



INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL
CONGRESO DE LA REPÚBLICA



Julio de 2015

ISSN - 1657 - 799X



INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

Julio de 2015

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, 3 de agosto de 2015

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 la consideración del Honorable Congreso de la República un informe donde se señalan los resultados macroeconómicos en lo corrido de 2015. De la misma manera, se muestran las metas adoptadas por la Junta Directiva para el presente año y las perspectivas de las distintas variables macroeconómicas. 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 el año 2015.

Con un atento saludo,



José Darío Uribe Escobar
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 de largo plazo (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 de largo plazo. 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 devaluaciones 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	21
A. Desempeño durante el primer semestre de 2015	21
B. Proyecciones para lo restante de 2015	26
II. La economía colombiana: resultados en 2014 y perspectivas para 2015	29
A. Actividad económica	31
B. Mercado laboral	38
C. Inflación	41
D. Tasas de interés y sector financiero	46
E. Balance externo y política cambiaria	60
F. Comportamiento de la economía regional de Colombia en 2013-2014	71
Recuadro 1: Tendencias de mediano plazo del mercado laboral colombiano	83
Recuadro 2: Evolución de la cuenta corriente (2000-2014)	87
Recuadro 3: Financiamiento del déficit corriente de Colombia (2000 al primer trimestre de 2015)	92
III. Reservas internacionales	96
A. Políticas de administración del portafolio de inversión	97
B. Composición del portafolio de inversión	103
C. Rentabilidad de las reservas	103
IV. Situación financiera del Banco de la República	105
A. Resultados a junio de 2015	105
B. Estructura financiera	109
C. Proyección de ingresos y gastos	112
Participación del Banco de la República en el Banco de Pagos Internacionales	116

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Índice de términos de intercambio (metodología comercio)	22
Gráfico 2	Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)	22
Gráfico 3	A. Volumen de exportaciones globales	23
	B. Índice de actividad manufacturera	23
Gráfico 4	Indicadores de inflación anual total y básica en los Estados Unidos	23
Gráfico 5	Índice de tasa de cambio del dólar	23
Gráfico 6	Expectativas de inflación en el mediano plazo en la zona del euro	24
Gráfico 7	Tasas de interés a 10 años para los títulos de deuda pública	24
	de algunos países de la zona del euro	24
Gráfico 8	Crecimiento anual del PIB real para China	25
Gráfico 9	Crecimiento anual del PIB real para algunos países de América Latina	25
Gráfico 10	Inflación anual para algunas economías de América Latina	26
Gráfico 11	Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina	26
Gráfico 12	Producto interno bruto (PIB)	31
Gráfico 13	Tasa de desempleo	38
Gráfico 14	Tasa global de participación (TGP) y tasa de ocupación (TO)	39
Gráfico 15	Número de ocupados y variación anual	40
Gráfico 16	Empleo por tipo de ocupación	40
Gráfico 17	Índice de salarios nominales: industria y comercio	41
Gráfico 18	Índice de salarios nominales: construcción pesada y vivienda	41
Gráfico 19	Inflación total al consumidor e inflación básica	42
Gráfico 20	Tasa de interés de intervención del Banco de la República, tasa interbancaria (TIB) y DTF	46
Gráfico 21	Tasas de interés reales	47
Gráfico 22	Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de subasta de expansión del Banco de la República	49
Gráfico 23	Índice de las tasas cero cupón a diez años en América Latina y otros países emergentes	50
Gráfico 24	Repos netos, PSE y patrimonio de los establecimientos de crédito	51
Gráfico 25	Crecimiento nominal anual de los PSE, depósitos a la vista y depósitos a término	51
Gráfico 26	Crecimiento anual del M3, PSE y la cartera en moneda legal (ML)	52
Gráfico 27	Principales activos de los establecimientos de crédito	52
Gráfico 28	Crecimiento anual de la cartera por tipo en moneda legal (ML)	53
Gráfico 29	Indicador de calidad por riesgo (IC) y por mora (IM) de la cartera bruta	57
Gráfico 30	IRL_r a 30 días	58

Gráfico 31	Índices de tasas de cambio nominales de algunos países de América Latina	66
Gráfico 32	Tasa de cambio nominal y precio del petróleo	67
Gráfico 33	<i>Credit default swaps</i> de algunos países de América Latina	67
Gráfico 34	Índices de tasa de cambio real (ITCR) e índice de tasa de cambio nominal (ITCN)	68
Gráfico 35	Reservas internacionales / M3	70
Gráfico 36	A. Reservas internacionales/amortizaciones del año siguiente B. Reservas internacionales/servicio de la deuda del año siguiente	71 71 71
Gráfico 37	A. Reservas internacionales/PIB B. Reservas internacionales como meses de importaciones de bienes	71 71
Gráfico 38	Tasas de crecimiento anual del PIB total departamental, 2013	72
Gráfico 39	Variación del PIB per cápita de los departamentos entre 2012 y 2013	72
Gráfico 40	Producción de concreto premezclado según departamento de destino y uso, 2014	74
Gráfico 41	Iniciaciones de construcción de vivienda nueva por segmento	75
Gráfico 42	Crecimiento anual del índice de precios de la vivienda nueva	79
Gráfico 43	Cambio en puntos porcentuales en la tasa de desempleo por ciudades en 2014	81
Gráfico 44	Tasa de subempleo y cambio en puntos porcentuales por departamento en 2014	82
Gráfico 45	Empleo formal e informal para 23 ciudades en 2014	82
Gráfico 46	Composición de las reservas internacionales	97
Gráfico 47	Composición del índice de referencia del tramo de inversión	102
Gráfico 48	Composición del portafolio de inversión por administradores	102
Gráfico 49	Composición del portafolio de inversión por sectores	103
Gráfico 50	Distribución de las inversiones por calificación crediticia	103
Gráfico 51	Composición cambiaria del portafolio de inversión	103
Gráfico 52	Variación porcentual del dólar estadounidense frente a las monedas de reserva	107

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	32
Cuadro 2	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	34
Cuadro 3	Indicadores de inflación al consumidor	42
Cuadro 4	Principales tasas de interés nominales del sistema financiero	47
Cuadro 5	Firmas vulnerables por desvalorización de su patrimonio ante una devaluación del peso del 30% y su representatividad en la cartera comercial	55
Cuadro 6	Indicadores de riesgo de crédito, liquidez y mercado	60
Cuadro 7	Balanza de pagos de Colombia	63
Cuadro 8	Proyección de la balanza de pagos de Colombia	65
Cuadro 9	Indicadores de las reservas internacionales de Colombia	69
Cuadro 10	Programa de las 100 mil Viviendas Gratis, acumulado a 2014	76
Cuadro 11	Número de créditos desembolsados a 2014 con subsidio a la tasa de interés: Frech II y Frech III	77
Cuadro 12	Indicadores del mercado laboral, 2013-2014	80
Cuadro 13	Resultados enero-junio de 2015	106
Cuadro 14	Rendimiento de las inversiones de las reservas internacionales	107
Cuadro 15	Estado de la situación financiera del Banco de la República, clasificado por criterio económico (resultados de diciembre de 2014 y junio de 2015)	110
Cuadro 16	Proyección del estado de resultados del Banco de la República, 2015	113

ÍNDICE DE MAPAS

Mapa 1	Diez departamentos con mayor crecimiento del PIB, entre 2012 y 2013	73
Mapa 2	Diez departamentos con mayor crecimiento del PIB sin minería, entre 2012 y 2013	73
Mapa 3	Saldo de la cartera hipotecaria per cápita a diciembre de 2014	78
Mapa 4	Porcentaje cartera vencida a diciembre de 2014	78

INTRODUCCIÓN

Como se anticipó en el *Informe al Congreso* de marzo pasado, en lo corrido del año la economía colombiana ha sentido el impacto del choque a los términos de intercambio. En el actual ambiente de desaceleración de los socios comerciales, esto ha afectado de forma significativa variables macroeconómicas tan importantes como las exportaciones, la cuenta corriente, la tasa de cambio, la inflación y el ritmo de crecimiento económico. A pesar de la severidad del choque, la economía colombiana viene registrando un ajuste ordenado a las nuevas condiciones externas, lo que continúa ubicando a Colombia como una de las economías más estables y de mayor crecimiento en América Latina. Mucho de ello obedece a la solidez de su marco institucional de política macroeconómica, que con tanto esfuerzo se ha consolidado. Esto le ha permitido al país ganar la confianza de los inversionistas nacionales e internacionales y obtener la calificación de grado de inversión. Esa credibilidad se pone a prueba ahora, y será necesario resguardarla y resistir los choques con las políticas adecuadas.

Por esta razón, este *Informe al Congreso* se entrega en un momento crucial para la economía colombiana. Las cifras actualizadas de este documento, así como su análisis, contribuirán a lograr un mejor entendimiento de los Honorables miembros del Congreso y del público en general de la nueva realidad económica del país, sus fortalezas y vulnerabilidades, y de los dilemas de política.

Durante el segundo semestre de 2014 se produjo un desplome del precio internacional del petróleo. A pesar de una recuperación parcial en los últimos meses, este registró un promedio de USD 58,5 por barril (Brent) en la primera mitad de 2015, lo cual representa una reducción de 46,4% frente al mismo período del año pasado. El informe anterior describió los diversos canales mediante los cuales este fenómeno impacta a la economía colombiana. Además, los precios internacionales de otros bienes básicos exportados por Colombia, como café, níquel y carbón, han disminuido fuertemente. Para el primer semestre del año registraban reducciones promedio de 14,8%, 17,2% y 17,7%, respectivamente, frente al mismo período de 2014.

La coincidencia de la caída del precio del petróleo y de otros productos básicos de la canasta exportadora del país se debe a fenómenos ajenos a la economía colombiana. Como se explicó en el *Informe* pasado, el fuerte incremento de la producción de crudo, principalmente en los Estados Unidos, gracias al uso de nuevas tecnologías, generó un exceso de oferta en este mercado que redujo los

precios de este producto. A esto se agrega el débil desempeño de la actividad económica global. La recuperación económica en los Estados Unidos ha sido más lenta de lo proyectado, mientras que la zona del euro y Japón siguen presentando crecimientos bajos. La economía china también continúa desacelerándose, y para los principales países de Latinoamérica se prevé que su producto se expandirá a tasas bajas o negativas. Las cifras más recientes sugieren que el crecimiento promedio de los socios comerciales de Colombia para 2015 podría ser inferior al 1,3% inicialmente estimado. Este no es el mejor panorama para la recuperación de nuestro sector externo.

Las cifras de la balanza de pagos de Colombia para el primer trimestre de 2015 publicadas recientemente lo confirman. Para este período se registró un déficit de la cuenta corriente de 7% del Producto Interno Bruto (PIB) trimestral, lo que significa una ampliación de 2,4 puntos porcentuales (pp) frente al correspondiente déficit de 4,6% para el mismo período de 2014. Cabe anotar que esta fuerte ampliación del déficit como proporción del PIB se produjo por la combinación de dos efectos. El primero es el propio incremento del déficit trimestral en dólares (USD 1.103 m) que explica 1,1 pp del deterioro, y el segundo es el efecto contable de la depreciación del peso, que al contraer el PIB en dólares, añadió 1,3 pp a la medida del déficit. El mayor déficit corriente en dólares se originó, principalmente, por la ampliación del saldo negativo de la balanza comercial de bienes (USD 3.022 m) como resultado fundamentalmente de la disminución del 26% del valor de las exportaciones durante el primer trimestre del año, las cuales se vieron fuertemente impactadas por la caída de los precios de exportación del crudo y de otros bienes básicos ya mencionados. A esto se suma la disminución de las ventas externas de productos industriales, como alimentos, madera, y maquinaria y equipo. La reducción de las importaciones en este período fue relativamente leve (4,3%), por lo cual no logró compensar el efecto negativo del menor valor exportado sobre el balance comercial.

El comportamiento de los primeros tres meses continuó en abril y mayo; por eso, en el acumulado de los cinco primeros meses del año, las exportaciones totales en dólares cayeron 31%, las de origen minero cayeron 42,3% y las del resto de sectores lo hicieron en conjunto 9,4%. La única excepción fueron las ventas externas agrícolas, que para ese período aumentaron 7,6%.

