de la costa Caribe tuvieron variaciones superiores al 6% (la más alta, Barranquilla, con 8,9%).

Gráfico 48
Inflación sin alimentos ni regulados, trece ciudades



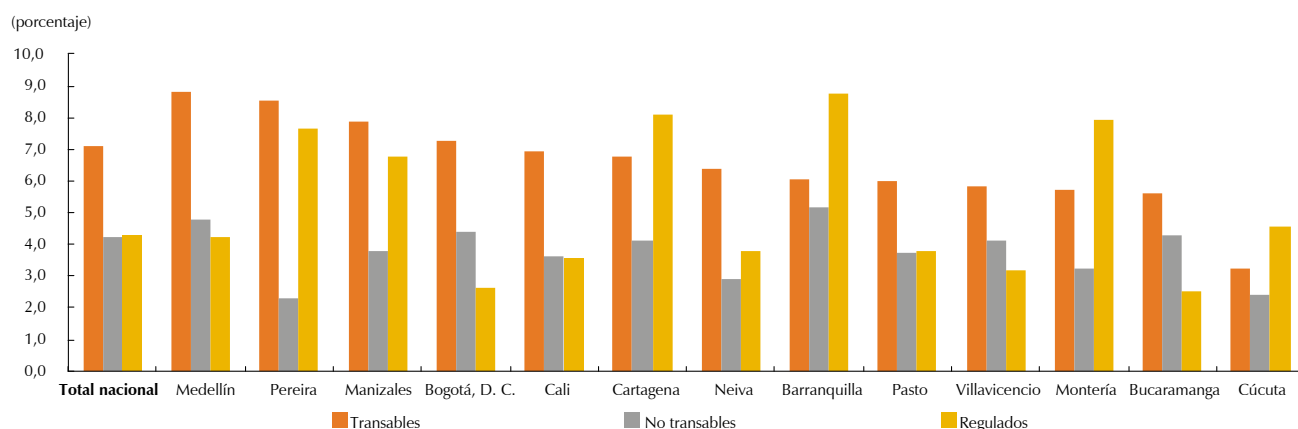
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

47 Cálculos realizados por el Banco de la República con información del DANE.

La tendencia alcista en la evolución de la inflación que se observó en las diferentes ciudades en 2015 también estuvo marcada por la transmisión de la fuerte depreciación a los precios de los productos importados, que terminó impactando los segmentos de alimentos y transables.

El segmento de transables (sin alimentos ni regulados) presentó una aceleración en la evolución de precios, al pasar en 2014 de una inflación en un rango entre 1,3% y 2,6% para las diferentes ciudades, a uno entre 3,2% y 8,9% en 2015; frente a un nacional cuya variación anual saltó de 2,03% a 7,09%. Este cambio es atribuible en gran medida al traspaso de la depreciación del peso a los costos de los importados y de estos a los bienes finales al consumidor. Medellín tuvo el dato más alto de transables sin alimentos ni regulados (8,83%), donde electrodomésticos para el hogar y vehículos, entre otros, tuvieron avances superiores al 10%, mientras que Cúcuta alcanzó el dato más bajo (3,22%) (Gráfico 49).

Gráfico 49
IPC de transables^{a/}, no transables^{a/} y regulados, trece ciudades 2015
(variación anual)



a/ Excluye alimentos y regulados.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por otra parte, para la inflación del segmento de no transables sin alimentos ni regulados, Barranquilla se caracterizó por ser la ciudad de mayor repunte (5,20%), por encima del dato nacional (4,21%) al cierre de 2015. En este caso, en gran medida atribuido a los bienes y servicios de la canasta asociados con vivienda, en tanto que las demás ciudades (salvo Neiva, Cúcuta y Pereira) tuvieron incrementos entre 3% y 5%.

Finalmente, con respecto a la inflación del grupo de regulados (combustibles, servicios públicos y transporte público), aún al haberse mantenido en niveles similares a los de 2014 para el total nacional, hubo ciudades con incrementos importantes en servicios públicos, en particular en la región Caribe. En estos aumentos contribuyó de manera importante la fuerte variación en gas y en energía eléctrica, relacionada en mayor medida por la nueva fórmula de cálculo de tarifas de gas estipulada por la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG) y, en menor medida, por los efectos del fenómeno de El Niño.

4. Comportamiento de las remesas internacionales

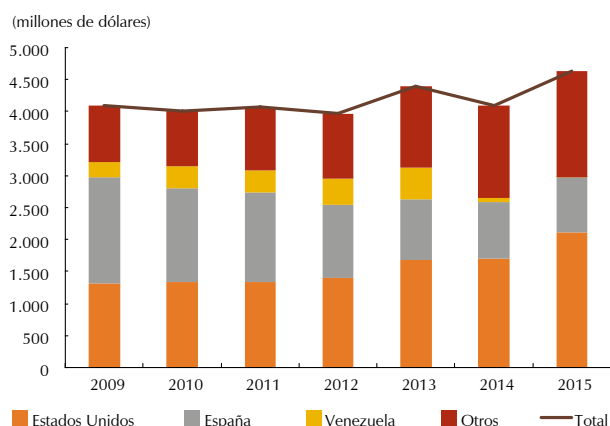
Actualmente hay por lo menos 2,5 millones de colombianos viviendo en el exterior⁴⁸, y las remesas que envían representan una importante fuente de ingreso para los hogares del país. Las estadísticas más recientes indican que en promedio entraron anualmente USD 4.178,6 m por este concepto entre 2009 y 2015, de los cuales cerca del 66% proviene de los Estados Unidos y España. Mientras que las remesas procedentes de los Estados Unidos crecieron de manera sostenida durante

este período, las de España mostraron una tendencia a la baja. Venezuela ocupó el tercer lugar en volumen de remesas, aun cuando vienen cayendo drásticamente desde 2014 como consecuencia de la contracción económica y las restricciones impuestas por el vecino país al envío de divisas (Gráfico 50).

En el año 2015 las remesas alcanzaron un pico de USD 4.635,5 m, lo cual representó un crecimiento anual de 13,2% con respecto al año anterior. Esto se debió principalmente al incremento de 24,5% en las remesas provenientes de los Estados Unidos, lo que se explica por la mejor situación de la economía de ese país. El otro factor que pudo haber estimulado el envío de remesas fue la fuerte devaluación del peso con respecto a las divisas extranjeras.

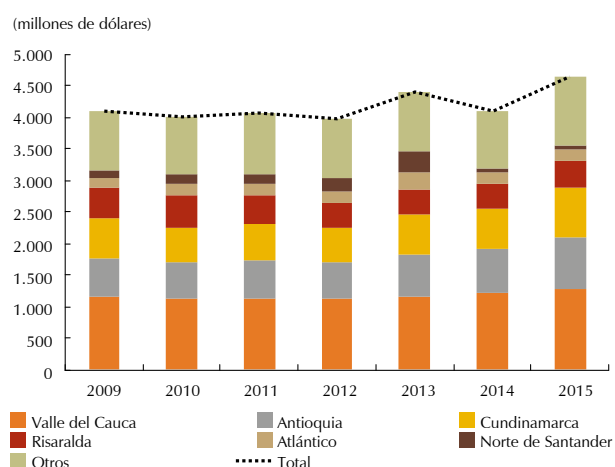
Los ingresos por remesas están concentrados en unas cuantas regiones del país. En el período 2009-2015 se destacaron los departamentos de Valle del Cauca, Antioquia, Cundinamarca (incluyendo a Bogotá) y Risaralda, que recibieron aproximadamente el 69% del total de remesas. Le siguieron en orden de importancia Atlántico, Norte de Santander, Quindío, Caldas, Bolívar y Santander, con una participación cercana al 19% (Gráfico 51 y Cuadro 11). En términos per cápita, el departamento que más recibió remesas entre 2009 y 2015 fue Risaralda, con un promedio anual cercano a los USD 464 por habitante, seguido de Quindío, Valle del Cauca, San Andrés y Providencia, y Norte de Santander (Gráfico 52). En general las remesas llegaron a las regiones de origen de los migrantes internacionales. De acuerdo con el censo de 2005, el 85,1% de los hogares que reportó al menos un familiar viviendo en

Gráfico 50
Remesas internacionales por país de origen



Nota: datos preliminares sujetos a revisión.
Las remesas por departamento corresponden a las recibidas por medio de intermediarios cambiarios. La categoría "otros" incluye origen sin identificar.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 51
Remesas internacionales por departamento



Nota: datos preliminares sujetos a revisión.
Las remesas por departamento corresponden a las recibidas por medio de intermediarios cambiarios. Cundinamarca incluye a Bogotá, y la categoría "otros" incluye origen sin identificar.
Fuente: Banco de la República.

48 Las estadísticas oficiales del DANE indican que en 2005 había 3,28 millones de colombianos residentes de manera permanente en el exterior. Las estimaciones más recientes del Banco Mundial indican que en 2013 había 2,53 millones de migrantes.

Cuadro 11
Remesas internacionales por departamentos y países de origen
(millones de dólares)

	2013					2014					2015				
	Estados Unidos	España	Venezuela	Otros	Total	Estados Unidos	España	Venezuela	Otros	Total	Estados Unidos	España	Venezuela	Otros	Total
Valle del Cauca	436,0	347,3	72,0	301,8	1.157,1	414,0	317,3	7,0	465,3	1.203,6	499,4	282,2	0,2	481,8	1.263,6
Antioquia	438,6	186,8	8,0	26,4	659,8	406,8	118,0	0,8	187,2	712,8	512,6	103,7	0,1	228,1	844,5
Cundinamarca	295,0	86,5	14,6	249,3	645,4	300,5	88,1	3,4	253,9	645,9	365,9	73,7	0,4	337,0	777,0
Risaralda	89,0	105,5	0,5	196,1	391,1	133,5	134,9	0,3	121,2	389,9	157,0	131,7	0,0	139,6	428,3
Atlántico	96,6	21,4	66,2	81,9	266,1	77,9	17,8	10,1	60,0	165,9	92,0	14,4	0,1	66,6	173,1
Norte de Santander	29,4	21,3	198,7	89,6	339,0	12,9	9,5	13,2	45,0	80,6	19,5	8,3	1,7	29,9	59,5
Quindío	62,2	49,4	0,9	27,6	140,0	56,8	43,3	0,1	51,4	151,7	73,8	39,2	0,0	58,3	171,3
Caldas	27,8	26,4	0,6	49,3	104,1	40,3	32,8	0,1	40,7	113,9	47,8	28,3	0,0	47,1	123,2
Bolívar	19,6	7,1	21,9	77,3	125,9	33,9	9,3	3,7	31,8	78,8	41,7	7,8	0,1	30,2	79,8
Santander	46,9	29,6	33,5	1,2	111,2	30,8	22,1	1,0	34,2	88,1	39,6	21,1	0,1	37,6	98,4
Otros	139,4	66,1	75,0	180,9	461,3	189,5	99,2	11,4	162,1	462,2	263,1	152,8	0,1	200,9	616,8
Total	1.680,4	947,2	492,0	1.281,4	4.401,0	1.696,9	892,2	51,3	1.452,8	4.093,2	2.112,5	863,3	2,6	1.657,2	4.635,5

Nota: datos preliminares sujetos a revisión.

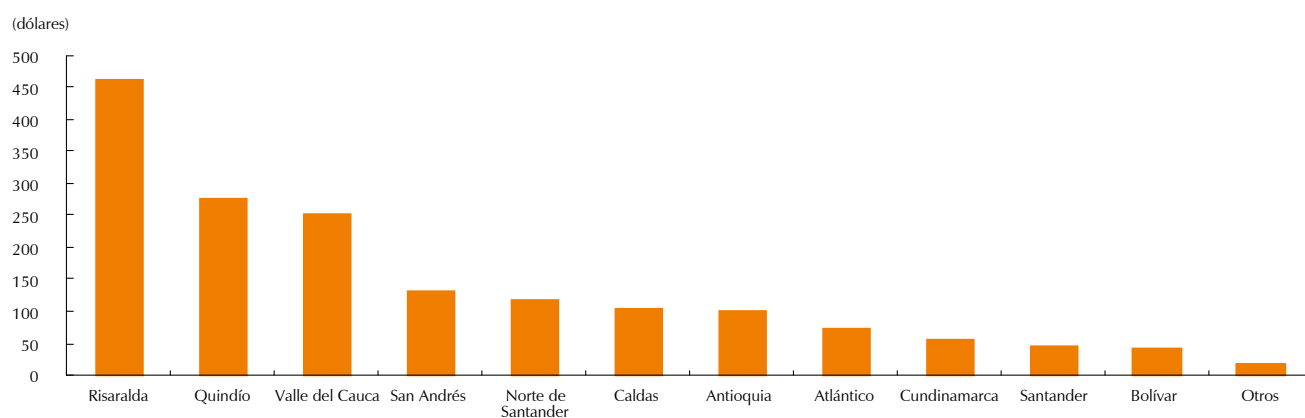
Las remesas por departamento corresponden a las recibidas por medio de intermediarios cambiarios. Cundinamarca incluye a Bogotá, D. C., y la categoría "otros" incluye origen sin identificar.

Fuente: Banco de la República.

el exterior habitaba en uno de los diez departamentos que encabezaron la lista de receptores de remesas.

Desde 2014 se registró una fuerte disminución en las remesas recibidas en Atlántico, Norte de Santander y Bolívar, causada en gran medida por la caída de aquellas provenientes de Venezuela. El caso más crítico es el de Norte de Santander, donde pasaron de USD 339 m en 2013 a USD 59,5 m en 2015. Por su parte, los departamentos que más contribuyeron al crecimiento de las remesas en 2015 fueron Cundinamarca (incluyendo Bogotá), Antioquia, Valle del Cauca y Risaralda. En total, las recibidas por estos departamentos aumentaron en 12,2% entre 2014 y 2015. Estos territorios son los mayores receptores de remesas provenientes de los Estados Unidos y, por tanto, los que más se han beneficiado de la recuperación económica de ese país.

Gráfico 52
Remesas internacionales per cápita por departamentos:
promedio anual, 2009-2015



Nota: datos preliminares sujetos a revisión.

Las remesas por departamento corresponden a las recibidas por medio de intermediarios cambiarios. Cundinamarca incluye a Bogotá, y la categoría "otros" incluye origen sin identificar.

La población departamental corresponde a las proyecciones de población del DANE para el año 2015.

Fuente: Banco de la República.

Recuadro 2

SUMINISTRO DE LIQUIDEZ PRIMARIA POR PARTE DEL BANCO DE LA REPÚBLICA, 2008-2016

En Colombia la política monetaria se rige por un esquema de inflación objetivo, que propende por mantener una tasa de inflación baja y estable, y alcanzar un crecimiento del producto acorde con la capacidad potencial de la economía. En este marco, el instrumento principal es la tasa de interés de referencia (tasa de intervención o tasa de política) mediante la cual la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) envía sus señales de política. Una tasa de interés más alta les indica a los agentes que deben reducir o moderar su endeudamiento, consumo o inversión, y viceversa.