Este comportamiento del sector externo redundó en una desaceleración del crecimiento económico. Así lo mostró la cifra del PIB para el primer trimestre de 2015 publicada por el DANE a mediados de junio. Para dicho período el aumento del PIB fue de 2,8%, inferior al del trimestre inmediatamente anterior (3,5%) y al de todo 2014 (4,6%). Esta desaceleración de la actividad económica no se produjo por un debilitamiento de la demanda interna, que logró mantener un crecimiento de 4,2%. Este resultado obedeció, en cambio, al efecto de una demanda externa neta negativa. En términos de las cuentas nacionales —cuyas cifras en pesos reales no son directamente comparables a los valores en dólares de la balanza de pagos—, la contribución negativa de la demanda externa fue consecuencia de un incremento de las exportaciones totales de 1,3%, frente a una expansión de las importaciones de 8,1%.

En medio de estos choques externos, que contraen el ingreso nacional, debilitan la confianza y aumentan las primas de riesgo, diversos renglones de la demanda y algunas ramas productivas lograron contribuir significativamente al crecimiento, lo cual evitó que la desaceleración económica en el primer trimestre hubiera sido más fuerte. El consumo de los hogares mantuvo un buen dinamismo, con un crecimiento anual de 3,9%, lo cual fue parcialmente compensado por la menor expansión del consumo del Gobierno (2,3%); esto implicó un incremento del consumo total de 3,3%. La formación bruta de capital (FBC) se vio favorecida por el elevado ritmo de inversión en equipo de transporte (30,3%) y obras civiles (6,9%), que al ponderarse con otros rubros de inversión menos dinámicos, llevó a que la FBC alcanzara un crecimiento anual de 6% en este período. Por el lado de la oferta, las ramas de actividad que alcanzaron las mayores tasas de crecimiento durante los primeros tres meses del año fueron en su orden el comercio (5,0%), la construcción (4,9%) y los servicios financieros (4,4%), que contrastan con la caída de la industria manufacturera (-2,1%) y de la minería (-0,1%).

Las cifras del mercado laboral con corte a mayo muestran una pérdida incipiente del dinamismo en la generación de empleo, como era de esperarse, dada la desaceleración del crecimiento económico. Para los meses de marzo, abril y mayo la tasa de desempleo para las trece principales áreas metropolitanas se situó en promedio 10,1%, frente al 9,9% observada en el mismo período de 2014. Esto se explica por la dinámica de la demanda de trabajo, representada por la tasa de ocupación (TO), que empezó a registrar una caída en los centros urbanos, mientras que la oferta (expresada por la tasa global de participación, TGP) mantuvo su nivel. Por otro lado, en el sector rural el desempleo continuó disminuyendo (5,1% vs. 5,4%), por lo que en el total nacional la tasa de desempleo presentó un leve descenso a un nivel de 9,1% frente a 9,2% entre los períodos mencionados. Los indicadores relacionados con la calidad del empleo continuaron con su mejoría, aunque a un ritmo menor que en el año anterior. En estas condiciones, los ajustes salariales en los primeros meses de 2015 continúan siendo moderados, por lo cual no se perciben presiones inflacionarias originadas en el mercado laboral.

Durante lo corrido de 2015 la inflación anual al consumidor ha registrado un sensible incremento, al pasar de 3,66% a finales de 2014 a 4,42% en junio, lo que la ubica por encima del techo del rango meta establecido por la Junta Directiva del Banco de la República (de 2,0% a 4,0%). Este comportamiento podría parecer paradójico dada la desaceleración de la actividad económica que debería reducir las presiones de demanda. Sin embargo, un detenido análisis de las cifras muestra que las presiones han obedecido, principalmente, a las alzas de los precios de los alimentos por problemas de abastecimiento, y a los efectos de la depreciación de la tasa de cambio sobre los precios de los bienes transables y la estructura de costos de los no transables. En el caso de los alimentos, la oferta agropecuaria se vio reducida por condiciones climáticas poco propicias y precios muy bajos en el pasado que desestimularon las siembras y mermaron la producción. Por ejemplo, los precios de alimentos como el arroz, la papa, las hortalizas y las frutas se incrementaron con fuerza durante los cuatro primeros meses de 2015, conduciendo a una aceleración importante de la variación anual

del índice de precios al consumidor (IPC) de alimentos entre diciembre y abril, cuando alcanzó un 7,7% anual. Sin embargo, a partir de mayo, como lo anticipaban los pronósticos del equipo técnico del Banco de la República, se empezó a observar una moderación, e incluso descensos en los precios de varios alimentos como el arroz y la papa, permitiendo que al finalizar junio el crecimiento anual de los precios de los alimentos descendiera al 6,2%, lo cual contribuyó a detener la tendencia ascendente que traía la inflación anual al consumidor.

Los precios de los bienes y servicios que se agrupan en el IPC de transables sin alimentos ni regulados han sido presionados por la fuerte depreciación del peso, y su variación anual aumentó de 2,0% en diciembre del año pasado a 4,2% en junio de este año. En particular, durante el primer semestre del año se han observado incrementos en los precios de algunos productos que tienen un peso importante en la canasta del consumidor, como lo son automóviles y electrodomésticos en general, los cuales habían experimentado pocas alzas en años anteriores, contribuyendo a mantener la inflación al consumidor en niveles relativamente bajos. Adicionalmente, en los últimos meses también empezaron a verse reajustes en los precios de varios alimentos de origen importado, como cereales y aceites.

Varios factores llevan a que los pronósticos del equipo técnico del Banco de la República indiquen que la inflación al consumidor se mantendría por encima del 4% para buena parte de lo que resta de 2015, pero empezaría a disminuir a comienzos de 2016. Primero, porque se espera que el incremento en los precios de los alimentos sea de carácter transitorio. Segundo, porque las investigaciones del Banco muestran que el traspaso de la depreciación a los precios internos ocurre de manera parcial. Tercero, las condiciones actuales del mercado laboral no sugieren presiones salariales a la inflación.

El equipo técnico prevé que la tendencia descendente se debe acentuar durante 2016, cuando la inflación comience a converger al punto medio del rango meta (3,0%). Tales pronósticos suponen que el fenómeno de El Niño que en la actualidad golpea a Colombia se mantiene con una intensidad moderada y, por tanto, tiene efectos escasos sobre los precios agrícolas, de la energía eléctrica y del gas. Igualmente, los pronósticos no contemplan una fuerte depreciación del peso. De llegar a ocurrir, las alzas en los precios transables y en los no transables, vía aumentos en los costos de producción y de transporte, podrían alcanzar un ritmo mayor que el esperado en los próximos trimestres.

La actual depreciación del peso se ha producido luego de una década en la que se mantuvo una tendencia a la apreciación frente al dólar estadounidense (con pocas interrupciones, como ocurrió durante la crisis financiera internacional). En lo corrido del año hasta mediados de julio la depreciación del peso alcanzaba 13,4%, y en términos anuales registró un 45%. Se resalta que este no es un fenómeno exclusivo del peso colombiano. Primero, se debe al fortalecimiento del dólar frente a las monedas de países desarrollados y emergentes, como resultado de la recuperación de la economía de los Estados Unidos. Segundo, es consecuencia de las expectativas de un incremento en las tasas de interés en ese país ante el cambio

previsto de la postura de política monetaria por parte de la Reserva Federal. Tercero, al igual que ocurre con otras monedas de la región, la depreciación del peso colombiano ha estado reforzada por la caída en los precios del petróleo y otros bienes básicos, y la consecuente percepción de un mayor nivel de riesgo, como resultado de los efectos que ese choque de precios tiene sobre el balance externo y demás variables macroeconómicas del país, en especial las finanzas públicas y el crecimiento económico.

La depreciación del peso tiene la capacidad de afectar algunas de las variables que la determinan y, en particular, amortiguar los efectos del choque externo sobre la economía colombiana. Esa es una de las grandes ventajas del régimen de tipo de cambio flexible adoptado en el país desde fines de los años noventa. En efecto, un peso más débil no solo incrementa el valor en pesos de aquellas exportaciones cuyos precios en dólares están cayendo, sino que además mejora la competitividad de las exportaciones colombianas en general, lo que ofrece un estímulo a los empresarios nacionales para aprovechar esa oportunidad. Por otra parte, al encarecer las importaciones, hace que la demanda interna se reoriente hacia la producción local, favoreciendo con ello el crecimiento económico. Con ello, la depreciación contribuye a corregir el desequilibrio externo y a estimular la actividad económica del país. Sin embargo, este efecto toma tiempo, pues los exportadores deben conquistar nuevos mercados y los productores nacionales deben sustituir importaciones con producción interna.

Por otro lado, hay que tener en cuenta que la tasa de cambio nominal no es el único factor que determina la competitividad. Las monedas de muchos otros países también se han depreciado frente al dólar, por lo que los precios de sus bienes cambian constantemente, tanto en el exterior como en Colombia, afectando la competitividad. La tasa de cambio real (ITCR) es un indicador que tiene en cuenta esas variables. Para su cálculo se puede emplear el índice de precios al productor (ITCR-IPP) o el índice de precios al consumidor (ITCR-IPC). También, se puede calcular con respecto a los competidores en el mercado estadounidense en los productos de café, banano, flores y textiles (ITCR-C). Para el promedio de los primeros seis meses de 2015 y, al compararlos con el mismo período del año anterior, se encuentra una depreciación real anual del 6,9% para el ITCR-IPP, del 14,2% para ITCR-IPC y del 13,6% para el ITCR-C. Esto muestra una ganancia en la competitividad del país, que poco a poco deberá ir contribuyendo a mejorar el balance externo y a estimular el crecimiento económico.

La depreciación del peso durante el último año podría generar un riesgo para la estabilidad del sistema financiero, ante una situación de incumplimiento de obligaciones por parte de aquellas empresas que vean incrementado el valor de sus pasivos en moneda extranjera o de aquellos importadores que registren una caída de sus ingresos. Con el objeto de cuantificar esas fuentes de riesgo, en el *Informe* se evalúa la exposición del sistema financiero y se concluye que, en las condiciones actuales, la depreciación del peso no parece ser un factor que genere un riesgo sistémico para los establecimientos financieros. Este es un hallazgo relevante, porque significa que el régimen de tipo de cambio flexible (tan importante

para el ajuste macroeconómico), no es incompatible con la estabilidad financiera colombiana.

Aun así, en la medida en que el sistema financiero colombiano ha expandido su presencia en la región, los riesgos a los que está expuesto involucran, adicionalmente, aquellos que se generen en otras jurisdicciones y que afecten su balance consolidado. Por tanto, es fundamental para el país contar con el marco legal y normativo que permita a las autoridades monitorearlos y regularlos. Para ello, es necesario que el Congreso de la República considere otorgarle al Gobierno Nacional facultades que le permitan regular los conglomerados financieros y, asimismo, que las autoridades financieras (Gobierno Nacional, Junta Directiva del Banco de la República, Superintendencia Financiera y Fogafín) concentren sus esfuerzos en la construcción de este nuevo marco institucional. Esta es quizás la tarea más relevante y apremiante a que está abocado el país en materia financiera en los próximos meses.

Con respecto a la actividad económica para 2015, el dato de crecimiento de 2,8% divulgado por el DANE para el primer trimestre del año fue afín con las estimaciones del equipo técnico. Por su parte, la información disponible para el segundo trimestre sugiere que en los contextos externo e interno se han materializado algunos riesgos a la baja contemplados en el pasado. Sobre esta base, el equipo técnico estimó un rango de pronóstico de crecimiento de la economía colombiana para 2015 entre 1,8% y 3,4%.

El *Informe* discute detalladamente las razones que sustentan este pronóstico. Entre las más importantes cabe mencionar la escasa posibilidad de un repunte de los precios del petróleo, ya que existe un exceso de oferta de crudo. Con el acuerdo entre Irán y los Estados Unidos podrían aumentar las exportaciones de petróleo iraníes; de esta manera, los términos de intercambio continuarán bajos, lo cual tiene efectos sobre la dinámica del ingreso nacional y sobre la demanda interna. El rubro más afectado es la formación bruta de capital, en particular la privada y aquella destinada al sector minero-energético, ante el desincentivo que el bajo precio del petróleo significa sobre los planes de inversión de las distintas compañías del sector. Por otra parte, dada la importancia que tiene el sector petrolero dentro del total de los ingresos del Gobierno, se requiere mantener una estricta austeridad en el gasto público, como ya lo está haciendo el Gobierno con los recortes de gasto para 2015 y el ajustado presupuesto que acaba de divulgar para el próximo año. De igual manera, requerirá mejorar sus ingresos tributarios, lo cual podría influir en las decisiones de consumo de las familias y en las de inversión por parte de las empresas.

Finalmente, el entorno económico mundial no es favorable. Las economías de nuestros principales socios comerciales y de la mayoría de los países latinoamericanos han mostrado una debilidad mayor que la pronosticada a comienzos de año. Adicionalmente, se mantiene la incertidumbre sobre la disponibilidad de liquidez en los mercados financieros internacionales, como consecuencia de una eventual normalización de la política monetaria en los Estados Unidos y de un incremento

adicional de las primas de riesgo para los países emergentes, que podrían desestimular los flujos de capital hacia Colombia.

El gasto en inversión en construcción de obras civiles y de edificaciones podría desempeñar un papel expansivo en lo que resta de 2015. En el primer caso, el dinamismo se desprendería de la ejecución de recursos en proyectos de infraestructura vial y aeroportuaria que deben continuar realizándose a lo largo del territorio nacional. En el segundo caso, los anuncios recientes del gobierno nacional, relacionados con la puesta en marcha de una segunda versión del Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo (PIPE 2.0), permiten proyectar un buen comportamiento de la construcción, tanto de vivienda como de edificaciones (aulas escolares). Este plan contempla una extensión de los subsidios a las tasas de interés para compra de vivienda. A lo anterior se suman los distintos proyectos de construcción de vivienda con fines sociales que viene adelantando el gobierno nacional desde hace ya varios años, y que continuarían estimulando la actividad económica.

Con respecto a la cuenta corriente de la balanza de pagos, se espera que el déficit de 7% del PIB que se registró en el primer trimestre de 2015 se reduzca progresivamente en lo que resta del año, hacia un rango entre 4,8% y 6,4% del PIB. Esta proyección es consistente con una mayor contracción de los ingresos corrientes, debido a los bajos precios internacionales de los productos básicos y menores perspectivas sobre el desempeño de los principales socios comerciales. Sin embargo, esta tendencia sería compensada con creces por una fuerte reducción de los egresos, que tiene varias causas. Primero, se proyecta que el valor de las importaciones disminuya de manera significativa, debido a los efectos de los recortes en inversión, en especial la del sector minero-energético, lo cual contrae las importaciones de bienes de capital. Segundo, la desaceleración esperada de la demanda interna y la depreciación de la tasa de cambio se reflejarán en menores importaciones de bienes de consumo e intermedios. A pesar de lo anterior, el resultado del balance comercial de bienes para 2015 podría ser aún más negativo que el observado el año anterior, dada la mayor reducción en los ingresos por exportaciones.

A este ajuste en el valor de las importaciones de bienes se suma una reducción en el déficit estimado del balance de servicios no factoriales y en los egresos netos de la renta de factores para el año 2015. Esto último se debe a la menor remisión de utilidades esperada para el sector minero-energético consistente con sus menores ingresos. Este comportamiento podría verse replicado en menor medida en otros sectores, como resultado de las perspectivas de un bajo crecimiento económico. En cuanto a los ingresos por servicios, puede esperarse un repunte en sectores como el turismo y los servicios personales gracias a la mejora en competitividad que ofrece la depreciación de la moneda. Adicionalmente, los ingresos netos por transferencias podrían recuperarse, impulsados por las mejores condiciones en los Estados Unidos y España que son fuente importante de remesas de trabajadores.

En síntesis, la economía colombiana atraviesa un proceso de ajuste ordenado, marcado por una reducción gradual en el crecimiento de la demanda interna y del

producto desde niveles cercanos a su plena capacidad productiva. El menor ritmo de aumento de la demanda interna guarda coherencia con un ajuste posiblemente permanente del ingreso nacional, y contribuye a la reducción en el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. La inflación y sus expectativas se sitúan por encima de la meta de largo plazo (3%). No obstante, la reversión de los choques transitorios de oferta y una brecha de producto negativa contribuirán a que la inflación retorne a la meta de largo plazo, sin que con la información disponible se requieran cambios en la política monetaria. Al evaluar este contexto macroeconómico y al analizar el balance de riesgos, la Junta Directiva del Banco de la República decidió mantener la tasa de interés de referencia en 4,5% en todas sus sesiones del primer semestre del año.

I. CONTEXTO INTERNACIONAL

El principal hecho internacional para la economía colombiana durante 2015 proviene de la fuerte caída de sus términos de intercambio, en especial como consecuencia del desplome en los precios del petróleo que inició el año anterior y que sería, en gran parte, de carácter permanente.

La demanda externa del país sería menor que la observada el año anterior, resultado de un bajo crecimiento de nuestros principales socios comerciales. Se proyecta que la Reserva Federal de los Estados Unidos incremente su tasa de referencia hacia la última parte del año y continúe con alzas graduales a futuro. Aunque existe gran incertidumbre sobre la magnitud de sus efectos, esto afectaría los movimientos de las primas de riesgo y de la tasa de cambio de Colombia.

A. DESEMPEÑO DURANTE EL PRIMER SEMESTRE DE 2015

Los términos de intercambio de Colombia han caído de forma importante durante los primeros meses del año y se ubican en los niveles más bajos desde 2009.

El principal hecho económico internacional para Colombia proviene de la caída de sus términos de intercambio (Gráfico 1). Esta ha sido causada, en gran parte, por la disminución significativa del precio del petróleo desde la segunda mitad del año pasado. Si bien la cotización del crudo se recuperó parcialmente en los últimos meses, el promedio para la referencia Brent en el primer semestre de 2015 fue de USD 58,5 por barril, lo cual representa una reducción de 46,4% frente al mismo período del año pasado (Gráfico 2). Según los analistas, esta caída tiene componentes de carácter permanente, al estar asociada con el incremento en la oferta de los yacimientos no convencionales en América del Norte, y con la decisión de los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de mantener su producción¹.

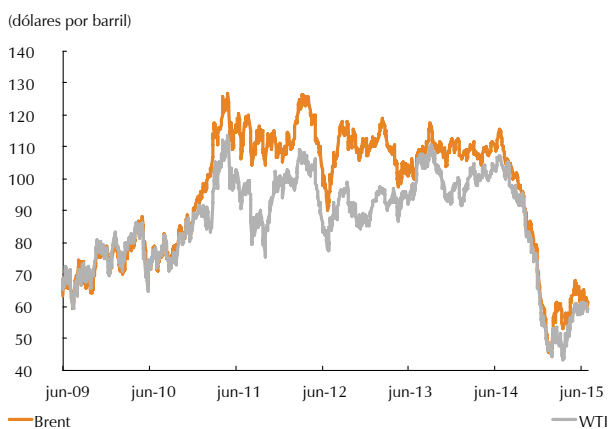
¹ Para mayores detalles sobre la caída de los precios del petróleo y las perspectivas de mediano plazo, véase el recuadro: “Determinantes de la disminución reciente del precio del petróleo, evaluación de pronósticos y perspectivas”, del *Informe sobre Inflación* de diciembre de 2014.

Gráfico 1
Índice de términos de intercambio (metodología comercio)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 2
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)



Fuente: Datastream.

Los precios internacionales de otros bienes básicos exportados por Colombia también se han ubicado por debajo de lo observado el año anterior. De esta forma, los precios promedio del primer semestre del café, del níquel y del carbón registraron reducciones de 14,8%, 17,2% y 17,7%, respectivamente, frente al mismo período de 2014. En el caso del café, su disminución está asociada, en particular, con las mejores perspectivas de oferta global, como consecuencia de condiciones climáticas menos adversas en Brasil. Por su parte, el níquel y el carbón se vieron afectados por la moderación de la demanda por estos bienes, en especial, por parte de las economías emergentes.

Entretanto, los precios de algunos alimentos importados por Colombia también han disminuido. Lo anterior es el resultado de una amplia oferta mundial, lo cual ha permitido que se observen altos niveles de inventarios. Este hecho moderó en alguna medida la caída de los términos de intercambio del país.

Adicional al choque sobre el ingreso nacional proveniente de los menores precios de los bienes básicos, las exportaciones colombianas se han visto afectadas por una menor demanda externa. Esto, como consecuencia de que la economía mundial continuó expandiéndose a un ritmo lento, situación que se vio reflejada en los bajos crecimientos de los indicadores globales de manufacturas y de comercio durante los primeros meses del año (Gráfico 3). Este comporta-

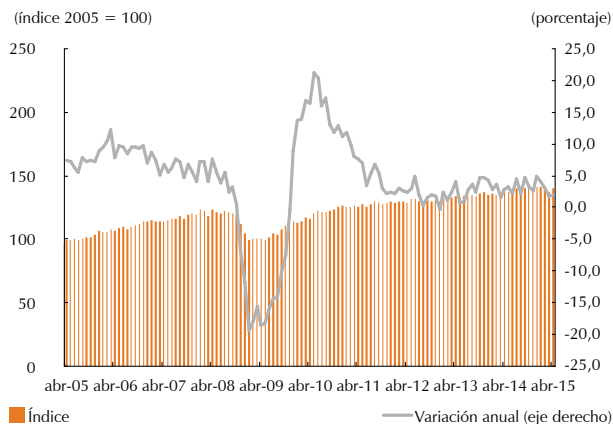
miento se explica por una moderación de los países desarrollados con respecto al segundo semestre del año anterior y por un modesto crecimiento en las economías emergentes.

La desaceleración de los países desarrollados se debe, en gran parte, a un crecimiento menor que el esperado en los Estados Unidos durante los primeros tres meses del año, por factores que parecen ser de carácter transitorio. Adicionalmente, la recuperación que se esperaba para este país durante el segundo trimestre será más débil de lo anticipado. Cabe destacar que la producción industrial continuó desacelerándose y se ha visto afectada por la fortaleza del dólar y por la moderación en la extracción de petróleo y gas.

Por otra parte, la inflación anual en los Estados Unidos se encuentra en niveles bajos o ha mostrado descensos durante los primeros meses de 2015, en parte, debido a la caída en el precio de los combustibles. Las medidas de inflación básica, que excluyen elementos volátiles como los alimentos y los combustibles, se mantuvieron relativamente estables alrededor de 1,7% (Gráfico 4).

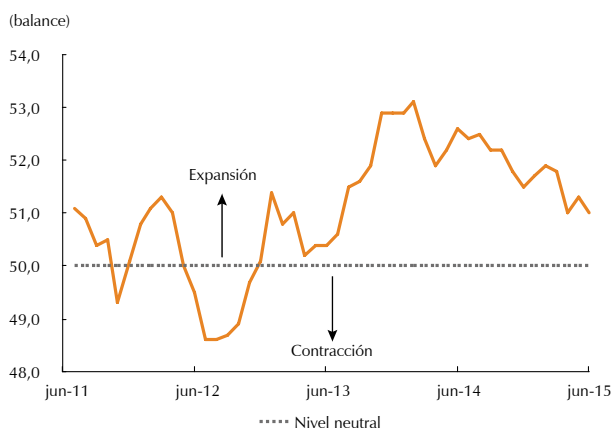
Gráfico 3

A. Volumen de exportaciones globales



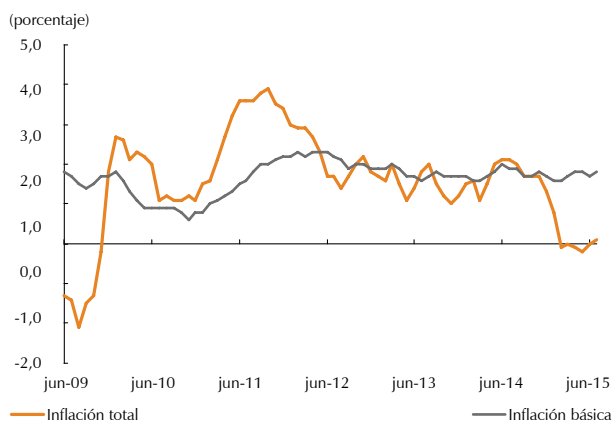
Fuente: Datastream.

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.

El incremento de la tasa de interés por parte de la Reserva Federal (Fed), que los principales analistas preveían que ocurriría a mediados del presente año gracias al buen dinamismo de la economía estadounidense a finales de 2014, se espera ahora que se materialice en la última parte del año. La mediana de las proyecciones más recientes del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) de la Fed sugiere que la tasa de referencia a diciembre de 2015 se sitúe entre 0,50% y 0,75%, lo cual representaría un incremento de 50 puntos básicos (pb).

Las expectativas de normalización de la política monetaria de los Estados Unidos para finales del año han derivado en un fortalecimiento del dólar frente a las principales monedas del mundo. De esta forma, el promedio del primer semestre del índice de tasa de cambio del dólar con relación a las divisas de sus principales socios comerciales se ha apreciado 11,6% con respecto a lo observado seis meses atrás (Gráfico 5). Adicionalmente, las tasas de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos se ubican en niveles superiores a los de finales del año anterior.