Para lograr que la tasa de interés de mercado¹ se ubique muy cerca de la tasa de intervención definida, el Banco de la República afecta la oferta de base monetaria. La base monetaria es la cantidad de dinero que utiliza la economía para operar y, como con cualquier bien, los agentes demandan más de ella en la medida en que su precio (la tasa de interés) caiga, y viceversa. En consecuencia, para lograr que la tasa de interés de mercado se sitúe alrededor de la tasa de interés de intervención, el Banco de la República debe proveerle a la economía la cantidad de dinero que esta demande a ese precio. Una diferencia fundamental del esquema de inflación objetivo frente a los esquemas previos de instrumentación de la política monetaria es que el Banco de la República no busca llevar la base monetaria (u otro agregado monetario) por una senda específica, sino equilibrar el mercado a la tasa de interés deseada. Esta, y no la cantidad de dinero, es el instrumento de política.

En el día a día la demanda de base fluctúa alrededor de una tendencia creciente debido a múltiples factores. Dicha tendencia se presenta puesto que una economía en crecimiento necesita cada vez más dinero para operar. Frente a las fluctuaciones de la demanda de base monetaria, el Banco de la República debe proveer o drenar liquidez del mercado para mantener la TIB cercana a la tasa de referencia. Para hacerlo, cuenta con diferentes instrumentos. En este recuadro se explican las distintas formas como el Banco de la República entrega y retira liquidez de la economía, y los cambios en la utilización de estos mecanismos en los últimos nueve años.

En la primera sección se presentan algunos lineamientos generales que el Banco contempla a la hora de determinar

cómo se amplía o se contrae la base monetaria, y en la segunda se hace un recuento del suministro de la liquidez durante los periodos 2008-2014 y 2015-2016.

1. Algunas consideraciones sobre el suministro de base monetaria

La demanda de base monetaria es la suma del efectivo y la reserva bancaria (encaje) que los establecimientos de crédito tienen, bien sea en las cuentas de depósito que para tal fin mantengan en el Banco de la República o como efectivo en sus cajas. Como se anotó, ambos dependen inversamente de la tasa de interés de corto plazo y directamente del valor nominal de las transacciones de la economía. La reserva de los bancos también está determinada por el requisito de encaje legal. El efectivo, por su parte, responde además a factores estacionales, como fines de semana, festivos, pagos de nómina, etc.

Por su parte, puesto que la base monetaria es un pasivo del banco central con el público, su oferta se afecta por los movimientos de los rubros del balance del Banco. El esquema de balance de un banco central como el de Colombia es el siguiente (Cuadro R2.1):

Cuadro R2.1
Esquema del balance del Banco de la República

Activo	Pasivo
Reservas internacionales	Base monetaria (efectivo más reserva bancaria)
Inversión en títulos de deuda	Depósitos del Gobierno
Operaciones activas con el sistema financiero (repos activos)	Depósitos del sistema financiero que no constituyen encaje
Otros neto	Patrimonio
	Capital y utilidades

Fuente: Banco de la República.

Como en el balance de cualquier agente, las cuentas siempre deben estar equilibradas. En consecuencia, la base monetaria se va a ver alterada por cambios en las reservas internacionales, en el saldo de las inversiones en títulos de deuda del Gobierno, en los depósitos del Gobierno o en sus operaciones activas o pasivas con el sistema financiero.

Por ejemplo, cuando el Banco de la República compra dólares en el mercado, entrega pesos a su contraparte, expandiendo la base monetaria. En sentido contrario, si el Banco

¹ En el caso colombiano la tasa de mercado que el Banco quiere conducir a un valor similar al de la tasa de política es la tasa interbancaria (TIB). La TIB hace referencia a una tasa de interés a la cual los intermediarios financieros se prestan fondos entre sí con un plazo de un día hábil. Estos préstamos no son colateralizados y, por tanto, su tasa refleja el riesgo crediticio asociado con las contrapartes involucradas en las operaciones.

vende títulos TES que tenga en su poder, los agentes le entregarán pesos a cambio, contrayéndola. En general, la oferta de base puede variar por decisiones externas al Banco, como un aumento o una disminución de los depósitos del Gobierno, o porque el Banco de la República la afecta para alcanzar algún objetivo de política (v. g.: la compra o venta de reservas internacionales).

Fluctuaciones de la oferta o de la demanda de base pueden alterar el equilibrio entre ellas e inducir variaciones de la tasa de interés de corto plazo de mercado que la aparten del nivel de la tasa de política. Por ejemplo, un aumento de los depósitos del Gobierno en el Banco reducirá la oferta de base monetaria y, dada la demanda, presionará al alza la tasa de interés. Un aumento estacional de la demanda de efectivo, dada una oferta fija de base monetaria, generará también presiones hacia el aumento de la tasa de interés. En casos como estos, el Banco de la República puede ajustar la oferta de base monetaria, de modo que la oferta y la demanda se equilibren al nivel de la tasa de interés de política.

Para ello el Banco de la República otorga o drena liquidez mediante los siguientes instrumentos (que se pueden derivar del balance mostrado en el Cuadro R2.1):

1. Comprar o vender títulos de deuda pública². Cuando el Banco de la República compra un título de deuda, otorga liquidez al plazo del título en cuestión. A su vencimiento, el emisor del título (v. g.: el Gobierno, si se trata de un TES), tendrá que pagar el capital al Banco de la República y en ese momento se contraerá de nuevo la base. En este sentido, la liquidez que el Banco de la República entrega en este tipo de operaciones es tan de corto o largo plazo como el título lo sea. Asimismo, el Banco de la República busca ser un tomador de precios en este mercado para no alterar la curva de rendimientos.

2. Realizar operaciones transitorias con el sistema financiero. Para expandir o contraer la base, el Banco de la República también puede realizar las denominadas operaciones repo. Cuando quiere hacer una expansión, entrega recursos a un agente financiero (los agentes colocadores de OMA³), y este, a su vez, le entrega un título de deuda pública que respalda la operación, en caso de incumplimiento. Estas transacciones son de muy corto plazo, normalmente un día, al cabo

del cual se revierte la operación. Por lo general, el agente pagará la tasa de interés de intervención por estos recursos, con lo cual el Banco de la República busca equilibrar el mercado en torno a dicha referencia.

Cuando la autoridad monetaria quiere hacer una contracción, puede convocar a los agentes a que realicen depósitos que el Banco de la República remunerará a la tasa de intervención menos un margen (depósitos remunerados no constitutivos de encaje: DRNCE⁴), los cuales, como su nombre lo indica, no hacen parte de la reserva bancaria. El plazo de este tipo de operaciones es definido por el Banco de la República cuando abre la convocatoria para que los agentes financieros participen en las subastas de intervención monetaria, que por lo común es de un día.

3. Finalmente, como se mencionó, el Banco de la República podría tener que intervenir en el mercado cambiario en cumplimiento de algún otro objetivo de política y encontrar que el impacto en la base monetaria es el requerido para sus objetivos monetarios. En ese evento, los efectos monetarios de la operación cambiaria no serán compensados por otros movimientos de la oferta de base, y tendrán carácter permanente. Sin embargo, es importante destacar que el propósito original de la operación cambiaria no es el de alterar la base, sino que esto último es su consecuencia⁵.

El Banco de la República hace uso de los instrumentos descritos buscando evitar una posición deudora neta de corto plazo con el sistema financiero; esto es, una situación en la cual las operaciones de contracción transitoria requeridas sean mayores que las operaciones transitorias de expansión. Lo anterior, debido a que en varios episodios en el pasado, cuando el Banco de la República se enfrentó a este tipo de situaciones, se presentaron desviaciones negativas importantes de la tasa de interés de mercado (TIB) con respecto a la tasa de interés de política, dificultando la transmisión de la política monetaria. Esto ocurrió, por ejemplo, en períodos cortos entre 2007,

2 Desde la expedición de la Ley 1238 de julio de 2009 se pueden utilizar títulos emitidos por el mismo Banco de la República para sus operaciones monetarias. Asimismo, se pueden emplear títulos de deuda privada (Resolución Externa 11 de 2012).

3 Los agentes colocadores de OMA para operaciones transitorias son los establecimientos de crédito y las sociedades comisionistas de bolsa que pertenezcan al programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (artículo 9, Resolución Externa 24 de 1998 del Banco de la República).

4 Este tipo de depósito fue creado en 2004 y reglamentado en abril de 2007 (Circular Reglamentaria Externa DODM 148 – Asunto 10), y reemplazó el mecanismo de operaciones repo en reversa (en los repos en reversa el Banco de la República recibe depósitos de contracción y entrega títulos al sistema financiero). Sin embargo, en 2007 el saldo de inversiones en poder del Banco de la República fue muy bajo en relación con la contracción necesaria de liquidez en el mercado primario, por lo cual se creó el mecanismo de DRNCE.

5 Varias son las razones que pueden explicar la intervención en el mercado cambiario entre las que se encuentran: 1) alcanzar un nivel de reservas adecuado en relación con los pagos externos del país, que mejore las condiciones de acceso a los mercados financieros internacionales y minimice la vulnerabilidad del país ante choques externos e internos, 2) mitigar movimientos de la tasa de cambio que no reflejen el comportamiento de los fundamentales de la economía, y 3) moderar episodios de excesiva volatilidad cambiaria.

2008 y 2010, y de nuevo entre 2013 y 2014 (Gráficos R2.1 y R2.2).

Para manejar esta situación se hizo uso de los DRNCE y de los depósitos de control monetario⁶. Estos últimos provienen de las colocaciones de TES de control monetario por parte del Gobierno, cuyos recursos se depositan en el Banco de la República. Los primeros depósitos de control monetario se efectuaron en noviembre de 2012 y se extendieron hasta noviembre de 2014, con plazos que oscilaron entre tres meses y tres años. Estos depósitos tienen la característica de permanecer en el Banco de la República hasta el vencimiento de los títulos.

Por otra parte, también se busca evitar un alto grado de apalancamiento a un día del sistema financiero con el Banco de la República, en el caso en que este último tenga una posición acreedora neta, puesto que ello puede generar presiones no deseadas al alza de la TIB y un descalce excesivo de plazos en el balance de los intermediarios⁷. Como se observa en el Gráfico R2.2, en momentos en que los saldos de repos de expansión del Banco de la República se incrementan en montos importantes, se presenta una mayor diferencia positiva de la TIB con respecto a la tasa de interés de política (TIP). Para evitar esta situación, la autoridad monetaria puede realizar compras definitivas de TES y repos a plazos mayores a un día.

2. Suministro de la liquidez en el periodo 2008-2016

El Cuadro R2.2 presenta las fuentes de oferta de base monetaria para el período 2008 a junio de 2016. Se distinguen dos períodos: 1) 2008 a 2014, y 2) 2015 a junio de 2016.

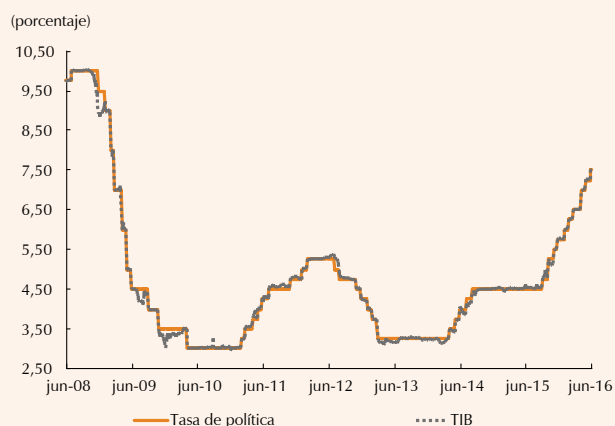
a. 2008 a 2014

Durante estos años, el Banco de la República mantuvo una participación activa en el mercado cambiario mediante el programa de subastas de compra directa de divisas. Estas compras ascendieron a USD 24.768 m entre junio de 2008 y diciembre de 2014, e implicaron una expansión de la liquidez primaria de COP 45.972 mm durante el período. Como resultado, este mecanismo se convirtió en la principal fuente de oferta per-

6 Véase Circular Reglamentaria Externa DODM 276 del 14 de noviembre de 2012.

7 Cuando se eleva mucho el monto de operaciones de expansión a un día, los intermediarios pueden empezar a tener restricciones sobre el monto de títulos con los que cuentan como garantía para ellas, se puede elevar su percepción de riesgo por la alta dependencia de este instrumento en su fondeo, y se aumenta el descalce de plazo de su balance, puesto que se incrementan sus pasivos de muy corto plazo, mientras que el plazo de su activo se mantiene. Estas circunstancias, entre otras, pueden hacer que la TIB se eleve por encima de la tasa de interés de referencia.

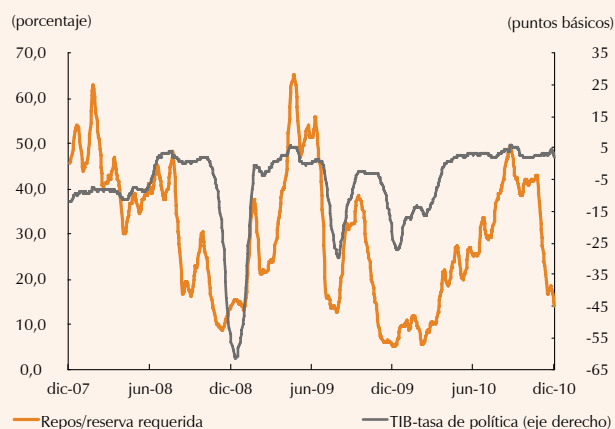
Gráfico R2.1
Tasa de interés interbancaria (TIB) y tasa de política



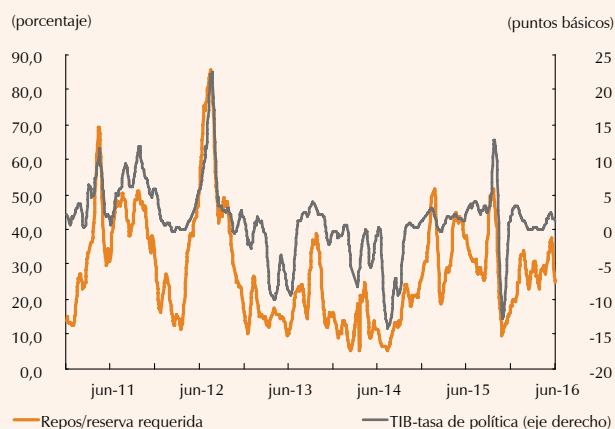
Fuente: Banco de la República.

Gráfico R2.2
Relación repos totales a reserva requerida versus TIB-tasa de política (promedio móvil de 15 días hábiles)

A. 2008-2010



B. 2011-2016



Fuente: Banco de la República.

Cuadro R2.2
Fuentes de la base monetaria
(miles de millones de pesos)

Concepto	(Variaciones anuales) ^{a/}								(Variación año corrido)
	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Jun-16
I. Gobierno	3.559	169	(769)	(2.363)	(2.914)	(5.972)	(6.330)	11.717	(16.856)
Traslado de utilidades en pesos	1.415	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósitos en el Banco de la República	2.144	169	(769)	(2.363)	(872)	1.971	(3.221)	3.559	(16.856)
Depósitos remunerados de control monetario	0	0	0	0	(2.041)	(7.943)	(3.108)	8.158	0
II. TES regulación	(496)	2.444	(2.446)	(325)	(442)	(1.037)	(1.369)	(36)	11.449
Compras definitivas	653	3.000	0	0	0	1.091	0	1.860	15.033
Ventas definitivas	(960)	(499)	(1.999)	0	0	(1.111)	(1.236)	0	0
Vencimiento	(189)	(57)	(448)	(325)	(442)	(1.016)	(133)	(1.896)	(3.584)
III. Operaciones de liquidez del Banco	(5.221)	(293)	1.974	1.534	(1.255)	2.017	2.914	(259)	(423)
Expansión ^{b/}	(3.856)	(1.087)	2.079	1.210	(1.220)	1.557	2.799	23	(574)
Contracción ^{c/}	(1.365)	794	(105)	323	(35)	460	115	(282)	150
IV. Divisas^{d/}	3.899	265	5.822	6.790	8.695	12.586	7.914	0	(781)
Opciones put para control de volatilidad	932	1.154	0	0	0	0	0	0	0
Opciones call para control de volatilidad	(535)	(888)	0	0	0	0	0	0	0
Opciones call para desacumulación de reservas	0	0	0	0	0	0	0	0	(781)
Opciones para acumulación de reservas	798	0	0	0	0	0	0	0	0
Subasta de compra directa	2.705	0	5.822	6.790	8.695	12.586	7.914	0	0
V. Otros^{e/}	2.037	766	750	828	1.039	1.035	1.449	1.425	494
Variación total de la base	3.778	3.352	5.330	6.464	5.124	8.630	4.578	12.848	(6.117)
Saldo de la base monetaria	36.193	39.545	44.875	51.339	56.463	65.093	69.671	82.519	76.402

a/ Estas cifras corresponden al cierre del mes calendario.

b/ Incluye repos a un día, *overnight* y a plazo.

c/ Incluye contracción a un día y a plazo.

d/ No se incluyen las operaciones con organismos internacionales.

e/ Dentro del rubro "otros" se incluye el efecto monetario del P y G del Banco.

Fuente: Banco de la República.

manente de base monetaria, y en algunos períodos, incluso, estos recursos fueron superiores al aumento de la demanda de base monetaria⁸. Esto se tradujo en una posición deudora neta del Banco de la República con el sistema financiero en algunas ocasiones y lo llevó a realizar operaciones de esterilización mediante ventas definitivas de TES al mercado.

Como se observa en el cuadro, las ventas netas y vencimientos de TES redujeron la liquidez permanente en el mercado

primario en COP3.671 mm durante el período⁹. Sin embargo, el saldo de TES en poder del Banco no fue suficiente para compensar la expansión monetaria originada por la intervención cambiaria, lo que hizo necesario emplear mecanismos adicionales, entre los que se destacan:

- Los mayores depósitos del gobierno nacional en el Banco mediante la colocación de TES de control monetario iniciada en noviembre de 2012. El saldo de estos depósitos ascendió a COP13.093 mm a finales de 2014 y su

8 Excepto en 2009, cuando el aumento de la demanda de base ascendió a COP3.352 mm, mientras que la intervención cambiaria tuvo un efecto expansionista de COP265 mm.

9 Este valor resulta de la suma del renglón II del Cuadro R2.2 para el período 2008-2014.

saldo máximo fue de COP13.915 mm en noviembre del mismo año¹⁰.

- Los DRNCE, cuyo saldo promedio fue de COP663 mm durante el período, con un monto máximo de cerca de COP5.137 mm en abril de 2013.
- Finalmente, la reducción de los cupos de operaciones repo de expansión también contribuyó al drenaje de la liquidez permanente originada en las compras de divisas por parte de la autoridad monetaria.

b. 2015 a junio de 2016

A partir del 12 de diciembre de 2014 el Banco de la República suspendió la intervención en el mercado cambiario mediante las subastas de compras directas. Por tanto, desde entonces el Banco de la República ha otorgado la liquidez primaria al sistema financiero con otros mecanismos.

En 2015 el crecimiento de la base monetaria ascendió a COP12.848 mm. Una parte de ese aumento se generó en la reducción de los depósitos de la DGCPTN en el Banco de la República en COP11.717 mm. De este monto, COP8.158 mm correspondió a la reducción de los depósitos remunerados de control monetario, como resultado del vencimiento de TES de control monetario. Como se ilustró, cambios en los depósitos de la DGCPTN en el Banco de la República generan movimientos de balance que afectan la base monetaria. Estos cambios no son determinados por la autoridad monetaria, pero son una fuente de fuertes movimientos de la base.

La demanda restante se suministró mediante repos de expansión, los cuales registraron un saldo promedio de COP5.867 mm para el plazo de un día, y de COP2.200 mm en los de mayor plazo.

En lo corrido de 2016 hasta junio el Gobierno aumentó los depósitos en el Banco de la República en COP16.856 mm para atender sus requerimientos de caja y, en particular, para cumplir con los vencimientos de TES programados para junio por un monto de COP10.964 mm¹¹. Esto contrajo la liquidez en un valor mayor a la reducción estacional de la demanda de base (COP6.117 mm). El aumento fuerte del saldo de la DGCPTN por un plazo relevante, llevó al Banco de la República a utilizar la siguiente combinación de instrumentos:

1. Compras netas definitivas de TES por COP15.033 mm. Como se mencionó, al participar en estas operaciones busca ser tomador de precio (no formador) y actuar en la parte corta de la curva, para afectar la base monetaria a esos plazos. En la medida de lo posible el Banco de la República compró títulos que estaban próximos al vencimiento, en cuyo caso, al ser papeles que típicamente el mercado no transa, no hay consideraciones de concentración de la emisión. Cuando debe participar en títulos más largos, la autoridad monetaria evita concentrar la tenencia de una emisión en particular para no afectar de manera negativa su liquidez.

2. Repos activos a plazos superiores a un día, cuyo monto en promedio desde el 21 de enero pasado y hasta el 24 de junio fue de COP3.759 mm, y representó un promedio de 48% del total de repos de expansión (Gráfico R2.3). La liquidez remanente se otorgó mediante repos activos a un día.

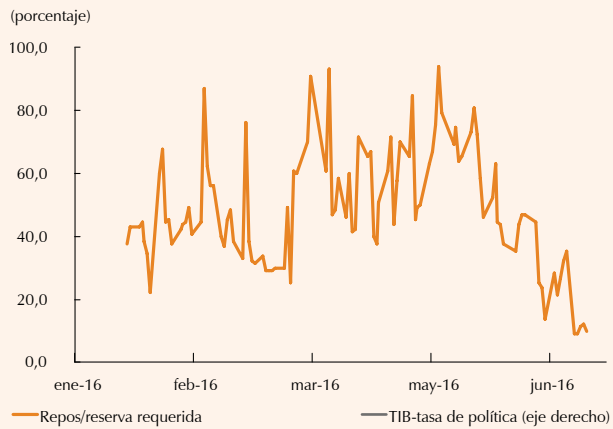
En la medida en que la expansión monetaria en lo corrido del año se ha realizado principalmente mediante la compra de TES y las subastas de repos de expansión, se observa un cambio en la composición del activo del balance del Banco de la República. En particular, el saldo activo de títulos de regulación monetaria pasó de COP118 mm a COP12.548 mm entre diciembre de 2015 y junio de 2016.

Con esta estrategia se ha buscado proveer la liquidez que el mercado demanda a la tasa de interés de referencia. En vista de la gran cantidad de liquidez que la DGCPTN ha tenido que retirar del mercado en ciertas coyunturas, la estrategia del Banco de la República ha buscado combinar las operaciones repo de corto plazo, con algunas de más largo plazo y con compras definitivas de títulos. Esta combinación de instrumentos busca minimizar la posibilidad de que la tasa de interés de mercado se aleje de la tasa de referencia, lo cual ha ocurrido en el pasado cuando las expansiones de la base mediante repos a un día han tenido montos muy amplios, y para no exacerbar el descalce de plazos del balance de los intermediarios financieros. Las compras se concentran en títulos que les quedan pocos días al vencimiento y, cuando es necesario, en papeles con mayor plazo remanente, con lo cual se cuida de no afectar en gran medida la liquidez de la emisión. En todos los casos el Banco de la República procura ser un tomador de precios en el mercado secundario de títulos de deuda pública para no debilitar su señal de política monetaria.

10 El saldo remanente de estos títulos venció en julio de 2016.

11 Valor nominal del vencimiento. Al incluir cupones, este ascendió a COP11.759 mm.

Gráfico R2.3
Repos a plazo mayor a un día/repos totales^{a/}



a/ Información para días hábiles. Se presentaron saldos de repos a plazo entre el 21 de enero y el 24 de junio de 2016.
Fuente: Banco de la República.

Recuadro 3

LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN COLOMBIA: CARACTERIZACIÓN Y DINÁMICA RECIENTE

1. Introducción

La recepción de recursos de capital externo en la modalidad de inversión extranjera directa (IED) es crucial para una economía con baja dotación de capital, como la colombiana. Algunas de las ventajas de este tipo de financiación son las siguientes: es una fuente de largo plazo más estable que otros flujos de capital (deuda e inversión de portafolio) que favorece, a su vez, el acceso a nuevas tecnologías, la transferencia de conocimiento y crea incentivos para modernizar la capacidad productiva (Dunning, 1976).

Entre 2005 y 2015 Colombia registró un incremento significativo de las entradas de IED, que al final del período totalizaron USD 11.942 m (4,3% del PIB), monto superior a los observados en la década de los ochenta y noventa, cuando alcanzaron, en promedio, USD 426 m (0,9% del PIB) y USD 1.774 m (1,8% del PIB), respectivamente. Incluso, en el primer trimestre de 2016 los recursos provenientes por IED mantuvieron niveles importantes (USD 4.568 m), lo cual indica que la economía nacional continúa siendo atractiva para los inversionistas extranjeros.

Son varias las razones que explican este crecimiento: Colombia es un país con abundancia de recursos naturales, en especial mineroenergéticos, lo que es atractivo para la inversión extranjera orientada a la explotación de este tipo de bienes. Adicionalmente, la incorporación de mejoras en el marco institucional y contractual y el auge de los precios de las materias primas (Asiedu, 2013) crearon las condiciones propicias para la llegada masiva de IED a tal sector para el período 2005-2015.

Ahora bien, la estabilidad macroeconómica, el crecimiento de la demanda interna, las mayores inversiones en infraestructura y en tecnología también han permitido que la IED hacia otro tipo de actividades productivas continúe llegando a la economía colombiana en montos históricamente altos. Es así como en 2015 los sectores orientados al mercado interno recibieron en total USD 8.349 m (2,9% del PIB). En vista de lo anterior, este recuadro revisa algunas de las razones por las que el flujo de IED llegó a la economía colombiana en cantidades sin precedentes, y cómo los niveles de estos recursos financieros no se han reducido sustancialmente, en particular por la dinámica de las actividades orientadas a cubrir la demanda interna.

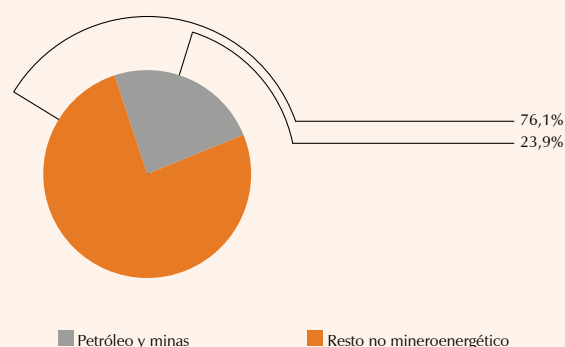
2. Evolución de la IED en Colombia

Entre 1994 y 2004, previo al aumento histórico de los precios de las materias primas, la IED en Colombia se caracterizó por tener en promedio montos de USD 2.500 m anuales,

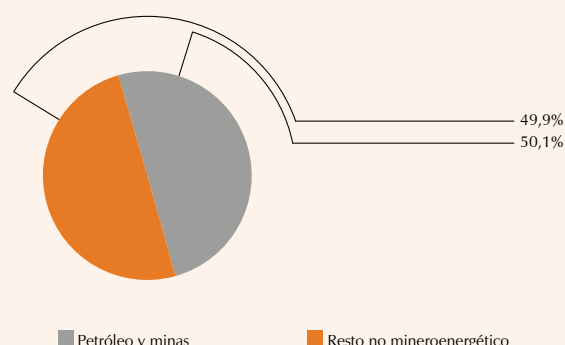
que se concentraron en ramas orientadas al mercado interno. Estos sectores fueron principalmente los vinculados con la prestación de servicios públicos (electricidad, gas, agua y telecomunicaciones), la industria manufacturera y los servicios financieros, y representaron en su conjunto más del 76% del flujo total (Gráfico R3.1, panel A).

Gráfico R3.1
Participación de los flujos IED dirigidos al sector de petróleo y minería

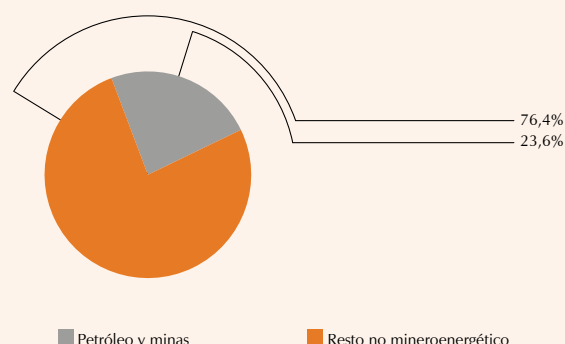
A. 1994-2004



B. 2005-2014



C. 2015 a I trim.- 2016



Fuente: Banco de la República.

Luego, entre 2005 y 2014 el flujo de IED en Colombia aumentó significativamente y alcanzó niveles promedio anuales de USD 11.300 m. Dicho incremento fue impulsado en especial por el mayor capital extranjero destinado a la explotación de hidrocarburos y minas, actividades que recibieron cerca del 50% del valor total de la IED (Gráfico R3.1, panel B). Estos recursos también se orientaron, aunque en menor cuantía, hacia los sectores de infraestructura, transporte, tecnología y comunicaciones.