En cuanto a la zona del euro, entre enero y marzo su PIB registró una expansión de 0,4% trimestral, lo cual representa una ligera mejora frente a lo observado en el último trimestre de 2014 (0,3%). Las cifras de actividad real y de confianza disponibles para el segundo trimestre sugieren que su economía ha continuado recuperándose

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



Fuente: Bloomberg.

lentamente. Esta leve mejoría se ve favorecida por el debilitamiento del euro, lo cual ofrece un impulso adicional a la competitividad de las exportaciones; también, por algunos incrementos en la demanda por crédito, y por un mayor ingreso disponible de los hogares, gracias a la baja en el precio de los combustibles.

Entretanto, la inflación anual de la zona del euro se ubicó en terreno negativo durante los primeros cuatro meses del año, para luego incrementarse moderadamente en mayo (0,2%). La reducción en el precio de los combustibles explica gran parte de los bajos niveles que ha registrado la variación anual de los precios. La inflación anual, excluyendo alimentos y combustibles, se mantuvo relativamente estable alrededor de 0,7%, 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 muy modesto, el BCE ha adoptado una política monetaria altamente expansiva. De esta forma, man-

tuvo las tasas de interés en niveles históricamente bajos, continuó estimulando la oferta de crédito mediante las operaciones de refinanciamiento de largo plazo (TL-TRO, por su sigla en inglés) y adoptó un programa de relajamiento cuantitativo en el que compra mensualmente EUR 60 mil millones (mm) en bonos soberanos, títulos respaldados por activos (*asset backed securities*) y bonos garantizados (*covered bonds*). Estas medidas han contribuido a aumentar las expectativas de inflación (Gráfico 6), mitigando así gran parte de los riesgos deflacionarios que enfrentaba la zona del euro unos meses atrás.

La postura expansiva del BCE y las perspectivas de una pronta normalización de la política monetaria en los Estados Unidos han favorecido un debilitamiento del euro frente al dólar. El promedio de la tasa de cambio entre estas monedas pasó de EUR 0,78 por dólar para el segundo semestre de 2014 a EUR 0,90 por dólar seis meses adelante, lo cual representa una depreciación de 15,2% en este período. Por otro lado, el programa de relajamiento cuantitativo del BCE propició una caída importante de las tasas de interés de los bonos soberanos de Europa entre enero y abril (Gráfico 7). Sin embargo, en mayo y junio se han observado incrementos, exacerbados por una baja liquidez en el mercado de bonos y asociados con la mejora en las expectativas de inflación de la zona del euro.

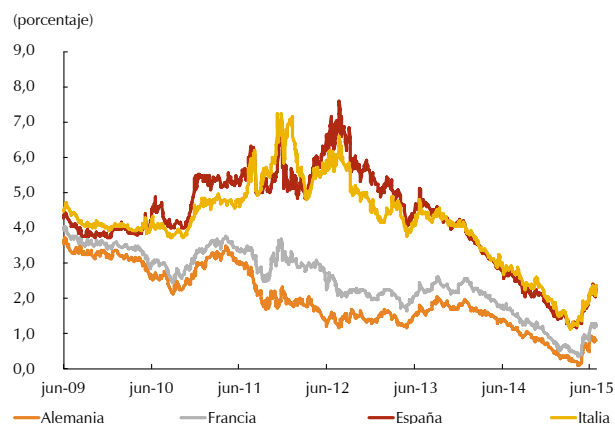
La economía japonesa mostró una ligera recuperación en los primeros meses del año, luego de la fuerte desaceleración que presentó hacia finales del año anterior. Pese a

Gráfico 6
Expectativas de inflación en el mediano plazo en la zona del euro



Fuente: Bloomberg.

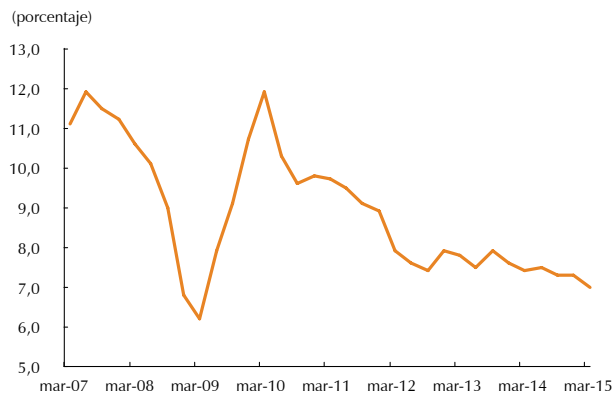
Gráfico 7
Tasas de interés a 10 años para los títulos de deuda pública de algunos países de la zona del euro



Fuente: Bloomberg.

esto, su inflación se ubicó de nuevo en niveles bajos en abril y mayo, como consecuencia de los menores precios de los combustibles y de la desaparición del efecto estadístico del alza en el impuesto al consumo que había ocurrido en abril de 2014. En este contexto, el Banco Central de Japón ha mantenido una postura expansiva, con su programa de relajamiento cuantitativo y tasas de interés en niveles históricamente bajos.

Gráfico 8
Crecimiento anual del PIB real para China

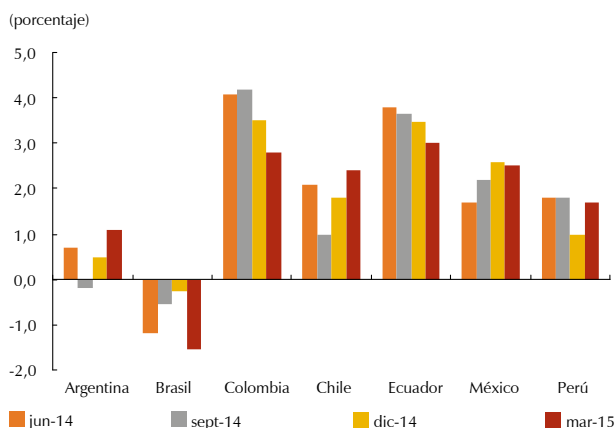


Fuente: Bloomberg.

Por el lado de las economías emergentes, se destaca la fuerte desaceleración de China durante la primera mitad del año, como consecuencia de un debilitamiento de su demanda interna y externa. El crecimiento del PIB chino del primer trimestre fue de 7,0%, inferior al 7,3% del último trimestre del año anterior y al 7,4% registrado para todo 2014 (Gráfico 8). Los índices disponibles de actividad real y confianza para el segundo semestre sugieren que la economía china ha seguido perdiendo dinamismo. Esta moderación está asociada con la disminución de su demanda interna (principalmente en inversión), con una reducción del comercio externo por la apreciación del yuan frente a la mayoría de monedas del mundo, y con una demanda externa que sigue siendo modesta.

La inflación anual de China se ha mantenido en niveles bajos durante la primera mitad del año, debido a los menores precios del combustible y al debilitamiento de su demanda interna. Su banco central ha adoptado una política monetaria más expansiva, al reducir su tasa de referencia de 5,60% en diciembre de 2014 a 4,85% en junio de 2015. También, relajó algunas restricciones para la compra de vivienda y bajó las exigencias de depósitos para algunos bancos, entre otras medidas.

Gráfico 9
Crecimiento anual del PIB real para algunos países de América Latina



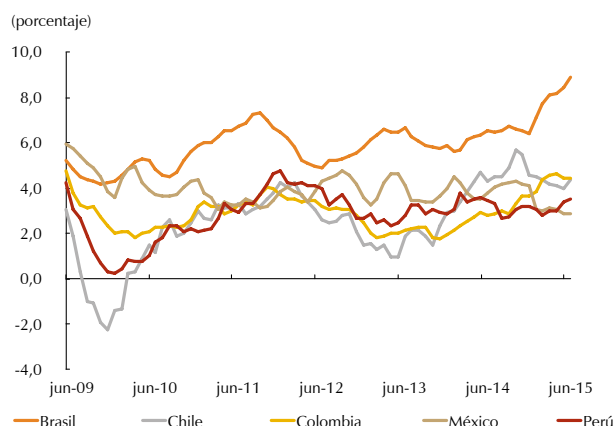
Fuente: Bloomberg.

Entretanto, las economías de América Latina muestran tasas de crecimiento bajas con respecto al promedio de la última década. Esto se debe, principalmente, a la fuerte caída de los términos de intercambio y de la moderación en la actividad económica de sus principales socios comerciales, en especial de otras economías emergentes.

Si bien el choque externo es común a todos los países de la región, su efecto ha sido disímil entre países, lo cual está asociado, entre otros factores, con las diferentes estructuras productiva y comercial, y con las posiciones fiscal y externa antes del choque (Gráfico 9). Las economías de Chile y Perú han mostrado algunas señales de recuperación durante el primer semestre del año, como consecuencia de la reversión de los choques de oferta que afectaron la producción agrícola

y minera el año anterior. La actividad real en México se ha visto moderada por la desaceleración de la economía estadounidense. En Brasil habría continuado la

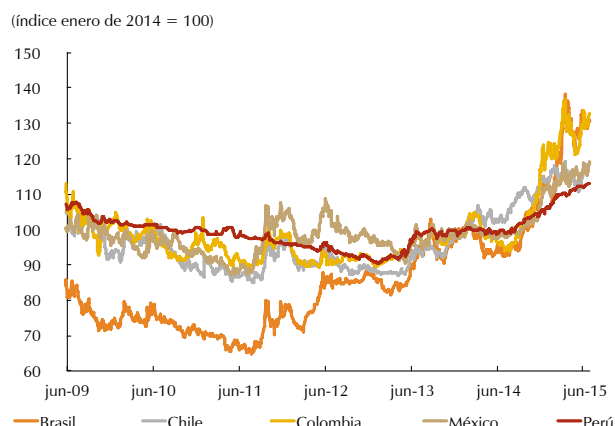
Gráfico 10
Inflación anual para algunas economías de América Latina



contracción que inició el año anterior, debido al ajuste fiscal que está adelantando su gobierno. Finalmente, en Venezuela, si bien no hay disponibles datos oficiales, se espera que haya seguido en recesión por culpa de algunos problemas estructurales y por la fuerte caída en el precio del petróleo.

La inflación de la región, con cifras a junio, también ha tenido un comportamiento heterogéneo. En México se redujo y se mantiene cercana al objetivo del banco central. Entretanto, en Perú y Chile se ubicó por encima del rango meta, puesto que se ha visto afectada por la depreciación de sus monedas. Por su parte, la variación anual de los precios en Brasil sigue alta y con una marcada tendencia creciente (Gráfico 10).

Gráfico 11
Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina



Debido a la caída de los términos de intercambio de Colombia, a un bajo crecimiento económico de sus socios comerciales y a la perspectiva de que la Fed incremente su tasa de referencia durante la segunda mitad del año, se han moderado los flujos de capital extranjero que ingresarán al país durante 2015². Esto ha sido una de las causas de la depreciación significativa del peso colombiano, que pasó de un valor promedio de COP 1.959 por dólar en el primer semestre de 2014 a COP 2.485 por dólar un año después, lo que ha significado una caída de 26,9% de su valor relativo al dólar. Por supuesto, como se mencionó, la apreciación del dólar también ha incidido y, por tanto, la depreciación no ha sido exclusiva del peso colombiano, pues otras monedas de la región también se han depreciado de forma importante frente al dólar durante el mismo período (Gráfico 11).

B. PROYECCIONES PARA LO RESTANTE DE 2015

Si bien se espera que el crecimiento mundial para todo 2015 sea ligeramente menor que el del año anterior, en el segundo semestre del año se prevé una recuperación frente a lo observado durante los primeros seis meses. Esto ocurriría,

2 Para mayores detalles véase el recuadro: “Comportamiento reciente de la tasa de cambio en Colombia”, del *Informe sobre Inflación* de marzo de 2015.

Se espera que la Reserva Federal de los Estados Unidos incremente su tasa de referencia hacia la última parte del año y continúe con alzas graduales.

principalmente, por un mejor desempeño de las economías desarrolladas y de algunas de América Latina.

En el caso de los Estados Unidos, se proyecta un mejor desempeño para el segundo semestre, debido, en gran parte, a un incremento del gasto de los hogares, el cual se vería favorecido por el buen comportamiento del mercado laboral y por los bajos precios de los combustibles. Este mayor dinamismo de la actividad económica permitirá que la Fed incremente su tasa de interés hacia la última parte del año y continúe con alzas graduales a futuro. Se prevé que estas subidas se transmitan ordenadamente a los mercados financieros y de crédito y no tengan impactos adversos significativos sobre los flujos de capital ni sobre la confianza de los agentes. Esto es posible en la medida en que la normalización sea gradual y los estímulos por parte de otros bancos centrales, tales como el BCE y los de Japón y China, compensen parte de la liquidez que restaría la Fed.