Dada la fuerte descolgada de los precios del petróleo y del carbón que se registró desde mediados de 2014, se ha empezado a observar una menor participación del sector mineroenergético en el flujo total, similar a la registrada en los años previos al alza de los precios de las materias primas (Gráfico R3.1, panel C), puesto que no se ha observado una fuerte contracción del flujo total de IED. Esto demuestra que las actividades orientadas al mercado interno siguen siendo atractivas para los inversionistas extranjeros y son susceptibles de recibir mayores recursos externos.

a. La IED en la explotación de recursos naturales en Colombia

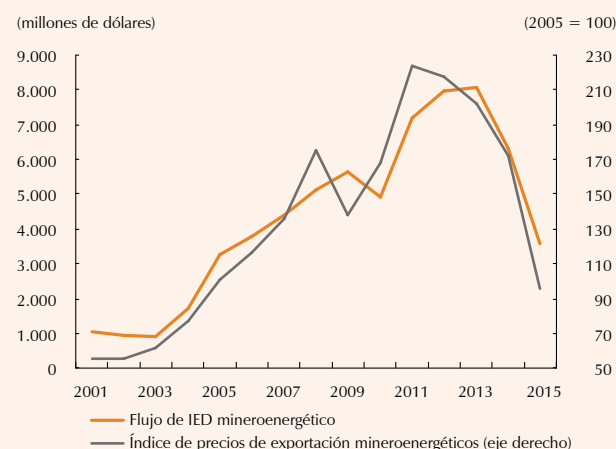
Sgún la literatura económica, las razones que explican la llegada de IED al sector mineroenergético se pueden explicar de acuerdo con el comportamiento de tres de sus determinantes: 1) abundancia relativa de recursos naturales; 2) marco institucional-contractual, y 3) precios internacionales de las materias primas. En primer lugar, Colombia es un país con abundantes recursos naturales, entre ellos de bienes mineroenergéticos. Ejemplo de ello es el carbón, del que Colombia tendría reservas medidas suficientes para asegurar 71,5 años de producción (UPME, 2015), lo que a su vez explica que el país sea el máximo productor de este mineral en la región, con una participación del 87,7% en el mercado latinoamericano¹. En segundo lugar, en el ámbito institucional-contractual se han realizado distintas reformas tendientes a

mejorar la competitividad del país y a fortalecer y simplificar la regulación².

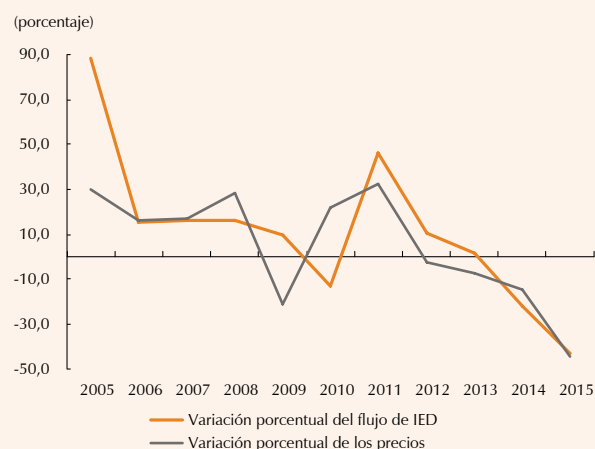
En lo corrido del siglo XXI se ha observado un estrecho vínculo entre la dinámica de los precios de las materias primas, el comportamiento de los flujos de IED y las ganancias registradas por las empresas con capital foráneo (Gráfico R3.2). En particular, existe una fuerte relación positiva entre la variación de precios en el período actual (t) y la IED mineroenergética un período adelante ($t + 1$) con un coeficiente de correlación del 76%. En otras palabras, se observa que

Gráfico R3.2
Precios vs. flujo de IED dirigida al sector mineroenergético

A. Niveles



B. Variaciones porcentuales



Fuente: Banco de la República.

1 En cuanto al petróleo, pese a que las reservas probadas son relativamente bajas (2.308 millones de barriles) con respecto a otros productores de crudo de la región (Venezuela y Brasil), hay un potencial para el incremento de la tasa de recobro de pozos existentes, el uso de nuevas tecnologías y la exploración de nuevas áreas. Para los demás bienes mineroenergéticos se presentan perspectivas similares: la producción de níquel ronda alrededor de las 50.000 toneladas en promedio, lo cual representa un crecimiento cercano al 100% con respecto a los años noventa, y la producción de oro durante la última década creció de manera sostenida y alcanzó su máximo histórico en 2012, con un total de 2.127 miles de onzas troy, lo cual implica un importante potencial aurífero nacional (UPME, 2015).

2 Dentro de los principales estamentos públicos que se han creado recientemente, se encuentran la Agencia Nacional de Minería (ANM), la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH), y la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME), que con el apoyo de las demás entidades gubernamentales que regulan el sector, han facilitado los trámites mineros mediante el Sistema Integrado de Administración Minera (ANM, 2014).

el incremento de la IED en este sector es precedido de un aumento en los precios, particularmente desde 2007.

En suma, la abundancia de recursos naturales y un contexto institucional y contractual favorables atrajeron importantes flujos de IED hacia las empresas vinculadas con la actividad mineroenergética. Además, como consecuencia de los altos precios y del mayor volumen de producción observado durante 2005 y 2015, se estima que la rentabilidad implícita³ promedio del sector minero y petrolero colombiano fue superior a la del resto de sectores receptores de IED (14,7% frente al 8,3% del resto de sectores), lo que también contribuyó a atraer importantes flujos de capital externo hacia estas actividades.

Sin embargo, en los últimos dos años esta tendencia se ha revertido como resultado de la caída de los precios internacionales de estas materias primas, lo que se ha traducido en un fuerte descenso de la rentabilidad implícita promedio de la actividad mineroenergética a niveles de 5,2%, ubicándose por debajo de los de las demás actividades (7,5%). Por consiguiente, al afectarse las expectativas de mayores ganancias para los inversionistas, la inversión para la explotación de recursos naturales en el país se ha contraído.

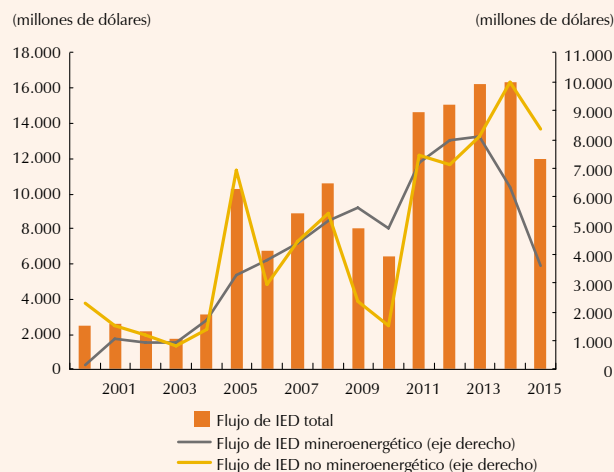
b. La IED en Colombia en sectores productivos enfocados hacia el mercado interno

La evolución reciente del flujo de IED en las actividades económicas orientadas al mercado interno está compensando de manera parcial la reducción de los flujos destinados a la explotación de recursos naturales. Este hecho se sustenta en que los demás sectores continúan recibiendo un flujo de IED que incluso alcanzó su máximo histórico en 2014, con un total de USD 10.011 m (Gráfico R3.3).

A diferencia del sector mineroenergético, la IED recibida por las demás actividades económicas se ha enfocado principalmente en aprovechar las ventajas que presenta un mercado interno dinámico y de gran tamaño, como es el de Colombia. Evidencia de ello es la baja participación que tienen las exportaciones en los ingresos totales de las compañías con IED diferentes a las mineras o petroleras: entre 2005 y 2014 sus ventas externas representaron, en promedio, el 11,1% de sus ingresos totales, en contraste con el 78,9% de las del sector mineroenergético.

En ese mismo período, los sectores orientados al mercado interno que más recibieron IED fueron el de la industria manufacturera (en particular en elaboración de bebidas y

Gráfico R3.3
Flujo de IED



Fuente: Banco de la República.

alimentos, fabricación de productos químicos, y de papel y cartón) con un 35,2% del flujo acumulado de IED; establecimientos financieros (19,7%); transporte, almacenamiento y comunicaciones (17,4%), y comercio, restaurantes y hoteles (17,3%). De esta manera, los sectores enfocados a la prestación de servicios públicos y a suplir la creciente demanda interna concentraron la gran mayoría de la IED (Gráfico R3.4), tendencia que se ha hecho aún más evidente en los últimos meses, debido principalmente a la inversión recibida por el sector de suministro de electricidad, gas y agua por un monto acumulado de USD 2.667 m.

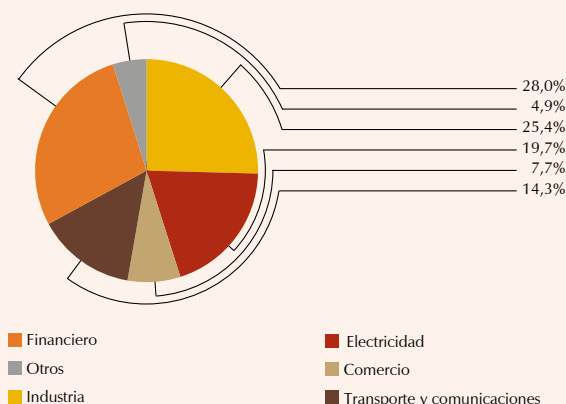
Cabe señalar que en los últimos cinco años el 43% de la IED en sectores diferentes al de recursos naturales ha tenido lugar mediante la compra de participaciones de capital, el 20% por medio del otorgamiento de deudas, y el 37% por la decisión de las empresas de reinvertir sus utilidades⁴. Cabe resaltar la alta participación que tiene la reinversión de utilidades como factor dinamizador de la IED en Colombia. Entre 2000 y 2015 los sectores distintos a los mineroenergéticos reinvertieron cerca del 52% de sus utilidades generadas, siendo transporte, almacenamiento y comunicaciones (82,2%), comercio, restaurantes y hoteles (65%) e industria manufacturera (49,4%) los que más se destacan en este aspecto. De nuevo, este hecho es el resultado del crecimiento de la producción, las ventas y de las ganancias de las empresas con capital extranjero, factores que les permiten tomar la decisión de reinvertir sus utilidades para expandir sus negocios.

3 El cálculo de esta rentabilidad corresponde a la relación entre la utilidad total en el período t (UT_t) y saldo de la inversión directa al final del mismo período (ID_t): $(UT_t / ID_t) \times 100\%$.

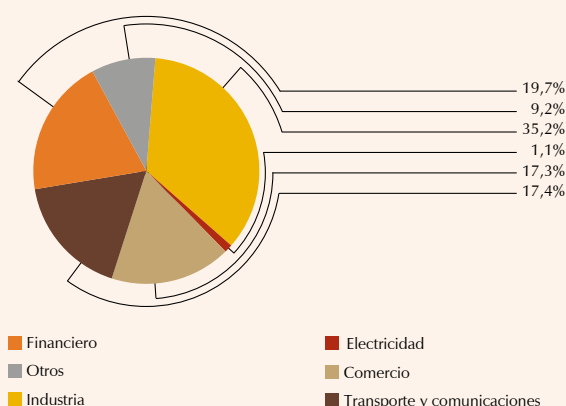
4 De acuerdo con el FMI (2009), la IED presenta tres modalidades: 1) compra de participaciones de capital en una empresa; 2) otorgamiento de deudas a compañías en las que previamente había comprado acciones, y 3) la decisión de la empresa de reinvertir las utilidades que tienen por derecho sus inversionistas extranjeros.

Gráfico R3.4
Flujo de IED por sector económico diferentes al
minerioenergético

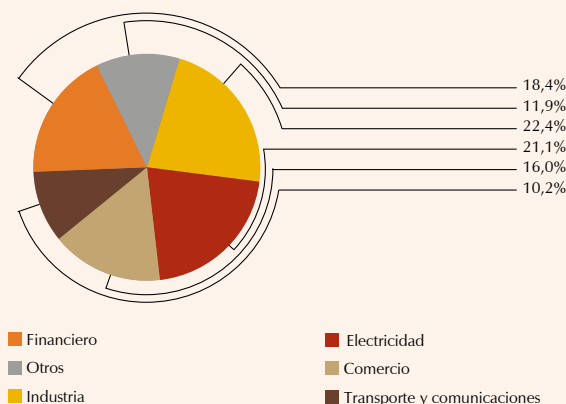
A. 1994-2004



B. 2005-2014



C. 2015 a I trim.- 2016



Fuente: Banco de la República.

3. Conclusiones

Entre 2005 y 2014 la IED orientada a la extracción de recursos naturales (petróleo, carbón, ferroníquel) creció sostenidamente, siendo el monto recibido de IED en 2014 el doble de lo que llegó en 2005. Entre los motivos que explican esta situación se encuentran los altos precios internacionales de los minerales (incluyendo el petróleo crudo) que aumentaron la rentabilidad del negocio; un marco contractual más favorable para el sector privado, y las expectativas de encontrar importantes yacimientos (en especial de petróleo).

Entre los beneficios de la llegada de mayor IED en recursos naturales se encuentra el incremento de la producción de los minerales y el petróleo crudo, los mayores ingresos y ganancias para las empresas de este sector, el incremento del recaudo fiscal (impuestos y regalías) y de la liquidez en el mercado cambiario de divisas, entre otros aspectos. Sin embargo, desde mediados de 2014 este escenario cambió de manera drástica, con una reducción de más del 60% en el precio internacional del petróleo crudo, y en general del precio de los minerales, situación que se vio reflejada en la reducción similar de los flujos de IED para la extracción de recursos naturales.

En este contexto, las actividades orientadas al mercado interno están recuperando la relevancia que poseían antes del auge de materias primas, debido a que nunca dejaron de recibir financiamiento externo por parte de sus inversionistas foráneos, y a su mayor nivel de reinversión de utilidades. De hecho, en el último año la IED en sectores diferentes a recursos naturales creció 16%, lo que permitió una contracción más suave en el flujo total de IED, que se redujo sólo un 15%. Estos recursos se han destinado en particular a desarrollar la infraestructura, el transporte, la tecnología y las comunicaciones del país, contribuyendo a incrementar la competitividad.

Referencias

- ACP (2015). *Informe Estadístico Petrolero*, en www.acp.com.co
- ANM (2014). *Promoting Competitive and Responsible Mining in Colombia*.
- Asiedu, E. (2013). "Foreign Direct Investment, Natural Resources and Institutions", International Growth Centre, en: <http://www.theigc.org/project/natural-resources-institutions-and-fdi/>
- Banco de la República (2009). "Flujos de inversiones directas en Colombia", Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, febrero.
- Banco de la República (2011). "Evolución reciente de los flujos de capital en Colombia", Nota Editorial, núm. 1000, *Revista del Banco de la República*.
- Banco de la República (varios años). Balanza de pagos de Colombia, en <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>

- Blonigen, B. A.; Piger, J. (2011). "Determinants of Foreign Direct Investment", working paper, documento de trabajo, núm. 16704, National Bureau of Economic Research.
- BP Global (2016). "BP Statistical Review of World Energy June 2016", en (<http://www.bp.com/content/dam/bp/pdf/energy-economics/statistical-review-2016/bp-statistical-review-of-world-energy-2016-full-report.pdf>)
- Dunning, J. (1976). *La empresa multinacional*, México: Fondo de Cultura Económica, cap. 1.
- FMI (2009). *Manual de balanza de pagos y posición de inversión internacional*, sexta edición, Washington, D. C.
- Garavito, A.; Iregui, A.; Ramírez, M. (2012). "Inversión extranjera directa en Colombia: evolución reciente y marco normativo", Borradores de Economía, núm. 713, Banco de la República.
- López, E.; Montes, E.; Garavito, A.; Collazos, M. (2012). "La economía petrolera en Colombia (parte I): marco legal-contratual y principales eslabones de la cadena de producción (1920-2010)", Borradores de Economía, núm. 692, Banco de la República.
- López, E.; Montes, E.; Garavito, A.; Collazos, M. (2013). "La economía petrolera en Colombia (parte II): relaciones intersectoriales e importancia en la economía nacional", Borradores de Economía, núm. 748, Banco de la República.
- Nunnenkamp, P.; Spatz, J. (2003). "Foreign Direct Investment and Economic Growth in Developing Countries: How Relevant are Host-Country and Industry Characteristics?", working paper, núm. 1176, Kiel Institute for World Economics.
- UPME (2015). *Boletín Estadístico de Minas y Energía, 2010-2015*, Ministerio de Minas y Energía.
- Walsh, J. P.; Yu, J. (2010). "Determinants of Foreign Direct Investment: A Sectorial and Institutional Approach", working paper, núm. 10/187, Fondo Monetario Internacional.

III. RESERVAS INTERNACIONALES

Al cierre de junio de 2016 las reservas internacionales netas fueron (USD 47.025,08 m), cuantía superior en USD 293,98 m a la registrada en diciembre de 2015.

Este incremento se explica por la rentabilidad de las reservas y por el fortalecimiento de las demás monedas de reserva frente al dólar estadounidense.

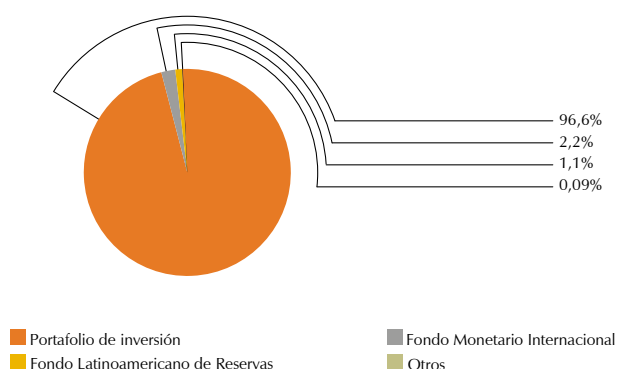
De forma consistente con la Ley 31 de 1992, el Banco de la República administra las reservas internacionales conforme al interés público, al beneficio de la economía nacional y con el propósito de facilitar los pagos del país en el exterior. De acuerdo con esto, la ley define que la inversión de los activos de reserva se hará con sujeción a los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad.

El 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 financieras en países vecinos. En este contexto, mantener un nivel adecuado de reservas internacionales también sirve para mejorar la confianza en el país y, por ende, enfrentar en mejor medida una crisis en los mercados externos. El nivel de las reservas internacionales es un factor que determina la percepción sobre la capacidad de pago de los prestatarios nacionales. Las agencias calificadoras de riesgo y los prestamistas externos consideran que un nivel adecuado de reservas permite que los residentes puedan atender las obligaciones en moneda extranjera, tales como el pago de importaciones y el servicio de la deuda externa en el momento en que el país enfrente dificultades

de acceso al financiamiento externo. El uso que dan los agentes en los mercados internacionales de capitales a los indicadores de capacidad de pago de las reservas, como medida de liquidez del país, resalta la importancia de mantener un nivel adecuado de estas. Un país con niveles bajos de reservas internacionales puede recibir menos recursos del resto del mundo por inversión directa, tener una mayor dificultad para acceder a créditos externos o pagar mayores tasas de interés sobre la deuda externa.

El Banco de la República administra las reservas internacionales dentro de un marco estricto de control de riesgos, en el cual se destacan las medidas encaminadas al manejo del riesgo de mercado, con el fin de que el valor de las inversiones no se vean afectadas significativamente por cambios en las tasas de interés internacionales, y al manejo del riesgo crediticio, con el propósito de tener una probabilidad muy baja de enfrentar eventos de incumplimiento de los pagos. Estas medidas de control de riesgos buscan que las reservas mantengan un alto nivel de seguridad y liquidez, lo que a su vez está asociado con una menor rentabilidad, ya que las inversiones más seguras son también las que tienen rendimientos más bajos⁴⁹. La rentabilidad de las reservas también se ha visto afectada en los últimos años por la coyuntura internacional, ya que los bancos centrales de los países desarrollados han mantenido tasas de interés muy bajas o incluso negativas.

Gráfico 53
Composición de las reservas internacionales brutas
(al 30 de junio de 2016)



Fuente: Banco de la República.

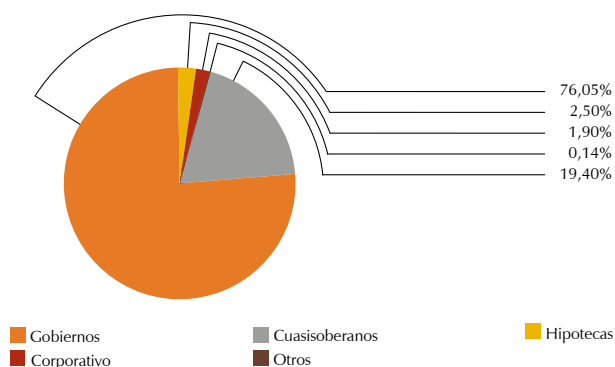
A junio de 2016 las reservas internacionales netas totalizaron USD47.025,08 m, cuantía superior en USD293,98 m al saldo registrado en diciembre de 2015⁵⁰. El aumento de las reservas internacionales en lo corrido de 2016 se explica por la rentabilidad de las reservas y por la apreciación de las monedas diferentes al dólar estadounidense, las cuales compensaron la disminución observada por la intervención en el mercado cambiario.

El principal componente de las reservas internacionales es el portafolio de inversión, el cual corresponde a las inversiones en instrumentos financieros en el mercado internacional y al oro físico certificado (96,3% y 0,3% de las reservas, respectivamente). En el Gráfico 53 se presenta la composición de las reservas internacionales.

49 Véase el Anexo: “Políticas de administración del portafolio de inversión de las reservas internacionales”, p. 117.

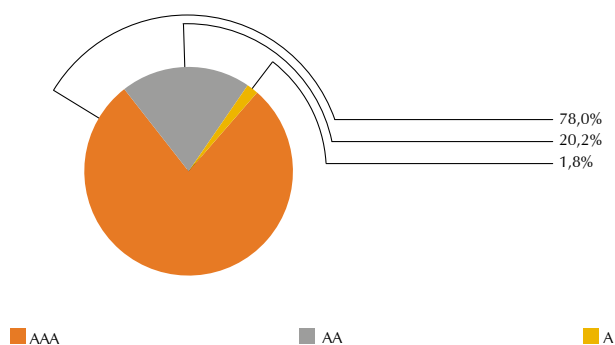
50 Las reservas internacionales netas son iguales al total de las reservas internacionales, o reservas brutas, menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera con agentes no residentes. Las reservas internacionales brutas ascendieron a USD47.029,56 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron USD4,48 m.

Gráfico 54
Composición del portafolio de inversión por sectores
(al 30 de junio de 2016)



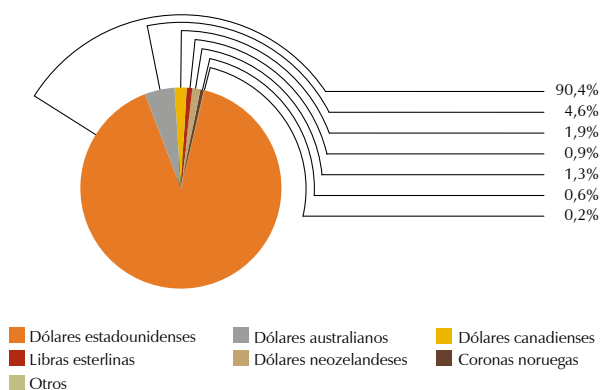
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 55
Composición del portafolio de inversión por calificación crediticia
(al 30 de junio de 2016)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 56
Composición cambiaria del portafolio de inversión
(al 30 de junio de 2016)



Fuente: Banco de la República.

A. COMPOSICIÓN DEL PORTAFOLIO DE INVERSIÓN⁵¹

En el Anexo se presenta una explicación de las políticas que orientan la inversión del portafolio de inversión y algunas definiciones relevantes. En el Gráfico 54 se observa la composición del portafolio a junio de 2016, cuando alrededor del 95% estaba invertido en papeles emitidos por gobiernos, entidades relacionadas con gobiernos (cuasigobiernos) y acuerdos de recompra con la Reserva Federal.

El Gráfico 55 muestra la calidad crediticia del portafolio de inversión. El Banco utiliza como referencia la menor calificación otorgada por al menos dos de las tres principales agencias calificadoras (S&P, Moody's y Fitch Ratings). El 78,0% del portafolio se encuentra invertido en instrumentos con calificación AAA y el 20,2% en AA, lo cual evidencia la alta calidad de los activos en que se invierte.

Finalmente, el Gráfico 56 muestra la composición cambiaria que tenía el portafolio de inversión al 30 de junio de 2016. El dólar de los Estados Unidos tiene la mayor participación en las reservas internacionales de Colombia, debido a que la mayor parte de las transacciones comerciales y financieras del país con el resto del mundo se realizan en esta moneda. También, se permiten inversiones en las siguientes monedas: dólares canadiense, australiano, neozelandés, hongkonés y singapurense; coronas sueca y noruega; libra esterlina; franco suizo; euro; yen; remimbi, y won coreano. Todas estas monedas se caracterizan por contar con altos volúmenes diarios de negociación y pertenecer a países que tienen gobiernos con altas calificaciones crediticias.

B. RENTABILIDAD DE LAS RESERVAS

La decisión de tener un portafolio con un perfil de riesgo conservador implica recibir una rentabilidad más baja que un portafolio con un perfil de riesgo agresivo.

51 En esta sección los gráficos se calculan sobre el monto del portafolio de inversión excluyendo el tramo de oro.

La teoría financiera básica de administración de portafolios indica que, si un inversionista quiere enfrentar un menor riesgo, su rentabilidad esperada será menor. En el primer semestre de 2016 la rentabilidad del portafolio de inversión de las reservas en dólares fue del 1,04%⁵² (USD 489 m), debido a dos factores:

- Las tasas de interés en los principales países desarrollados se mantuvieron en niveles históricamente bajos. Por ejemplo, la tasa de interés promedio de los bonos con vencimiento inferior a tres años de los Estados Unidos era 0,69% en junio de 2016. Esto ha provocado que la causación de intereses haya sido baja.
- Los precios de los bonos aumentaron en lo corrido del año debido a que la Reserva Federal de los Estados Unidos ha aplazado su decisión de seguir aumentando su tasa de interés de referencia. Esta decisión provocó una caída de 0,46% en la tasa de los bonos de dos años y, debido a la relación inversa entre tasas y precios, un aumento de su precio.

52 Esta tasa se obtiene al dividir la rentabilidad observada en dólares por el promedio del valor de las reservas netas el 31 de diciembre de 2015 y el 30 de junio de 2016. Desde 2015 se excluye el impacto del efecto cambiario en la rentabilidad de las reservas.

IV. SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

En el primer semestre de 2016 el Banco de la República tuvo un resultado operacional positivo de COP 1.280 mm, que estuvo determinado por el comportamiento de los ingresos monetarios, es decir, aquellos relacionados con sus funciones de banco central.

A. RESULTADOS A JUNIO DE 2016

En el primer semestre el Banco registró un resultado operacional de COP 1.280 mm; los ingresos totales ascendieron a COP 2.632 mm y los egresos a COP 1.353 mm. Dentro de los ingresos sobresale el rendimiento de las reservas internacionales, el del portafolio de inversión de regulación monetaria (TES) y los ingresos por las operaciones de regulación monetaria (repos). Por su parte, en los egresos se destacan los pagos por la remuneración a los depósitos del Gobierno en el Banco y los ajustes en cambio sobre los activos y pasivos en moneda extranjera diferentes a las reservas internacionales (Cuadro 12).

En relación con los ingresos:

- El rendimiento de las reservas internacionales fue de COP 1.521 mm⁵³, que se explica, principalmente, por los rendimientos y valoraciones generadas por las inversiones que componen el portafolio de las reservas, que ascendieron a COP 1.414 mm, con una tasa de rendimiento semestral de 1,04% al cierre de junio (Cuadro 13).

53 Incluye la causación y valoración del portafolio de inversión, dividendos por aportes a organismos internacionales, la valorización de las inversiones en oro y otros rendimientos por los convenios con la Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi).

Cuadro 12

Estado de resultados del Banco de la República enero-junio de 2016
(miles de millones de pesos)

	Presupuesto 2016	Observado a junio de 2016	Porcentaje frente al presupuesto
I. Total ingresos (A + B + C)	1.472	2.632	178,8
A. Ingresos monetarios	978	2.424	247,8
1. Intereses y rendimientos	877	2.349	267,9
Reservas internacionales	720	1.521	211,3
Portafolio de inversión de regulación monetaria (TES)	9	577	-
Operaciones activas de regulación monetaria (repos)	147	250	169,5
2. Diferencias en cambio	98	72	72,9
3. Otros ingresos monetarios	3	3	109,5
B. Moneda metálica emitida	326	111	34,0
C. Ingresos corporativos	168	98	58,2
1. Comisiones: servicios bancarios y negocios fiduciarios	145	72	49,9
Servicios bancarios	68	28	41,0
Negocios fiduciarios	77	44	57,9
2. Otros ingresos corporativos	23	25	109,6
II. Total gastos (A + B + C + D)	1.595	1.353	84,8
A. Gastos monetarios	678	1.008	148,7
1. Intereses y rendimientos	513	729	142,3
Depósitos remunerados (DGCPTN)	357	592	165,9
Depósitos remunerados de control monetario	132	131	99,3
Depósitos de operaciones pasivas de regulación monetaria	24	7	27,2
2. Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior	47	16	33,4
3. Comisión de compromiso de crédito flexible con el FMI	36	17	46,5
4. Diferencias en cambio	81	246	303,1
5. Otros gastos monetarios	1	0	31,9
B. Billetes y monedas	323	77	23,8
C. Gastos corporativos	528	241	45,7
1. Gastos de personal	340	165	48,6
2. Gastos generales	78	31	39,2
3. Otros corporativos	110	45	41,1
D. Gastos de pensionados	67	27	40,5
III. Resultado del ejercicio (I - II)	(123)	1.280	-

Fuente: Banco de la República.