Este escenario, sin embargo, presenta riesgos no despreciables a la baja. El principal proviene de una potencial reacción adversa de los mercados financieros globales a la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos, que podría verse intensificada por la baja liquidez de los mercados de bonos. Esto podría generar reversiones en los flujos de capitales hacia las economías emergentes y afectar de forma importante la confianza de distintos agentes.

Por el lado de la zona del euro, se proyecta que continúe la lenta recuperación que inició a comienzos del año. El plan de relajamiento cuantitativo del BCE debería contribuir a un aumento de la demanda por crédito y a mantener al euro débil frente a las monedas de sus principales socios comerciales, lo cual le daría un impulso adicional a las exportaciones. Adicionalmente, se espera que los últimos sucesos en Grecia no tengan efectos significativos sobre la confianza de los consumidores y empresarios de la región.

Si bien la probabilidad de que Grecia salga de la zona del euro en el corto plazo ha disminuido de forma importante, no se puede descartar que continúe la incertidumbre política en la región, dado el alto nivel de endeudamiento y la débil condición económica de este país. Esto representa un riesgo para la recuperación europea, en la medida en que puede tener un efecto adverso sobre los mercados financieros y sobre la confianza. Pese a esto, su impacto sería limitado, considerando el tamaño de la economía griega, la baja exposición del sistema financiero de otros países europeos a la deuda de este país, los pocos vínculos comerciales y financieros con el resto del mundo y la disponibilidad de mecanismos de estabilización que ayudarían a las autoridades económicas europeas a minimizar la transmisión hacia otras economías.

El crecimiento económico en China para todo 2015 se ubicaría ligeramente por debajo de la meta de su gobierno (7,0%).

En China se espera que continúe la desaceleración de su actividad económica y que el crecimiento para todo 2015 se ubique ligeramente por debajo de la meta de su gobierno (7,0%). Esta pérdida de dinamismo se debe a una moderación tanto en su demanda interna, como en la externa, y probablemente implicará que la demanda de bienes básicos continúe debilitándose.

Se proyecta que los términos de intercambio de Colombia se ubicarían en niveles significativamente inferiores a los observados en años recientes.

Por su parte, para América Latina se espera un comportamiento heterogéneo por países y se prevén menores crecimientos que los observados en promedio para la última década. En el caso de Chile y Perú se proyecta una recuperación hacia la segunda mitad del año, resultado de una reversión de algunos choques de oferta que los afectaron el año anterior y de un mayor gasto público. Entretanto, la economía mexicana se debería ver favorecida por el mejor desempeño de los Estados Unidos. En contraste, la expectativa de la actividad real en Brasil es que continúe contrayéndose, como consecuencia del programa de ajuste fiscal que adelanta su gobierno. Finalmente, la proyección para Venezuela es que seguirá afectada por los menores precios del petróleo y sus problemas estructurales.

En términos de los precios de los bienes básicos exportados por Colombia, se espera que el promedio del precio del petróleo (Brent) se mantenga ligeramente por encima de los USD 60 por barril durante el segundo semestre del año. Persiste una gran incertidumbre con respecto al comportamiento de esta variable. Por un lado, una menor producción de crudo en Norteamérica o nuevos brotes de conflictos geopolíticos en Medio Oriente podrían presionar los precios al alza. Por el otro lado, el bajo crecimiento mundial, los crecientes niveles de los inventarios de crudo y un posible restablecimiento de la venta de petróleo iraní a los mercados internacionales representan importantes riesgos a la baja.

Con respecto a los precios de otros bienes básicos de exportación, se espera una recuperación en las cotizaciones del café, carbón y níquel durante el segundo semestre, aunque permanecerían de manera considerable por debajo del promedio observado el año anterior. En este contexto, se prevé que los términos de intercambio para Colombia se mantendrán en niveles similares a lo observado en la primera parte de 2009, lo cual es significativamente inferior a los niveles de los años más recientes.

No obstante, una profundización de la desaceleración en China podría resultar en mayores caídas de los precios de los bienes básicos exportados por los países de América Latina, lo cual impactaría en mayor medida el ingreso de la región.

II. LA ECONOMÍA COLOMBIANA: RESULTADOS EN 2014 Y PERSPECTIVAS PARA 2015

La información disponible muestra una desaceleración de la actividad económica. La inflación se ha ubicado por encima del 4% debido, en buena parte, a presiones transitorias en los precios de los alimentos y al traspaso de la depreciación del peso a los precios al consumidor.

De acuerdo con los pronósticos del equipo técnico del Banco de la República, la economía crecerá entre 1,8% y 3,4% en 2015 y la inflación al consumidor deberá mantenerse un poco por encima del 4% durante buena parte de lo que resta del año.

La reversión de los choques transitorios de oferta, una brecha de producto negativa y unas expectativas de inflación ancladas en la meta deben contribuir a conducir la inflación hacia la meta de largo plazo (3%) en 2016.

La caída en los precios internacionales del petróleo, registrada desde mediados de 2014, generó un descenso en los términos de intercambio y un deterioro significativo del ingreso nacional del país. Por otra parte, el crecimiento promedio de los socios comerciales de Colombia ha sido débil y menor que lo proyectado. Ante estos choques externos negativos, en el primer trimestre del presente año la demanda interna se desaceleró y la balanza comercial restó al crecimiento. El menor ritmo de crecimiento de la economía registrado en los tres primeros meses de 2015 se dio a partir de un nivel de producto que a finales de 2014 se encontraba cercano a la plena utilización de la capacidad productiva.

En el primer trimestre de 2015 la economía colombiana creció 2,8%, inferior al registro del trimestre inmediatamente anterior (3,5%), y al promedio de todo 2014 (4,6%). La demanda interna se desaceleró, pero mantuvo un comportamiento dinámico (4,2%). Las exportaciones netas restaron al crecimiento debido al fuerte aumento de las importaciones (8,1%) y la menor dinámica de las exportaciones (1,3%).

En el primer trimestre de 2015 la economía colombiana creció 2,8% anual, inferior al 3,5% del trimestre anterior.

Las cifras de balanza de pagos registraron una ampliación del déficit en la cuenta corriente como proporción del PIB, desde 6,6% en el cuarto trimestre de 2014 a 7% en los tres primeros meses de 2015.

La nueva información para el segundo trimestre de 2015 de ventas de comercio al por menor y de confianza del consumidor sugieren que el gasto de las familias podría mostrar crecimientos moderados. Esto ha ocurrido en un entorno de fortaleza del mercado laboral, de tasas de interés reales que se mantienen en terreno expansivo y de un crédito que crece más que el PIB nominal.

Las proyecciones del comportamiento del rubro de inversión sugieren que se desacelerará de manera significativa frente a lo registrado en 2014. El fuerte retroceso de las importaciones de bienes de capital en el segundo trimestre soporta estos pronósticos. En adición, se mantiene la previsión de una caída importante de este tipo de inversión dirigida al sector minero-energético, dada la reducción de las actividades de exploración y perforación de pozos petroleros asociada con los menores niveles del precio del crudo.

Por otra parte, en abril y mayo los valores de las exportaciones e importaciones (en dólares) registraron caídas importantes frente al año anterior. El descenso en las ventas externas se explica principalmente por el menor precio del petróleo, mientras que las exportaciones de los principales productos agrícolas y del resto de sectores también disminuyeron, pero en menor medida. En el mismo período, las importaciones destinadas a consumo, a bienes de capital, y a materias primas registraron descensos significativos.

Desde febrero la inflación se situó por encima del 4%.

De esta manera, para lo que resta del año se prevé una moderación del consumo, así como de la inversión, pese a que las obras civiles mantengan un comportamiento dinámico.

En el sector externo se espera que la depreciación real del peso tenga un impacto positivo sobre el comportamiento de los sectores que exportan y los que compiten con importaciones. Asimismo, el ajuste de las importaciones debería continuar, debido a la moderación del crecimiento del gasto interno, los efectos de la depreciación real del peso y la caída en algunos precios internacionales. Los menores niveles de los precios del petróleo, la menor dinámica de la demanda interna y la depreciación nominal generarán una reducción en la remisión de utilidades en dólares de empresas foráneas hacia el extranjero. Todo ello debe contribuir a la corrección del elevado déficit en la cuenta corriente registrado en marzo de 2015, y a su proceso de convergencia a niveles sostenibles de largo plazo.

En el primer semestre de 2015 la inflación tuvo una tendencia creciente y desde febrero se situó por encima del límite superior del rango meta. En ese período la aceleración de la inflación se debe principalmente al mayor ritmo de aumento en los precios de los alimentos. Sin embargo, también se ha observado un incremento en la variación anual de los precios de los grupos transables y no transables sin alimentos ni regulados y el promedio de las medidas de inflación básica completó nueve meses consecutivos con incrementos, situándose este último cerca de 4%.

Las medidas de expectativas de inflación de los analistas a uno y dos años y las que se derivan de los TES a 2, 3 y 5 años se mantienen en un rango entre 3,0% y

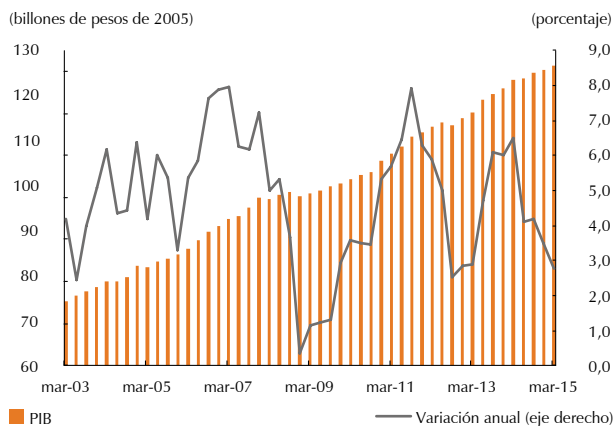
3,5%. Esto sugiere que los agentes perciben parte de la aceleración de la inflación como un fenómeno transitorio.

La reversión de los choques transitorios de oferta, una brecha de producto negativa y unas expectativas de inflación ancladas en la meta deben contribuir a conducir la inflación hacia la meta de largo plazo (3%).

A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

1. Resultados para el primer trimestre de 2015

Gráfico 12
Producto interno bruto (PIB)
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Según la publicación más reciente sobre producto interno bruto (PIB) por parte del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), durante los primeros tres meses del año se registró una expansión anual de la actividad económica de 2,8% (Gráfico 12). Esta cifra revela una desaceleración con respecto al registro del último trimestre de 2014 (3,5%). La variación entre trimestres fue de 0,8%, que corresponde a un crecimiento anualizado de 3,3%.

Como se presentó en el capítulo I de este informe, esta desaceleración ocurrió en un contexto en el que las economías de nuestros principales socios comerciales y de los demás países de la región se debilitaron o, en el mejor de los casos, mostraron una recuperación

leve, y en que el precio internacional del petróleo se ubicó significativamente por debajo de los niveles de mediados del año anterior.

La demanda interna se desaceleró con respecto a lo registrado en el cuarto trimestre del año pasado, al tiempo que las exportaciones netas siguieron contribuyendo de manera negativa al crecimiento del PIB (Cuadro 1). En la primera sobresalió la menor dinámica del consumo público; para el consumo privado y la inversión también se observaron desaceleraciones, aunque de menor intensidad. En las segundas las exportaciones crecieron a un ritmo mediocre (1,3% anual) debido al mal desempeño de las ventas de petróleo y productos refinados al exterior. A pesar de la depreciación del peso, en los primeros tres meses del año las exportaciones no tradicionales no crecieron a un ritmo significativamente distinto de aquel registrado a finales de 2014. El debilitamiento de la demanda externa influyó en este resultado. Con respecto a las importaciones, se destacó la compra de bienes de capital, en particular de equipos de transporte y maquinaria. También, fueron importantes las contribuciones de las cantidades importadas de refinados del petróleo y de sustancias químicas.