- Los ingresos por el rendimiento del portafolio de inversión de regulación monetaria (TES) fueron de COP577 mm, cuya ejecución fue resultado del incremento del saldo del portafolio de TES, especialmente, por las compras registradas en el primer semestre de 2016⁵⁴.

54 El portafolio de TES a precios de mercado se incrementó, al pasar de COP118 mm en diciembre de 2015 a COP12.548 mm en junio de 2016. En este período se realizaron compras netas por COP15.033 mm, vencimientos por COP3.584 mm, la valoración de COP577 mm y la transferencia del gobierno nacional por COP404 mm.

Cuadro 13
Rendimiento de las inversiones de las reservas internacionales
(miles de millones de pesos)

	Presupuesto 2016	Observado a junio de 2016	Porcentaje frente al presupuesto
Rendimientos	720	1.521	211,3
Portafolio de inversión	714	1.414	197,9
Oro	0	91	-
Organismos internacionales	5	16	328,1
Otros	1	0	45,8

Fuente: Banco de la República.

- Los ingresos por las operaciones de liquidez mediante repos (operaciones activas de regulación monetaria) fueron de COP250 mm, que se explican por el mayor volumen promedio diario observado de estas operaciones y por la mayor tasa de remuneración⁵⁵.
- El resultado neto de los ingresos y egresos originados por las variaciones de la tasa de cambio del peso frente al dólar sobre los activos y pasivos en moneda extranjera diferentes a las reservas internacionales fue negativo en COP174 mm, resultado de la apreciación del peso frente al dólar de 7,32%⁵⁶.
- La puesta en circulación de moneda metálica generó ingresos por COP111 mm, resultado de la demanda y puesta en circulación de moneda.
- Los ingresos recibidos por las comisiones por servicios bancarios y negocios fiduciarios ascendieron a COP72 mm, que se explican, principalmente, por las comisiones por el reintegro de exportaciones y el pago de importaciones bajo el convenio con la Aladi y por la administración de los TES.

En relación con los egresos:

- La remuneración a los depósitos del Gobierno (incluido el rendimiento a los depósitos de control monetario), principal componente de los egresos del Banco, ascendió a COP723 mm⁵⁷. De una parte, la remuneración a las

*En el primer semestre
del año los ingresos del
Banco ascendieron a
COP2.632 mm.*

55 El volumen promedio diario observado de estas operaciones fue de COP7.887,5 mm y el presupuestado para 2016 fue de COP2.879,8 mm; la tasa de remuneración promedio anual observada fue de 6,56% y la tasa de política contemplada en el presupuesto fue 5,25% e. a.

56 La tasa de cambio a fin de 2015 fue de COP3.149,47 por dólar y al cierre de junio de 2016 fue de COP2.919,01.

57 Por un acuerdo vigente con el Gobierno desde 2005 y para facilitar el manejo de la liquidez primaria, la DGCPN deposita en el Banco de la República todos sus excedentes de liquidez, los cuales son remunerados a la tasa de intervención. No obstante, los montos depositados dependen de la evolución del flujo de caja del Gobierno. El Banco de la República compensa, principalmente mediante repos, el faltante de liquidez que se genere en el mercado, lo cual, a su vez, genera ingresos que se registran en el rubro operaciones activas de regulación monetaria.

*En el mismo período
los egresos totalizaron
COP1.353 mm.*

cuentas de la DGCPTN fue de COP592 mm⁵⁸, superior a lo estimado para 2016, por el mayor volumen de los depósitos de la Tesorería General de la Nación en el Banco y de otra parte, por la remuneración a los depósitos de control monetario que fue de COP131 mm⁵⁹.

- Los mayores niveles de los depósitos de la DGCPTN en el Banco de la República son contrarrestados con incrementos de la liquidez en el mercado primario por otras vías, como son las compras de TES y el aumento de las operaciones repo de expansión. Es así como los mayores egresos del Banco por la remuneración de depósitos del Gobierno se ven compensados por mayores ingresos derivados del rendimiento de su portafolio de TES y de las operaciones de expansión transitoria.
- Los costos por emisión y distribución de especies monetarias totalizaron COP77 mm, como resultado de la puesta en circulación de 265,4 millones de piezas de moneda metálica y de 351,7 millones piezas de billetes. El nivel de ejecución a junio, 23,8%, se explica principalmente porque la estacionalidad de los costos del circulante se concentra en el último trimestre del año, de acuerdo con el comportamiento de la demanda de efectivo.
- Los egresos corporativos se situaron en COP241 mm y registraron una ejecución de 45,7% del presupuesto, distribuidos de la siguiente manera:
 - Los gastos de personal presentaron una ejecución de COP165 mm, 48,6% del presupuesto. Estos gastos comprenden salarios, prestaciones sociales, aportes a seguridad social, servicio médico, auxilios y capacitación formal, aportes a cajas de compensación, al Instituto Colombiano de Bienestar Familiar (ICBF) y al Servicio Nacional de Aprendizaje (SENA), capacitación continuada y viáticos, entre otros.
 - Los gastos generales fueron de COP31 mm y registraron una ejecución presupuestal de 39,2%. Este grupo incluye gastos asociados con el mantenimiento y reparaciones de equipos de infraestructura técnica (sistemas de aire acondicionado y ascensores), de tecnología y comunicación, servicios públicos, de vigilancia, de aseo y generales, y servicios contratados para la Biblioteca Luis Ángel Arango, entre otros.
 - Otros gastos corporativos ascendieron a COP45 mm y presentaron una ejecución de 41,1%. Estos gastos incluyen principalmente impuestos, seguros, contribuciones, afiliaciones, depreciaciones, provisiones, amortizaciones, IVA descontable y otros gastos operacionales y no operacionales.

58 En el primer semestre el saldo promedio diario de estos depósitos fue de COP18.366 mm y la tasa promedio anual de remuneración de 6,6% e. a.; el presupuesto consideró, para el primer semestre, depósitos promedio diarios de COP7.000 mm y una tasa promedio anual de remuneración de 5,25% e. a. Frente a igual período del año anterior, este gasto registró un incremento de 112,9%, que se explica por el aumento del saldo promedio de estos depósitos y del aumento en la tasa de remuneración. De acuerdo con los resultados mayo de 2016, se realizó una nueva proyección de este gasto y se solicitó una adición presupuestal, la cual se presentó al Consejo Superior de Política Fiscal (Confis) para su concepto y posterior aprobación por parte de la Junta Directiva del Banco (en trámite).

59 El saldo promedio de estos depósitos a junio de 2016 fue de COP4.935 mm, con vencimiento el 1 de julio de 2016. No se estimaron nuevas colocaciones adicionales por este concepto.

Los activos del Banco se incrementaron en el semestre en COP8.408 mm, principalmente por las compras de TES en el mercado secundario.

- Por último, el gasto de pensiones de jubilación presentó un resultado de COP27 mm y una ejecución de 40,5%, producto del costo financiero por concepto de pensiones de jubilación, auxilios educacionales y servicio médico de pensionados.

B. ESTRUCTURA FINANCIERA

A continuación se explican las variaciones de los principales conceptos del activo, pasivo y patrimonio del Banco de la República al 30 de junio de 2016, frente a los saldos registrados el 31 de diciembre del año anterior (Cuadro 14)⁶⁰.

1. Activo

Los activos del Banco de la República registraron un saldo de COP168.561 mm al cierre de junio de 2016⁶¹. Esta cifra es superior en COP8.408 mm (5,2%) al saldo observado en diciembre de 2015, cuando los activos ascendieron a COP160.153 mm. Las principales variaciones de las cuentas del activo se explican, en su orden, por:

- *Portafolio de inversiones en moneda nacional*: su saldo valorado a precios de mercado fue de COP12.548 mm en junio de 2016, superior en COP12.430 mm con respecto al cierre de año 2015. Lo anterior fue el resultado de: 1) compras netas de TES por parte del Banco de la República por COP15.033 mm; 2) traslado de TES por parte del Gobierno al Banco de la República por COP404 mm para enjugar las pérdidas del Emisor registradas en 2015 (COP395 mm) y para aumentar la cuenta de superávit por inversión en activos para la actividad cultural (COP9 mm), y 3) la valoración a precios de mercado de su portafolio por COP577 mm. Esto se compensó parcialmente con los vencimientos del portafolio de TES en poder del Banco por COP3.584 mm⁶².
- *Aportes en organismos internacionales*: los aportes al finalizar junio de 2016 ascendieron a COP10.068 mm, superiores en COP6.272 mm (165,3%) a los registrados en diciembre de 2015. Este incremento se originó fundamentalmente por dos operaciones: 1) el aumento de la posición (cuota) de Colombia en el FMI por DEG 1.270,5 m, lo cual incrementa el saldo de esta cuenta⁶³; 2) por las ventas de DEG 521 m a los Estados Unidos,

⁶⁰ A partir de 2015 el Banco de la República reporta sus estados financieros bajo un nuevo marco contable basado en las NIIF.

⁶¹ Este saldo tiene descontado el valor de los pasivos asociados con operaciones de reservas internacionales.

⁶² Véase el recuadro 2: “Suministro de la liquidez por parte del Banco de la República, 2008-2016”, en este *Informe*, pp. 90-95.

⁶³ El aumento de la cuota de Colombia en el FMI se distribuye, inicialmente, así: 1) 25% en moneda extranjera, lo cual se contabiliza como parte de las reservas internacionales, y 2) 75% en pesos, lo cual se registra en la cuenta de aportes a organismos internacionales.

Cuadro 14

Estructura financiera del Banco de la República clasificada por criterio económico
(miles de millones de pesos)

Cuentas	Diciembre, 2015		Junio, 2016		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	160.153	100,0	168.561	100,0	8.408	5,2
Reservas internacionales brutas	147.207	91,9	137.280	81,4	(9.928)	(6,7)
Aportes en organismos internacionales	3.795	2,4	10.068	6,0	6.272	165,3
Inversiones	118	0,1	12.548	7,4	12.430	10.492
Sector público para regulación monetaria	118	0,1	12.548	7,4	12.430	10.492
Pactos de reventa: apoyos transitorios de liquidez	6.908	4,3	6.334	3,8	(574)	(8,3)
Cuentas por cobrar	47	0,0	67	0,0	19	40,6
Otros activos netos	2.077	1,3	2.265	1,3	188	9,0
Pasivo y patrimonio	160.153	100,0	168.561	100,0	8.408	5,2
Pasivo	97.077	60,6	113.897	67,6	16.820	17,3
Pasivos M/E que afectan reservas internacionales	29	0,0	13	0,0	(16)	(55,2)
Base monetaria	82.519	51,5	76.402	45,3	(6.117)	(7,4)
Efectivo	54.084	33,8	48.405	28,7	(5.679)	(10,5)
Reserva	28.435	17,8	27.997	16,6	(438)	(1,5)
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	353	0,2	202	0,1	(150)	(42,6)
Otros depósitos	43	0,0	246	0,1	203	473,9
Gobierno nacional: DGCPTN: M/N	4.043	2,5	20.900	12,4	16.856	416,9
Gobierno nacional: DGCPTN: M/E	241	0,2	223	0,1	(18)	(7,5)
Depósitos remunerados de control monetario	4.935	3,1	4.935	2,9	0	0,0
Obligaciones con organismos internacionales	5.273	3,3	11.477	6,8	6.204	117,6
Cuentas por pagar	226	0,1	312	0,2	86	38,0
Otros pasivos	(585)	(0,4)	(812)	(0,5)	(227)	38,8
Patrimonio total	63.076	39,4	54.664	32,4	(8.412)	(13,3)
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Superávit	63.721	39,8	53.558	31,8	(10.163)	(15,9)
Liquidación CEC	521	0,3	521	0,3	0	0,0
Ajuste de cambio	63.032	39,4	52.861	31,4	(10.172)	(16,1)
Inversión en activos para actividad cultural y donaciones	169	0,1	177	0,1	9	5,1
Otros resultados integrales	(109)	(0,1)	(33)	(0,0)	76	(69,5)
Resultados	(395)	(0,2)	1.280	0,8	1.675	(423,9)
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	(395)	(0,2)	1.280	0,8	1.675	(423,9)
Resultados acumulados del proceso de convergencia a NIIF	(153)	(0,1)	(153)	(0,1)	0	0,0

Fuente: Banco de la República.

Los pasivos
aumentaron
COP16.820 mm
debido a los mayores
depósitos del Gobierno
en el Banco.

lo que originó una reducción en el aporte en moneda extranjera en el FMI, contrarrestado con un incremento en el aporte en pesos para mantener el valor de la posición en el mismo organismo. Adicionalmente, incluye un ajuste de COP761 mm por efectos de valoración de la tasa de cambio peso/DEG.

- *Reservas internacionales:* al cierre de junio de 2016 el saldo de las reservas internacionales brutas, valoradas a precios de mercado, ascendió a COP137.280 mm (USD 47.030 m), inferior en COP9.928 mm (6,7%) con respecto al dato observado el 31 de diciembre de 2015. Esta reducción se explica por: 1) el ajuste de cambio negativo en COP10.172 mm, como resultado de las variaciones de las tasas de cambio peso/dólar y dólar/monedas de reserva⁶⁴, y 2) las ventas de divisas del Banco de la República en el mercado cambiario mediante el mecanismo de opciones *call* para desacumulación por COP781 mm (USD 255,6 m). Lo anterior fue contrarrestado de manera parcial por el rendimiento por intereses causados y la valoración a precios de mercado en lo corrido del año 2016 por COP825 mm y COP696 mm, respectivamente.
- *Operaciones repo utilizadas para otorgar liquidez transitoria:* presentaron un saldo de COP6.334 mm al finalizar junio de 2016, lo que significó una reducción de COP574 mm (-8,3%) con respecto al cierre de 2015.

2. Pasivo

A 30 de junio de 2016 el saldo de los pasivos fue de COP113.897 mm, superior en COP16.820 mm (17,3%) al registrado al finalizar 2015⁶⁵. A continuación se presentan las principales fuentes de variación:

- Los depósitos en pesos del gobierno nacional, constituidos mediante la DGCPTN en el Banco de la República: su saldo fue de COP20.900 mm al cierre de junio de 2016. Este monto es superior en COP16.856 mm (416,9%) al registrado en diciembre de 2015.
- Obligaciones con organismos internacionales: en junio de 2016 su saldo fue de COP11.477 mm, superior en COP6.204 mm (117,6%) al presentado al cierre de 2015. En este caso, la variación obedece a la contrapartida del incremento de la cuenta del activo “aportes en organismos internacionales”.
- Base monetaria: el 30 de junio de 2016 presentó un saldo de COP76.402 mm, inferior en COP6.117 mm (-7,4%) al registrado al cierre de 2015. Por componentes, el efectivo en circulación presentó una reducción de COP5.679 mm y la reserva bancaria una contracción de COP438 mm.

64 Este resultado se explica por una variación negativa de COP10.709 mm como resultado de la apreciación del peso con respecto al dólar a finales de junio de 2016 frente al cierre de 2015. Lo anterior fue contrarrestado por la depreciación del dólar frente a las monedas de reserva, lo que aumentó el saldo en dólares de reservas internacionales y representó un incremento en pesos de las mismas de COP537 mm.

65 Este saldo tiene descontado el valor de los pasivos asociados con operaciones de reservas internacionales.

Para 2016 se estima un resultado operacional positivo de COP 1.029 mm.

3. Patrimonio

El patrimonio ascendió a COP 54.664 mm en junio de 2016, inferior en COP 8.412 mm (-13,3%) con respecto a la cifra observada en diciembre de 2015. Esta disminución se explica principalmente, por: 1) la variación de la cuenta de ajuste de cambio, la cual disminuyó en COP 10.172 mm y tuvo como contrapartida una reducción en pesos de las reservas internacionales brutas, como ya se explicó.

Esto fue contrarrestado de manera parcial por la utilidad del ejercicio en lo corrido de 2016 hasta junio por COP 1.280 mm y por el traslado de TES del Gobierno al Banco de la República por COP 404 mm.

C. PROYECCIÓN DE INGRESOS Y GASTOS

Para 2016 se estima un resultado operacional positivo de COP 1.029 mm, producto de ingresos por COP 3.661 mm y de egresos por COP 2.632 mm (Cuadro 15).

Dentro de los ingresos, los principales resultados son los siguientes:

- Los rendimientos de las reservas internacionales se estiman en COP 1.764 mm, superiores en COP 1.444 mm a los observados el año anterior. Este resultado incorpora rendimientos y valoraciones del portafolio de inversión por COP 1.668 mm, valorización de las inversiones en oro⁶⁶ por COP 91 mm y dividendos por aportes a organismos y otros por COP 5 mm. Se proyecta que la rentabilidad promedio del portafolio de las reservas internacionales será de 1,19% anual.
- Los ingresos por el rendimiento del portafolio de inversión de regulación monetaria (TES) se proyectan en COP 797 mm, resultado, en especial, del incremento del saldo del portafolio de TES, por las compras registradas en el primer semestre de 2016.
- El ingreso estimado por las operaciones de liquidez mediante repos se proyecta en COP 507 mm, superior en 35,2% al observado en 2015. Este aumento obedece a la mayor tasa de interés en las operaciones repo que compensa el menor volumen proyectado⁶⁷.
- El resultado neto estimado por el ajuste en cambio de -COP 80 mm se explica por ingresos de COP 84 mm y de egresos de COP 164 mm, producto de la variación del peso frente al dólar sobre los activos y pasivos en moneda extranjera diferentes a las reservas internacionales.

⁶⁶ Al cierre de 2015 el precio internacional del oro fue de USD 1.062 por onza *troy* y se estima un precio para fin de 2016 de USD 1.322 por onza *troy* (dato al cierre de junio).

⁶⁷ La proyección para 2016 considera un volumen promedio diario de operaciones repo de COP 7.485 mm frente a COP 8.263 mm observados en 2015. La tasa de interés promedio estimada para 2016 es de 7,01% e. a., frente a 4,64% e. a. de 2015. El presupuesto contempló un promedio diario de operaciones repo de COP 2.880 mm y una tasa de política de 5,25% e. a.

Cuadro 15
Proyección del estado de resultados del Banco de la República, 2016
(miles de millones de pesos)

	Observado 2015	Proyección 2016	Variaciones anuales	
			Porcentuales	Absolutas
I. Total ingresos (A + B + C)	1.698	3.661	115,7	1.964
A. Ingresos monetarios	1.201	3.155	162,6	1.953
1. Intereses y rendimientos	724	3.068	323,8	2.344
Reservas internacionales	320	1.764	451,2	1.444
Portafolio de inversión de regulación monetaria (TES)	29	797	-	768
Operaciones activas de regulación monetaria (repos)	375	507	35,2	132
2. Diferencias en cambio	475	84	(82,3)	(391)
3. Otros ingresos monetarios	3	3	15,4	0
B. Moneda metálica emitida	308	326	5,7	17
C. Ingresos corporativos	188	180	(3,9)	(7)
1. Comisiones: servicios bancarios y negocios fiduciarios	154	151	(1,5)	(2)
Servicios bancarios	73	68	(6,3)	(5)
Negocios fiduciarios	81	83	2,9	2
2. Otros ingresos corporativos	34	29	(15,0)	(5)
II. Total gastos (A + B + C + D)	2.093	2.632	25,8	539
A. Gastos monetarios	1.362	1.735	27,4	373
1. Intereses y rendimientos	1.089	1.466	34,7	377
Depósitos remunerados (DGCPTN)	572	1.320	131,0	749
Depósitos remunerados de control monetario	510	132	(74,1)	(378)
Depósitos de operaciones pasivas de regulación monetaria	7	14	106,1	7
2. Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior	36	43	20,4	7
3. Comisión de compromiso de crédito flexible con el FMI	30	61	103,1	31
4. Diferencias en cambio	206	164	(20,8)	(43)
5. Otros gastos monetarios	1	1	0,4	0
B. Billetes y monedas	219	303	38,3	84
C. Gastos corporativos	451	523	16,0	72
1. Gastos de personal	304	340	11,7	35
2. Gastos generales	64	76	18,8	12
3. Otros corporativos	82	107	29,9	25
D. Gastos de pensionados	61	72	16,7	10
III. Resultado del ejercicio (I - II)	(395)	1.029	-	1.424

Fuente: Banco de la República.

- Se estima que la puesta en circulación de moneda metálica generará ingresos por COP326 mm⁶⁸ superior en 5,7% frente a lo observado en 2015. Este crecimiento está asociado, en particular, con la puesta en circulación de un mayor número de piezas de moneda, especialmente por el ingreso por valor facial de la moneda de COP 1.000.

⁶⁸ De acuerdo con los Estatutos del Banco, este ingreso corresponde al valor facial de la moneda metálica puesta en circulación.

*Se proyectan
ingresos por
COP3.661 mm y
egresos por
COP2.632 mm.*

- Los ingresos corporativos se estiman en COP180 mm, con una reducción anual de 3,9%, principalmente porque las exportaciones del convenio con la Aladi han generado un menor ingreso en 2016⁶⁹.

Los egresos para 2016 se estiman en COP2.632 mm, con un aumento anual de COP539 mm (25,8%), así:

- Se proyecta que la remuneración a los depósitos de la DGCPTN en el Banco ascenderá a COP1.320 mm, con un aumento anual de 131,0% (COP749 mm), producto del mayor saldo de estos depósitos y de la mayor tasa de remuneración⁷⁰.
- Se estima que el gasto por la remuneración a los depósitos de control monetario, constituidos con recursos provenientes de la colocación de TES para regular la liquidez de la economía, ascenderá a COP132 mm, con una disminución anual de COP378 mm frente a 2015 (-74,1%)⁷¹.
- El gasto por la comisión de compromiso correspondiente a la línea de crédito flexible con el Fondo Monetario Internacional (FMI) se proyecta en COP61 mm, la cual se incrementó de DEG 3,9 mm a DEG 8,2 mm, según el nuevo acuerdo.
- Los costos de emisión y distribución de especies monetarias se calculan en COP303 mm, con una variación anual de 38,3% (COP84 mm), resultado de la proyección de una mayor demanda y puesta en circulación de moneda metálica y de la nueva familia de billetes.
- Los egresos corporativos se proyectan en COP523 mm, con una variación anual de 16,0% (COP72 mm), de los cuales COP340 mm corresponden a gastos de personal, COP76 mm a gastos generales y COP107 mm a otros gastos corporativos. El crecimiento esperado se explica, principalmente, por el incremento en el IPC y en el salario mínimo, que afectan directamente los gastos corporativos del Banco.
 - Los gastos de personal se estiman con un crecimiento anual de 11,7%, de acuerdo con lo pactado en la convención colectiva vigente y por el aumento de la planta, en especial por la apertura de los nuevos centros culturales del Banco en San Andrés, Manizales y Buenaventura.
 - Los gastos generales se estiman en COP76 mm, con un aumento anual de 18,8%. El incremento estimado para 2016 se explica, principalmente, por gastos asociados con el mantenimiento de equipos de infraestructura eléctrica, sistemas de aire acondicionado, de tecnología y del área

69 Esta situación se explica en particular por la reducción del comercio con Venezuela.

70 Los volúmenes promedio diarios para 2016 se estiman en COP19.148 mm frente a COP12.646 mm observado en 2015; la tasa proyectada para 2016 es de 7,14% e. a. frente a 4,62% en 2015. El presupuesto contempló volúmenes anuales promedio de COP6.970 mm y una tasa de interés de remuneración de 5,25%.

71 El saldo promedio diario de estos depósitos en 2015 fue de COP10.135 mm y se estima para 2016 un promedio diario de COP2.454 mm producto del vencimiento de los TES de regulación monetaria en julio de 2016.

- de tesorería, por el rubro de asesorías jurídicas, por los contratos que se ajustan de acuerdo con el incremento del salario mínimo⁷² y los mayores gastos generados por la apertura de los nuevos centros culturales.
- Otros gastos corporativos tales como impuestos, seguros, depreciaciones, provisiones y amortizaciones, IVA descontable, contribuciones y afiliaciones, se estiman en COP 107 mm, con un incremento de 29,9% frente a 2015⁷³.
- Por último, se estima que los gastos de pensionados ascenderán a COP 72 mm, con un incremento de 16,7% con respecto a 2015, de acuerdo con la actualización del cálculo actuarial para 2016.

72 Contratos de vigilancia, aseo y cafetería, estudiantes en práctica, temporales, y *outsourcing*, tales como servicios generales, servicios informáticos, fotocopiado, microfilmación, atención de depósitos y mesones en la Biblioteca Luis Ángel Arango, entre otros.

73 El incremento obedece, en mayor medida, a proyectos de tecnología, depreciaciones, amortizaciones, contribuciones, impuestos y la administración del portafolio del FAE.

PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA EN EL BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES

La Ley 1484 del 12 de diciembre de 2011 autorizó la incorporación del Banco de la República como accionista del Banco de Pagos Internacionales (Bank for International Settlements: BIS). De acuerdo con la autorización conferida, el Banco suscribió 3.000 acciones del BIS por un valor de 65.712.000 derechos especiales de giro (DEG), equivalentes a USD 100.978.710, las cuales se mantienen registradas a su costo de adquisición en DEG en el rubro aportes en organismos y entidades internacionales. El 30 de junio de 2016 el Banco recibió por concepto de dividendos USD 900.022 correspondientes al ejercicio contable del BIS que finalizó en marzo de 2016 (abril de 2015 a marzo de 2016), lo cual equivale a una rentabilidad anual del 1,0%¹.

La incorporación del Banco de la República al BIS ha permitido su participación en reuniones periódicas en las cuales se examinan los acontecimientos recientes y las perspectivas de la economía global y de los mercados financieros. Estas reuniones son, además, un foro de discusión para intercambiar

puntos de vista y experiencias en temas de especial relevancia para la comunidad de bancos centrales, lo que contribuye a entender mejor los desafíos que afectan a varios países y a implementar medidas de política apropiadas. Asimismo, el Banco participa en diversos grupos consultivos coordinados por el BIS que fomentan la cooperación internacional y la investigación en asuntos relacionados con las políticas de los bancos centrales y otros temas que inciden en la estabilidad macroeconómica y financiera².

1 La Asamblea General del BIS aprobó el pago de un dividendo de 215 DEG por acción. La rentabilidad corresponde a la razón entre el dividendo recibido y el precio de suscripción por acción (21.904 DEG).

2 El Banco participa en el Consejo Consultivo para las Américas (CCA), en el Consejo de Estabilidad Financiera para las Américas, en el Grupo Consultivo de Directores de Operaciones (GCDO), en el grupo de directores de estabilidad financiera y en grupos de trabajo relacionados con la gestión de las reservas internacionales, entre otros.

ANEXO

POLÍTICAS DE ADMINISTRACIÓN DEL PORTAFOLIO DE INVERSIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

De acuerdo con las recomendaciones de buenas prácticas, la administración de las reservas debe procurar: 1) contar con suficiente liquidez en moneda extranjera; 2) tener políticas estrictas para gestionar los diferentes riesgos que enfrentan las operaciones, y 3) generar retornos razonables ajustados por riesgo, sujetos a la liquidez y otras restricciones de riesgo¹. A continuación se explica cómo se aplican estos criterios en la gestión de las reservas internacionales de Colombia.

1. Políticas de gestión de riesgo

El Banco de la República cuenta con un marco de administración de riesgo que identifica y valora los riesgos a los que están expuestas las operaciones con el fin de mantenerlos en niveles bajos. Algunas de las principales políticas para administrar el riesgo son las siguientes:

Riesgo de liquidez: se invierte en activos financieros que cuentan con demanda permanente en el mercado secundario con el fin de tener la capacidad de convertir los activos de reserva en efectivo de una manera rápida y a bajo costo. El portafolio también se divide en tramos para que algunos de ellos se puedan liquidar más rápido.

Riesgo de mercado: mediante las clases de activos elegibles y límites estrictos de inversión, se busca que el valor del portafolio tenga una baja sensibilidad a movimientos de las tasas de interés en el mercado.

Riesgo crediticio: solamente se invierte en activos que cuenten con altas calificaciones crediticias según las principales agencias calificadoras, dado que estas inversiones tienen una baja probabilidad de incumplimiento en sus pagos. La calificación crediticia mínima para gobiernos y entidades relacionadas con gobiernos es A-. Con respecto a los emisores privados, la calificación mínima es A+ para exposiciones a emisores individuales y BBB- (grado de inversión) cuando se invierte mediante fondos. Históricamente el porcentaje de los emisores con estas calificaciones que ha experimentado incumplimientos de sus pagos en el año siguiente es cercano a 0%. Si la calificación de un emisor en el que se invierte directamente en el portafolio disminuye por debajo de la mínima permitida, se liquida la exposición en un plazo corto. Además, se limitan las exposiciones máximas por sector y por emisor con el fin de acotar el impacto de eventos crediticios sobre el valor del portafolio.