Al desagregar los componentes de la demanda interna, el menor crecimiento del consumo de los hogares estuvo principalmente relacionado con el menor

Cuadro 1
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2013	2014				2014	2015
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.
Consumo total	5,0	5,3	4,3	4,4	4,9	4,7	3,3
Consumo de hogares	3,8	4,2	3,8	4,1	5,3	4,4	3,9
Bienes no durables	3,2	3,7	3,0	3,9	4,8	3,8	3,4
Bienes semidurables	2,7	4,0	3,6	3,4	7,3	4,6	4,2
Bienes durables	7,4	4,1	4,9	8,1	13,0	7,6	3,0
Servicios	4,3	5,0	4,1	4,0	4,1	4,3	4,0
Consumo final del Gobierno	9,2	9,5	6,6	5,3	3,8	6,2	2,3
Formación bruta de capital	5,6	14,5	13,3	10,4	8,8	11,7	7,2
Formación bruta de capital fijo	6,0	13,3	8,6	11,8	10,1	10,9	6,0
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	(5,7)	3,6	3,0	4,7	7,1	4,6	(2,3)
Maquinaria y equipo	0,2	14,4	7,8	14,6	12,2	12,2	1,5
Equipo de transporte	(8,5)	5,2	11,1	14,9	16,6	12,1	30,3
Construcción y edificaciones	11,1	7,1	1,2	15,3	7,5	7,8	2,2
Obras civiles	10,8	25,9	13,6	6,6	3,6	12,1	6,9
Servicios	4,1	5,9	1,7	4,9	1,5	3,5	1,8
Demanda interna	5,1	7,8	6,0	5,9	5,8	6,3	4,2
Exportaciones totales	5,3	3,1	(12,1)	4,2	(0,6)	(1,7)	1,3
Importaciones totales	6,4	9,0	5,0	8,1	14,4	9,2	8,1
PIB	4,9	6,5	4,1	4,2	3,5	4,6	2,8

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

dinamismo del gasto en consumo de bienes durables y semidurables. Esto es compatible con la fuerte caída del índice de confianza de los consumidores observada durante los primeros tres meses del año. Además, la depreciación acumulada de la tasa de cambio también se ha propagado hacia los precios locales de este tipo de bienes, cuyo componente importado es considerable, lo que castiga el poder adquisitivo de los salarios. También, es posible que la realización del XIV Salón del Automóvil en noviembre de 2014 haya significado un alto nivel de gasto en bienes durables por parte de los hogares colombianos, por lo que el nivel de este renglón del consumo privado para el primer trimestre de 2015 ha sido comparativamente bajo. Para el caso del consumo de bienes no durables, el menor crecimiento del rubro estuvo enmarcado por incrementos importantes de los precios de los alimentos, como se presentará en la sección C de este capítulo. Una dinámica más favorable se observó en el gasto en servicios, el cual mostró un comportamiento similar a su promedio desde 2001.

A pesar de la desaceleración observada en la inversión, dentro del rubro se registraron buenos desempeños en el gasto en equipo de transporte y, en menor medida, en el destinado a obras civiles. En el primer caso el buen ritmo de expansión se originó en la compra de aeronaves por parte de algunas compañías de transporte aéreo de carga y de pasajeros. Para el caso de las obras civiles se

En el primer trimestre de 2015 la demanda interna se desaceleró y las exportaciones netas siguieron contribuyendo negativamente al crecimiento del PIB.

destacó la contribución que realizaron los desembolsos por concepto de pago de obras de vías de agua, puertos, acueductos y alcantarillados, y de otras obras de ingeniería³. Lo anterior sugiere que continúan las tendencias que traen desde el año pasado este tipo de inversiones en las regiones, producto, a su vez, de una buena ejecución por parte de los gobiernos regionales y locales.

Otros renglones de la formación bruta de capital, como el de inversión en maquinaria y equipo y en construcción de edificaciones, registraron un ritmo de expansión menor que el de trimestres anteriores. La compra de bienes de capital (distintos de equipo de transporte) para la industria y otros sectores se estancó en los niveles del último trimestre de 2014. Esto podría estar ligado, en parte, al mal momento que vive la industria manufacturera, a la depreciación del tipo de cambio, y a una importante moderación de las inversiones realizadas desde el sector petrolero, tal y como se preveía en versiones anteriores de este informe. La inversión agropecuaria fue el único renglón que mostró una contracción durante el primer trimestre del año, aunque su peso dentro del rubro es bajo. Como es usual, el crecimiento de la inversión tuvo su contrapartida en el de las importaciones.

Por el lado de la oferta, las mayores tasas de crecimiento durante los primeros tres meses del año se observaron, en su orden, en comercio (5,0%), construcción (4,9%) y en servicios financieros (4,4%) (Cuadro 2). Por el contrario, las ramas de actividad industrial (-2,1%) y de minería (-0,1%) mostraron contracciones anuales. En ese entorno, el PIB de los sectores transables (0,3%) continuó con aumentos menores a los de la economía en su conjunto y de su promedio desde 2000 (3,8%); el PIB de los no transables (4,4%) mantuvo una tasa de expansión levemente inferior a su promedio (4,7%).

Pese a la desaceleración de las ventas al por menor en el primer trimestre, el comercio mantuvo un dinamismo importante. Esto obedece, en parte, al comportamiento de los servicios de hotelería y restaurantes, que pasaron de crecer 3,3% en los últimos tres meses de 2014 a 5,9% durante el período enero-marzo de 2015. Por su parte, los servicios financieros, cuya participación en el PIB es alta (19,8%), siguen contribuyendo de manera significativa al crecimiento económico gracias a la aceleración de los servicios inmobiliarios, principalmente.

Dentro de la rama de la construcción, el desempeño más sobresaliente se observó en las obras civiles (7,0%), aunque el sector de edificaciones también reportó una expansión positiva (2,1%). En este último sobresalió la disparidad dentro del rubro, pues el fuerte dinamismo de la construcción de edificaciones no residenciales (13,8%) fue contrarrestado por las residenciales (-9,9%).

La industria (-2,1%) presentó el peor desempeño dentro de las actividades productivas del PIB colombiano. Este resultado se explica, principalmente, por la caída

Los sectores con mayores crecimientos fueron el comercio y la construcción. Por el contrario, la industria y la minería mostraron reducciones.

3 Incluye estadios y otras instalaciones deportivas para el juego al aire libre, parques, obras de protección ambiental, plazas de mercado, etc.

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

Sector	2013	2014				2014	2015
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	6,7	6,1	0,4	2,0	0,7	2,3	2,3
Explotación de minas y canteras	5,5	6,0	(2,1)	(1,2)	(3,3)	-0,2	(0,1)
Industria manufacturera	0,6	4,0	(1,7)	(0,7)	(0,5)	0,2	(2,1)
Electricidad, gas y agua	3,2	4,5	3,7	4,0	3,0	3,8	2,0
Construcción	11,6	14,0	8,7	10,9	6,1	9,9	4,9
Edificaciones	11,2	7,0	1,0	14,2	7,3	7,4	2,1
Obras civiles	12,1	24,5	14,6	6,7	4,2	12,0	7,0
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	4,5	5,4	4,1	4,4	4,4	4,6	5,0
Transporte, almacenamiento y comunicación	3,6	4,9	4,3	4,2	3,2	4,2	2,8
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	4,6	5,4	5,5	4,5	4,1	4,9	4,4
Servicios sociales, comunales y personales	6,0	7,4	5,4	4,7	4,4	5,5	3,0
Subtotal valor agregado	5,0	6,3	4,0	4,1	3,2	4,4	2,7
Impuestos menos subsidios	3,9	7,5	8,2	7,4	8,2	7,8	4,3
PIB	4,9	6,5	4,1	4,2	3,5	4,6	2,8

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

significativa de la refinación de petróleo (-11,2%) como consecuencia del cierre temporal de la Refinería de Cartagena (Reficar), que se inició el año pasado con el fin de modernizar las plantas, permitiendo una ampliación de la producción y un mayor valor agregado. Al excluir dicha subrama, el resto de la industria también reportó una caída que es menor que la mencionada para el agregado (-0,8%). La heterogeneidad sectorial continúa siendo alta: mientras ramas como la refinación de petróleo (-11,2%) e hilaturas y textiles (-10,7%) presentaron caídas importantes, otras como elaboración de bebidas (6,8%) y de productos lácteos (5,0%) mostraron expansiones significativas.

De acuerdo con la *Encuesta de opinión empresarial* de la ANDI, la utilización de la capacidad instalada se sitúa en niveles ligeramente por debajo del promedio histórico y el clima de negocios presenta leves mejorías. Algo similar mostró la encuesta de Fedesarrollo. Además, el resultado del primer trimestre ocurrió en un contexto en el que las exportaciones manufactureras cayeron 7,3% en dólares, pese a que la depreciación observada debería contribuir a mejorar su rentabilidad, así como la competitividad de los bienes industriales localmente producidos, frente a los importados, en el mercado interno. Sin embargo, el débil crecimiento de los socios comerciales del país, en especial los de la región hacia donde se dirige un porcentaje apreciable de estas exportaciones, puede contrarrestar el efecto de la depreciación. Cabe señalar que las empresas que venían exportando a Ecuador,

uno de nuestros principales destinos del comercio industrial, en los últimos meses ha enfrentado los efectos de las salvaguardas comerciales impuestas por este país, los cuales implican el pago de un arancel (incrementos de 5% a 45% por tipo de producto). Por último, según lo reportado por los industriales en la encuesta de la ANDI, factores como las limitantes en la infraestructura y la formalización empresarial podrían estar explicando los resultados menos favorables para la industria en lo corrido del año.

2. Perspectivas de la actividad económica para el resto de 2015

La continuación de la desaceleración de la economía durante los primeros tres meses del año estuvo alineada con lo que esperaba el equipo técnico del Banco de la República para dicho período. La información disponible para el segundo trimestre sugiere que en los contextos externo e interno se han materializado algunos riesgos a la baja contemplados en pasados informes. Lo anterior motivó al equipo técnico a tener un rango de pronóstico de crecimiento de la economía colombiana entre 1,8% y 3,4% para 2015.

El rango de pronóstico de crecimiento de la economía colombiana se sitúa entre 1,8% y 3,4% para 2015.

En primera instancia, las economías de nuestros principales socios comerciales y de la mayoría de países de la región han mostrado una debilidad mayor que la pronosticada a comienzos de año. Además, se mantiene la incertidumbre sobre la disponibilidad de liquidez en los mercados financieros internacionales por la expectativa de normalización de la política monetaria de los Estados Unidos y el potencial deterioro adicional de las primas de riesgo de países emergentes.

Adicionalmente, a pesar de que entre abril y junio el precio internacional del petróleo estuvo por encima de lo registrado durante los primeros tres meses del año, para lo que resta de 2015 no se esperan incrementos adicionales importantes. De esta manera, se sigue proyectando una caída considerable de los términos de intercambio, que continúa teniendo efectos sobre la dinámica del ingreso nacional disponible en el país y sobre la demanda interna. El rubro más afectado deberá ser la formación bruta de capital, en particular la privada y aquella destinada al sector minero-energético, pues el choque de los términos de intercambio ha suscitado ajustes en los planes de inversión de distintas compañías de este sector.

Dada la importancia que tiene el sector petrolero dentro del total de ingresos del Gobierno, tanto por utilidades como por impuestos y regalías, se espera que el consumo público también se vea afectado por la caída de los términos de intercambio. La reciente baja del precio del petróleo ha obligado a la revisión del presupuesto público para el año en curso y para el siguiente. De acuerdo con la versión más reciente del Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) publicado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, la proyección del déficit del gobierno nacional central (GNC) es de 3,0% del PIB para 2015 y 3,6% para 2016, mayor que el 2,4% de 2014. La ampliación del déficit obedece a una menor proyección de ingresos tributarios y de dividendos petroleros. El gasto, por su parte, se ajustará de manera

parcial con el aplazamiento de diversas partidas en 2015 y 2016⁴. Si bien lo anterior permite prever una desaceleración del consumo e inversión públicos⁵ en términos reales, la regla fiscal hace posible que el ajuste sea gradual y suaviza su impacto sobre la actividad económica. De cualquier manera, en el corto plazo todo lo anterior puede influir en las decisiones de consumo de las familias y en las de inversión por parte de las firmas.

De acuerdo con la información más reciente, en el segundo trimestre se percibió algún deterioro de los indicadores de confianza y de las expectativas de los consumidores y de las empresas, lo que permitiría pensar en un menor dinamismo del gasto privado hacia la segunda mitad del año. Adicionalmente, como se explica con detalle en la sección B de este capítulo, las series de mercado laboral muestran menores avances en materia de reducción de la tasa de desempleo y del ritmo de creación de puestos de trabajo. Todo ello moderaría el dinamismo del consumo de los hogares, en especial aquel destinado a la compra de bienes durables (rubro en el cual la participación de las importaciones es alta). A lo anterior se debe sumar la pérdida de poder adquisitivo del ingreso de las familias originada por la fuerte depreciación de la tasa de cambio nominal.

En lo que resta de 2015 se espera una moderación del consumo de los hogares y una desaceleración de la inversión.