Riesgo cambiario: el artículo 14 de la Ley 31 de 1992 destaca que las inversiones de las reservas se harán “en activos denominados en moneda de reserva libremente convertibles o en oro”. El Banco de la República, así como la mayoría de los bancos centrales del mundo, tienen monedas diferentes al dólar estadounidense en su composición cambiaria con el fin de cubrir los pagos del país en el exterior, ya que estos se hacen en muchas

1 Un ejemplo de buenas prácticas en este sentido se puede encontrar en el documento “Directrices para la administración de las reservas internacionales”, producido por el Fondo Monetario Internacional, el cual puede ser consultado en <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2013/pr13138.htm>

monedas. Teniendo en cuenta que las cotizaciones de las monedas son altamente volátiles y con frecuencia no tienen tendencias definidas en el largo plazo, el impacto del riesgo cambiario se mitiga con la cuenta patrimonial “ajuste de cambio”, de que trata el numeral 4 del artículo 62 del Decreto 2520 de 1993 (Estatutos del Banco de la República), la cual aumenta en los años cuando las monedas se fortalecen frente al dólar, y disminuye en los años en que se debilitan.

Riesgo de contraparte: para disminuir la exposición que se tiene a las contrapartes, las operaciones se liquidan mediante mecanismos pago contra entrega, los cuales buscan que el intercambio de papeles por efectivo o el intercambio de pagos en una operación de divisas se haga simultáneamente con el fin de eliminar la posibilidad de que una de las partes del negocio incumpla. Adicionalmente, se requiere que las contrapartes para la negociación de renta fija sean creadoras de mercado y que aquellas para la negociación de divisas cuenten con altas calificaciones crediticias (mínimo de A- si cuentan con un contrato marco ISDA², o A+ si no se cuenta con dicho contrato).

2. Tramos del portafolio de inversión

El portafolio de inversión está conformado por tres tramos: corto plazo, mediano plazo y oro.

El tramo de corto plazo tiene como propósito cubrir las necesidades potenciales de liquidez de las reservas en doce meses. En la actualidad está conformado por el capital de trabajo y un portafolio pasivo. El capital de trabajo es el portafolio al cual ingresan los recursos que provienen de la intervención en el mercado cambiario y sus inversiones se concentran en activos de muy corto plazo denominados en dólares. Dado que el objetivo de este tramo es dar liquidez inmediata para propósitos de intervención en el mercado cambiario, el capital de trabajo está concentrado en depósitos e inversiones que se pueden liquidar en un día con un costo muy bajo. El nivel del capital de trabajo puede ubicarse entre USD 500 m y USD 2.000 m³. El portafolio pasivo es el principal componente del tramo de corto plazo. Este portafolio se caracteriza por invertir en un mayor número de instrumentos y tener un plazo y un perfil de rentabilidad esperado superior al del capital de trabajo, al buscar que el rendimiento esperado del portafolio, excluyendo el componente cambiario, sea positivo en doce meses, con un nivel de confianza del 95%. El portafolio pasivo está invertido en múltiples monedas con el fin de replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país y busca tener una rentabilidad similar a la del índice de referencia⁴. A junio de 2016 el valor del tramo de corto plazo era USD 30.669,03 m, de los cuales USD 1.274,44 m corresponden al capital de trabajo y USD 29.394,59 m al portafolio pasivo.

El tramo de mediano plazo se ejecuta con un plazo y un perfil de rentabilidad esperado superior al del tramo de corto plazo. El objetivo del tramo de mediano plazo es maximizar la rentabilidad ajustada por riesgo en dólares estadounidenses, la moneda en la cual se valoran las reservas internacionales, para la porción del portafolio que se considera menos probable de utilizar en un plazo de doce meses. Al tener un tramo de mediano plazo se busca aumentar la rentabilidad esperada de las reservas internacionales en el largo plazo, preservando un portafolio conservador. Se busca que el rendimiento esperado en dólares

2 El contrato marco establecido por la organización International Swaps and Derivatives Association (ISDA) tiene como objetivo establecer los términos y condiciones que rigen sobre los derivados sobre el mostrador negociados entre entidades.

3 Este rango se definió por disposición interna. El límite inferior permite contar con liquidez diaria suficiente en caso de que sea necesario vender reservas y el límite superior busca que los excesos de liquidez se trasladen al tramo de inversión que tiene una rentabilidad esperada más alta.

4 En la próxima sección se explica el concepto y la composición del índice de referencia.

estadounidenses de este tramo sea positivo con una probabilidad del 95% en un horizonte de tres años. Actualmente el tramo de mediano plazo está conformado por portafolios de manejo activo que buscan generar una rentabilidad más alta que la del índice de referencia⁵. A junio de 2016 el valor del tramo de mediano plazo ascendía a USD 14.599,40 m.

El último tramo corresponde a las inversiones de las reservas internacionales en oro físico certificado que se puede negociar fácilmente en mercados internacionales. El oro permite diversificar el portafolio de inversión, ya que su precio se comporta de forma diferente al de los títulos en los cuales se invierten los tramos de corto y mediano plazos. A junio de 2016 el valor de mercado del oro en las reservas ascendía a USD 148,01 m.

Los títulos valores del portafolio de inversión se encuentran depositados en entidades financieras conocidas como custodios⁶. Las entidades que prestan el servicio de custodia para los títulos de las reservas internacionales son la Reserva Federal de Nueva York, Euroclear, JP Morgan Chase y State Street. Las inversiones en oro físico son custodiadas por el Banco de Inglaterra.

3. Índices de referencia

Para administrar el portafolio de inversión de las reservas, el Banco de la República define portafolios teóricos o índices de referencia⁷. Se construyen índices diferentes para el tramo de corto plazo y para el tramo de mediano plazo, con el fin de reflejar sus objetivos de inversión. Los índices sirven como marco de referencia para medir la gestión de cada uno de los portafolios. A continuación se explica la forma como se construyen los dos índices de referencia.

Para construir el índice del tramo de corto plazo⁸ se determina, en primer lugar, una composición cambiaria objetivo. La composición cambiaria de este índice busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país⁹. Se busca que las monedas diferentes al dólar se aprecien en períodos en los que aumenta el valor en dólares de los pagos externos del país, lo cual implica que el valor de estas monedas puede reducirse frente al dólar en períodos en que el valor en dólares de los pagos externos disminuye. Al 30 de junio de 2016, la composición cambiaria del índice del tramo de corto plazo era 86% dólares de los Estados Unidos, 7% dólares australianos, 3% dólares canadienses, 1% libras esterlinas, 2% dólares neozelandeses y 1% coronas noruegas. Una vez definida la composición cambiaria, se incluye la condición de tener retornos positivos en un horizonte de

5 En la sección “Programa de administración externa” se explica que uno de los siete portafolios activos es administrado directamente por el Banco de la República y el resto por administradores externos. Allí también se puede encontrar la explicación del funcionamiento de este programa.

6 En la actualidad la calificación crediticia mínima de los custodios es A-.

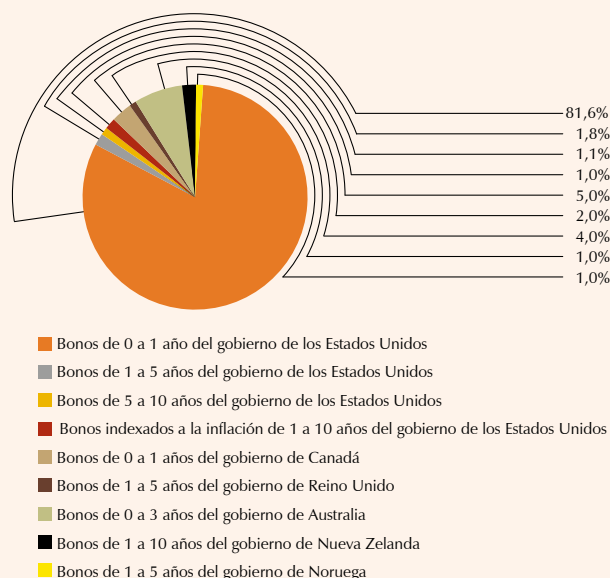
7 En los mercados de capitales un índice de referencia se refiere a una canasta de activos con ponderaciones predeterminadas de acuerdo con ciertas reglas que definen su composición. En general, un índice intenta replicar de una manera amplia el comportamiento de un mercado de activos financieros y sirve como indicador del desempeño de otros portafolios de inversión en ese mismo mercado. Por ejemplo, algunos de los índices de referencia más conocidos en los mercados accionarios son el ColCap en Colombia, o el S&P500 y el Dow Jones en los Estados Unidos (el Banco utiliza índices de mercados de renta fija únicamente).

8 Este índice de referencia no aplica para el capital de trabajo ya que no existen portafolios de referencia que permitan medir adecuadamente los instrumentos permitidos en este portafolio.

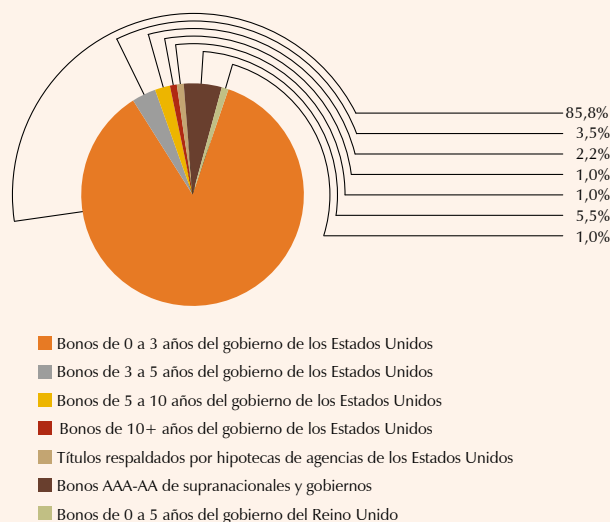
9 Véase el recuadro “Nueva composición cambiaria del portafolio de reservas internacionales”, en el *Informe al Congreso* de marzo de 2012 para una explicación detallada de la metodología de composición cambiaria de las reservas.

Gráfico A1.1
Composición del índice de referencia del tramo de inversión
(información al 30 de junio de 2016)

A. Tramo de corto plazo



B. Tramo de mediano plazo



Fuente: Banco de la República.

doce meses con un 95% de confianza, excluyendo el efecto cambiario. Con base en la restricción de composición cambiaria y la de retornos positivos en doce meses, se busca el portafolio que maximiza la rentabilidad ajustada por riesgo¹⁰.

Para la construcción del índice del tramo de mediano plazo se sigue un procedimiento similar, con dos diferencias fundamentales. En primer lugar, no se impone una restricción de composición cambiaria, dado que el objetivo de este tramo es maximizar el retorno ajustado por riesgo en dólares estadounidenses. En segundo lugar, la restricción de tener retornos positivos con un 95% de confianza se define sobre un horizonte más largo (tres años), con el fin de reflejar la menor probabilidad de usar los recursos de este tramo en el corto plazo. Al construir el portafolio que maximiza la rentabilidad ajustada por riesgo en dólares, se permiten inversiones en monedas diferentes al dólar.

El Gráfico A1.1 muestra los índices de referencia de los tramos de corto y mediano plazos¹¹. Los dos portafolios tienen un nivel de riesgo de mercado bajo. La duración modificada del índice del tramo de corto plazo es 1 y la del tramo de mediano plazo es 2,1¹².

4. Programa de administración externa

El Banco de la República gestiona directamente el tramo de corto plazo, un portafolio del tramo de mediano plazo y el tramo del oro (USD 32.638,06 m o 71,86% del portafolio de inversión). El resto de los recursos del tramo de mediano plazo es gestionado por administradores externos de portafolios.

Al finalizar junio de 2016 el programa de administración externa ascendía a USD 12.778,39 m (28,14% del portafolio de inversión). El propósito de utilizar administradores externos es generar retornos superiores al índice de referencia y capacitar a los funcionarios del Banco en la gestión de inversiones internacionales. Las firmas escogidas para participar en el programa tienen una alta capacidad de análisis de los mercados financieros y una infraestructura sofisticada que pueden ser aprovechadas en la definición de estrategias de inversión.

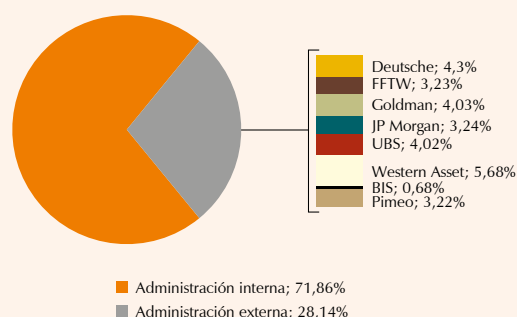
En la actualidad, las firmas privadas que participan en el programa de administración externa son: Deutsche Bank Asset

10 La descripción detallada de la metodología para construir el índice de referencia se encuentra en el recuadro “Explicación técnica de la metodología de construcción del índice de referencia” en el *Informe de Administración de las Reservas Internacionales* de marzo de 2013.

11 Para los diferentes sectores que componen el índice de referencia se utilizan los índices publicados por Merrill Lynch.

12 La duración modificada se define como la disminución (aumento) porcentual en el valor del portafolio frente a un aumento (disminución) de 1% en todas las tasas de interés.

Gráfico A1.2
Composición del portafolio de inversión por administrador
(información al 30 de junio de 2016)



Nota: valores aproximados debido al redondeo.
Fuente: Banco de la República.

Management, Fisher Francis Trees & Watts (propiedad de BNP Paribas), Goldman Sachs Asset Management, JPMorgan Asset Management, Pacific Investment Management Company, UBS Global Asset Management, y Western Asset Management (Gráfico A1.2). Las firmas privadas que participan en el programa son escogidas mediante procesos competitivos y son evaluadas permanentemente. Los recursos que manejan estas entidades se encuentran en las cuentas de custodia del Banco de la República y los contratos de los administradores se pueden cancelar cuando se considere necesario. De acuerdo con los resultados obtenidos por cada administrador desde su contratación, se modifica el monto administrado o se revisa su continuidad en el programa. Las inversiones en los fondos administrados por el Banco de Pagos Internacionales (BIS) también se consideran parte del programa de administración externa. A estos fondos solamente tienen

acceso los bancos centrales y entidades multilaterales, y tienen como propósito hacer inversiones en activos apropiados para las reservas internacionales mundiales, en un esfuerzo cooperativo entre diferentes países¹³.

13 En la actualidad se invierte en un fondo de títulos indexados a la inflación emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos (USD 108,12 m), un fondo de títulos emitidos por el gobierno de China (USD 100,75 m) y un fondo de títulos emitidos por el gobierno de Corea (USD 100,4 m).