Las proyecciones del comportamiento del rubro de inversión sugieren que este renglón del PIB se desaceleraría de manera significativa frente a lo observado para 2014. Hay indicios de que las importaciones de bienes de capital están retrocediendo fuertemente en el segundo trimestre, lo cual indica una desaceleración importante de la formación bruta de capital fijo. Esto sugiere que, de mantenerse las expectativas que tienen los empresarios sobre el rumbo de la economía nacional, la inversión en bienes de capital en todo 2015 sería considerablemente menor que la registrada el año pasado. A lo anterior se suma que se mantiene la previsión de una caída significativa de este tipo de inversión realizada por el sector minero-energético, afín con los menores niveles del precio del crudo y con una reducción de las actividades de exploración y perforación de pozos petroleros.

El gasto en inversión en construcción de obras civiles y de edificaciones desempeñaría un papel expansivo en lo que resta de 2015. En el primer caso, el dinamismo se desprendería de la ejecución de recursos en proyectos de infraestructura vial y aeroportuaria que deben continuar realizándose en todo el territorio nacional. En

4 En su reunión más reciente, el Consejo Nacional de Política Económica y Social (Conpes) aprobó un presupuesto de COP 167,2 b para 2016, el cual es 2,3% mayor que el de COP 163,5 b definido para 2015. De ser aprobado en el Congreso de la República, de los COP 167,2 b, COP 126,6 b se destinarán a funcionamiento (frente a los COP 117,7 b de 2015) y los restantes COP 40,6 b a inversión (vs. COP 45,8 b de 2015).

5 Para 2015 se prevé que la mayor ejecución del presupuesto por parte de los gobiernos regionales y locales genere efectos positivos sobre la dinámica del gasto público total. Esto último se debe a que 2015 corresponde al último año del mandato de los actuales acaldes y gobernadores; y a que, a pesar de la entrada en operación de la Ley de Garantías hasta finales de octubre, las elecciones regionales por sí mismas representan una fuente importante de ejecución de recursos públicos.

*La construcción
desempeñaría un papel
expansivo en lo que
resta de 2015.*

el segundo caso, los anuncios recientes del GNC relacionados con la puesta en marcha de una segunda versión del Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo (PIPE 2.0) permiten proyectar un buen comportamiento de la construcción, tanto de vivienda como de edificaciones (aulas escolares, por ejemplo). Este plan contempla una extensión de los subsidios a las tasas de interés para compra de vivienda. A lo anterior se suman los distintos proyectos de construcción de vivienda con fines sociales que viene adelantando el gobierno nacional desde hace varios años, y que se espera continúen estimulando la actividad económica.

Por el lado de la oferta, para el resto de 2015 se espera que los sectores que contribuyan en mayor medida a la expansión del PIB sean la construcción y los servicios financieros. Una buena dinámica del crédito y tasas de interés históricamente bajas permiten prever este resultado.

Igualmente, sectores como la minería y la industria, que sufrieron choques de oferta el año pasado, deberán registrar tasas de crecimiento mayores que las observadas en 2014. Para la minería en este informe se contempla que continúe la recuperación de la producción de carbón en lo que resta de 2015, luego de los problemas de orden público y de transporte que complicaron su cadena de producción en 2013 y 2014. Para el petróleo se supone una producción de cerca de 1.000.000 barriles diarios en promedio. Las inversiones realizadas en los años anteriores en la infraestructura de transporte de dichos productos deberían contribuir a mejorar sus tasas de crecimiento. No obstante, se estima que su expansión anual se va a ubicar por debajo de las tasas de dos dígitos observadas entre 2008 y 2011 (11,4% en promedio).

Con respecto a la industria, para 2015 se prevé una recuperación moderada, basada en los esfuerzos de inversión efectuados en años anteriores, en la diversificación de productos y de mercados de exportación y en la contribución que la reciente depreciación del peso genere en términos de competitividad. Adicionalmente, de cumplirse como se ha programado, la reapertura de Reficar en el segundo semestre implicará un aumento importante en la producción de derivados del petróleo, impulsando así el dinamismo sectorial —la participación del sector de refinación de petróleo en el PIB de la industria manufacturera se encuentra alrededor del 11,8%—. Sin embargo, algunas ramas seguirían enfrenando competencia de las importaciones pese a la depreciación observada en la primera mitad del año, de acuerdo con la percepción reportada por los empresarios en las encuestas de la ANDI.

Otros sectores como el comercio, el transporte y los servicios sociales presentarían tasas de expansión positivas en 2015, pero inferiores a las observadas en 2014. Por último, para el sector agropecuario se espera un comportamiento dispar. Por un lado la producción de café continuaría contribuyendo de manera importante al crecimiento del valor agregado sectorial, aunque menos que lo observado en 2014, ya que se contempla, según la Federación Nacional de Cafeteros, una producción de 12,8 millones de sacos de sesenta kilogramos, lo que implicaría una expansión cercana al 5,4%. Por otro lado, el sacrificio de

ganado contrarrestaría dicha dinámica por la continuación del ciclo de retención ganadera.

B. MERCADO LABORAL

El comportamiento del mercado laboral durante los primeros cinco meses de 2015 confirmó lo anticipado en el *Informe al Congreso* de marzo: una tasa de desempleo (TD) que cae menos que en el pasado y una tasa de ocupación (TO) menos dinámica. Los incrementos del empleo siguen siendo explicados por aumentos en los trabajadores asalariados y formales⁶.

1. Desempleo

La *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) muestra que en lo corrido de 2015 el ritmo de reducción anual de la TD ha disminuido e, inclusive, se han presentado algunos incrementos puntuales. Para el trimestre móvil terminado en mayo la TD nacional se ubicó en 9,1%, la de las trece principales áreas metropolitanas⁷ en 10,1%, la de las cabeceras urbanas en 10,2% y la de las áreas rurales en 5,1%. El cambio con respecto a lo observado en el mismo período de 2014 fue de -0,1, 0,1, 0,0 y -0,4 puntos porcentuales (pp), respectivamente.

Debe tenerse en cuenta que las series del mercado laboral presentan una estacionalidad importante (sus valores son sistemáticamente más altos o más bajos, dependiendo de la época del año). Por tanto, debe corregirse este fenómeno mediante técnicas estadísticas para poder hacer comparaciones entre meses del mismo año. Al transformar los datos de la TD para obtener series desestacionalizadas, se observa que tanto la TD nacional como la de las trece áreas, aunque mostraron caídas importantes en los primeros meses del año, han presentado algún incremento desde abril (Gráfico 13).

Gráfico 13
Tasa de desempleo
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

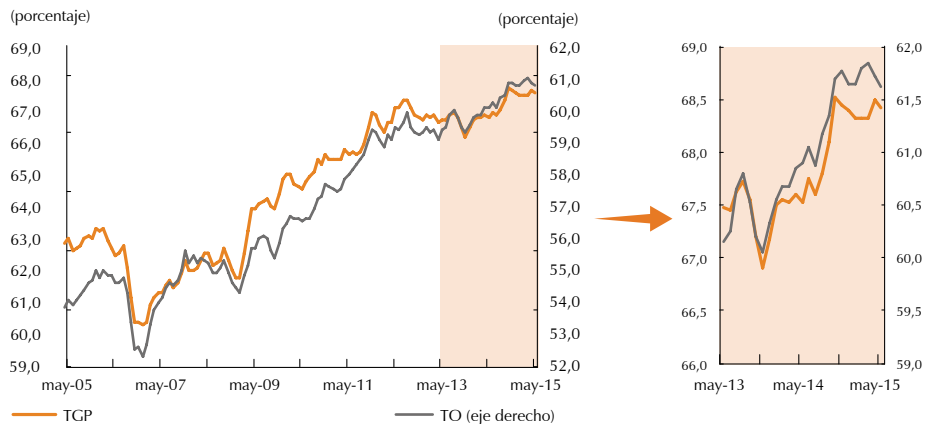
6 Se considera asalariado a todo trabajador u obrero de empresas particulares y del Gobierno. Por su parte, un trabajador formal es aquel que está empleado en una empresa de más de cinco trabajadores (definición DANE-Organización Internacional del Trabajo). Cuando el texto se refiere a trabajadores formales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

7 Según la GEIH del DANE, se define como área metropolitana: “el área de influencia que incluye municipios circundantes, que con la ciudad conforman un solo tejido urbano no discontinuo y han sido reconocidos legalmente”. Las trece principales áreas comprenden: Bogotá; Medellín y Valle de Aburrá; Cali y Yumbo; Barranquilla y Soledad; Bucaramanga, Girón, Piedecuesta y Floridablanca; Manizales y Villa María; Pasto; Pereira, Dos Quebradas y La Virginia; Cúcuta, Villa del Rosario, Los Patios y El Zulia; Ibagué; Montería; Cartagena, y Villavicencio.

2. Oferta y demanda por empleo

El menor ritmo del descenso de la TD observado durante lo corrido de 2015 frente a los años anteriores se explica por la dinámica de la demanda, representada por la tasa de ocupación (TO), la cual ha disminuido en términos relativos, mientras que la oferta (expresada por la tasa global de participación, TGP) mantiene sus niveles (Gráfico 14).

Gráfico 14
Tasa global de participación (TGP) y tasa de ocupación (TO)
(desestacionalizadas, trece áreas)



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

La disminución de la TO se debe a una desaceleración del empleo urbano. En promedio para enero-mayo el número de ocupados total nacional creció a una tasa anual del 2,9% (Gráfico 15, panel A), mientras que en las cabeceras urbanas lo hizo al 2,8% (Gráfico 15, panel C), en las áreas rurales al 3,3% (Gráfico 15, panel B) y en las trece áreas al 3,2% (Gráfico 15, panel A).

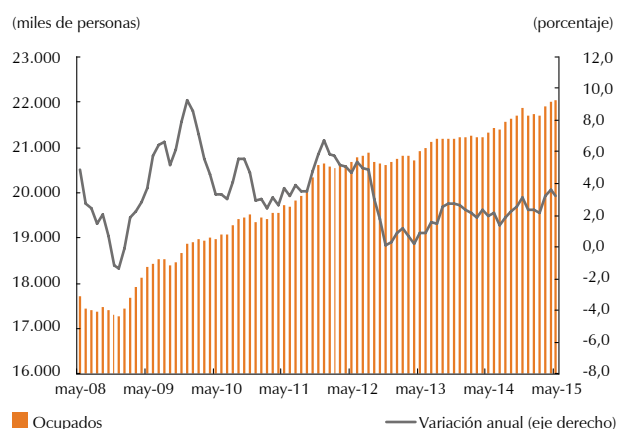
Las ramas de actividad que más han aportado al crecimiento promedio del empleo nacional en los primeros cinco meses de 2015 fueron industria, actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler y construcción. Por otro lado minería contribuyó negativamente a la generación de empleo en este período.

3. Calidad del empleo y condiciones del mercado laboral

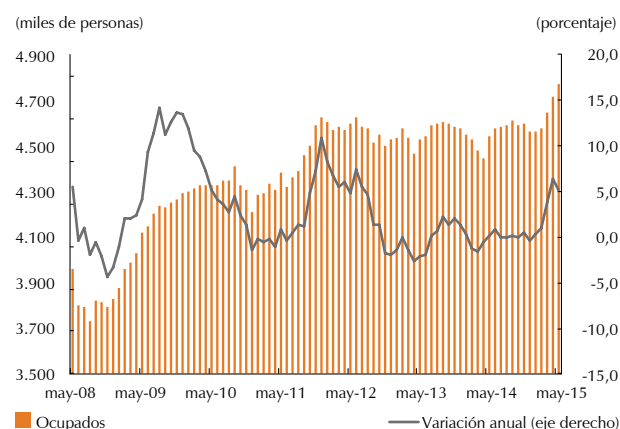
De acuerdo con el DANE, a mayo de 2015 los indicadores relacionados con la calidad del empleo continuaron con su mejoría, aunque a un ritmo menor que en el año anterior. Entre enero y mayo de 2015 la mayoría del empleo generado ha sido asalariado, mientras que el no asalariado se muestra estancado. En este período el número de trabajadores asalariados aumentó en promedio un 5,4% anual, mientras que el no asalariado lo hizo un 0,8% anual (Gráfico 16). Por su parte, el porcentaje formal de la fuerza laboral se ubicó en abril en 50,5%, incrementándose 0,2 pp con respecto al mismo mes del año anterior.

Gráfico 15
Número de ocupados y variación anual

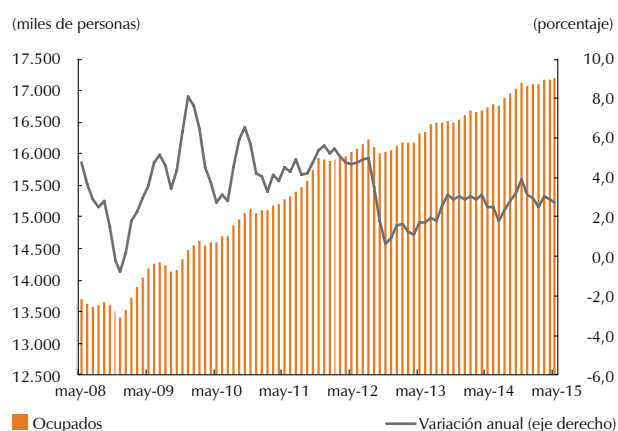
A. Total nacional



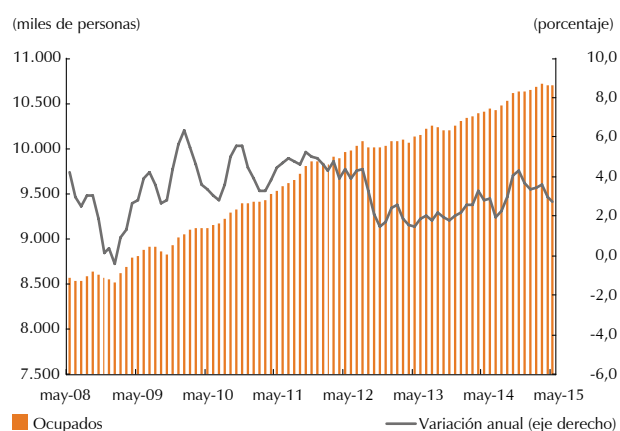
B. Áreas rurales



C. Cabeceras urbanas

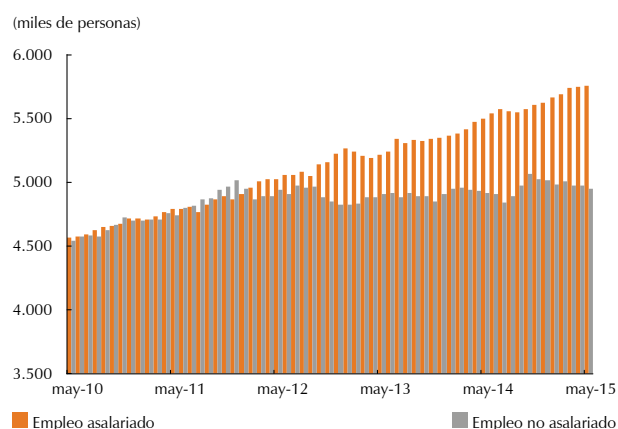


D. Trece principales áreas metropolitanas



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

Gráfico 16
Empleo por tipo de ocupación
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



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

Los crecimientos en la formalidad y el empleo asalariado sugieren avances en la calidad del empleo, por cuanto están asociados con una mayor estabilidad laboral, remuneraciones más altas y un acceso más fácil al crédito, que a su vez incrementan los niveles de confianza y consumo de los hogares.

4. Costos laborales y salariales

La información disponible sugiere que los ajustes salariales en los primeros meses de 2015 continúan siendo moderados. Entre enero y abril los salarios nominales del comercio presentaron un incremento promedio de 4,7% anual. Debe tenerse en cuenta que, debido a un cambio metodológico, los indicadores para los salarios de la industria solo están disponibles hasta diciembre de

Gráfico 17
Índice de salarios nominales: industria y comercio

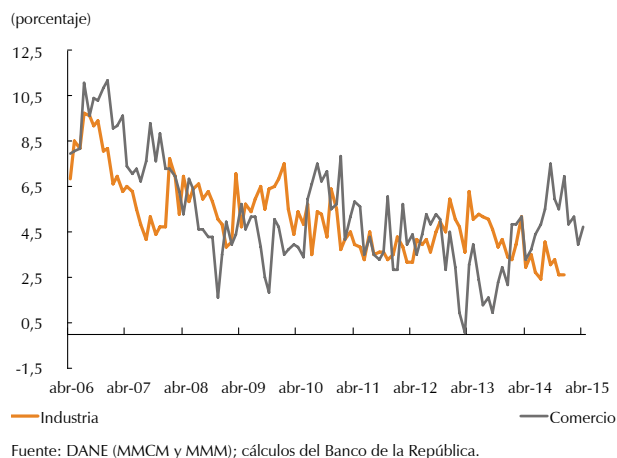
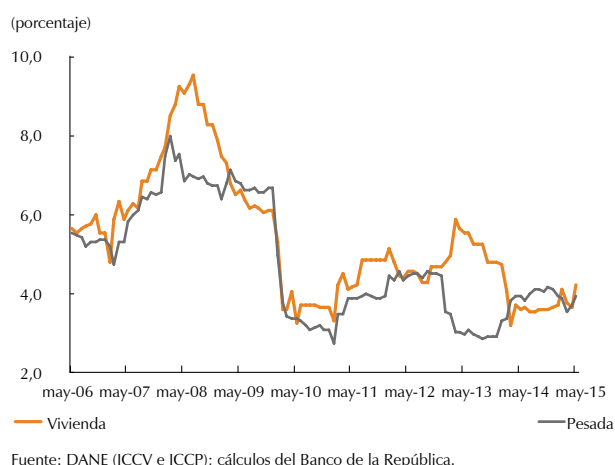


Gráfico 18
Índice de salarios nominales: construcción pesada y vivienda



2014 (Gráfico 17). En cuanto a la construcción pesada y de vivienda, entre enero y mayo los salarios nominales registraron una expansión anual promedio de 3,8% y 3,9%, respectivamente (Gráfico 18).

Se espera que, de continuar los ajustes salariales moderados, las presiones inflacionarias originadas en el mercado laboral sigan siendo bajas. En la misma dirección apunta el hecho de que la TD haya dejado de caer, sugiriendo un mercado laboral más holgado.

C. INFLACIÓN

1. La inflación en el primer semestre de 2015

La inflación anual al consumidor se mantuvo sobre el techo del rango meta establecido por la Junta Directiva del Banco de la República (de 2,0% a 4,0%) a lo largo de casi todo el primer semestre de 2015. Esto fue el resultado de diversas presiones alcistas, en buena parte transitorias, que hicieron su aparición en la segunda mitad del año pasado. Estas, sin embargo, habrían comenzado a ceder lentamente a partir de mayo, pues la inflación anual descendió en los últimos dos meses después de alcanzar un máximo en abril (Gráfico 19).

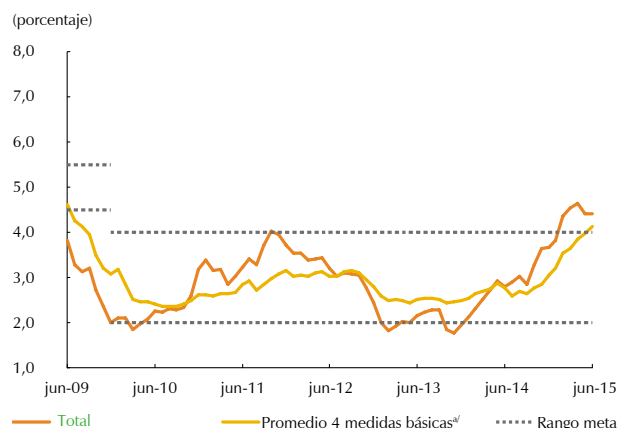
Al cierre del semestre la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC) ascendió a 4,42%, aumentando 76 pb con respecto al dato de diciembre de 2014. Aunque el resultado superó en algo las proyecciones de comienzos de año del equipo técnico y

de los analistas del mercado, las tendencias observadas estuvieron dentro de lo previsto (Cuadro 3).

A la par con el aumento de la inflación total, se observó una aceleración de la inflación básica que se prolongó durante todo el semestre. Esta tendencia se presentó en los cuatro indicadores estimados por el Banco de la República, al igual que en su promedio. Para este último el resultado a junio fue de 4,14%, frente a una cifra de 3,06% en diciembre (Gráfico 19). Por indicadores, se destacan los aumentos del núcleo 20⁸ (a junio en 4,2%) y del IPC sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos (4,5%). Con excepción del IPC sin alimentos, cuyo registro

8 Utilizando ciertos criterios estadísticos, en el núcleo 20 se excluyen del IPC los rubros más volátiles, hasta que la suma de sus ponderaciones acumule 20% de la canasta familiar. Véase, al respecto, Jaramillo, Carlos Felipe, “La inflación básica en Colombia: evaluación de indicadores alternativos”, Borradores de Economía, núm. 136, Banco de la República, Colombia.

Gráfico 19
Inflación total al consumidor e inflación básica



a/ Promedio de la inflación sin alimentos; núcleo 20; sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos, y sin alimentos ni regulados.
Fuentes: DANE y Banco de la República.

a junio fue de 3,7%, todos los indicadores se sitúan por encima del techo del rango meta (Cuadro 3).

La aceleración de la inflación anual al consumidor ha sido el resultado de alzas en los precios de un amplio conjunto de bienes que se vienen observando desde el tercer y cuarto trimestres del año pasado y han continuado este año. Sin embargo, los segmentos de alimentos y de transables han sido los que mayores presiones alcistas han ejercido.

Al igual que sucedió en la segunda mitad del año pasado, en el primer semestre de 2015 las presiones alcistas se han originado en dos frentes, principalmente. En primer lugar, la oferta agropecuaria se ha reducido por diversas circunstancias, dentro de las que sobresalen unas condiciones climáticas poco propicias para la agricultura y unos muy bajos precios en el pasado

Cuadro 3
Indicadores de inflación al consumidor
(porcentaje)

Descripción	Ponderación	Jun-14	Sep-14	Dic-14	Mar-15	Abr-15	May-15	Jun-15
Total	100	2,79	2,86	3,66	4,56	4,64	4,41	4,42
Sin alimentos	71,79	2,66	2,70	3,26	3,46	3,44	3,72	3,72
Transables	26	1,94	1,59	2,03	3,46	3,64	3,74	4,17
No transables	30,52	3,45	3,26	3,38	3,56	3,67	3,83	3,98
Regulados	15,26	2,14	3,25	4,84	3,25	2,68	3,45	2,55
Alimentos	28,21	3,11	3,25	4,69	7,37	7,70	6,16	6,20
Perecederos	3,88	8,92	7,61	16,74	21,57	16,99	8,34	10,73
Procesados	16,26	1,44	2,14	2,54	5,99	7,00	6,55	6,00
Comidas fuera del hogar	8,07	3,52	3,23	3,51	3,59	4,68	4,45	4,45
Indicadores de inflación básica								
Sin alimentos		2,66	2,70	3,26	3,46	3,44	3,72	3,72
Núcleo 20		3,04	2,89	3,42	3,70	3,97	4,06	4,24
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos		2,53	2,39	2,76	3,95	4,29	4,39	4,54
Inflación sin alimentos ni regulados		2,81	2,55	2,81	3,52	3,65	3,79	4,06
Promedio de todos los indicadores de inflación básica		2,76	2,63	3,06	3,65	3,84	3,99	4,14

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

A junio la inflación al consumidor ascendió a 4,42%.

que desestimularon las siembras y mermaron la producción. Así, los precios de los alimentos como el arroz, la papa, las hortalizas y las frutas, que ya habían comenzado a subir a finales del año pasado, siguieron haciéndolo con fuerza durante los cuatro primeros meses de 2015, conduciendo a una aceleración importante de la variación anual del IPC de alimentos entre diciembre y abril. Esto explica una buena parte del aumento de la inflación al consumidor en este período. A partir de mayo, como lo anticipaban los pronósticos del equipo técnico del Banco de la República, se empezó a observar una moderación e incluso descensos en los precios de varios alimentos como el arroz y la papa, lo cual ha permitido romper la tendencia ascendente que traía la inflación anual al consumidor (Cuadro 3).

Una segunda fuente de presiones inflacionarias ha sido la depreciación del peso con respecto al dólar y otras monedas. Esto ha generado alzas en precios de bienes y servicios transables principalmente, pero también se ha transmitido a los precios de algunos alimentos y bienes no transables y, de igual forma, ha afectado la fijación de tarifas de bienes y servicios regulados. El debilitamiento del peso, que se inició a mediados del año pasado, tan solo empezó a transmitirse a los precios al consumidor a finales de año con un rezago mayor al usual, y se hizo más evidente en el primer semestre de 2015 (Cuadro 3).

El mayor impacto lo han recibido los precios de los bienes y servicios más sensibles al tipo de cambio. En lo corrido del año se han observado aumentos considerables en precios de productos que tienen un peso importante en la canasta del consumidor, como lo son automóviles y electrodomésticos en general. Estos habían experimentado pocas alzas en años anteriores, lo cual había contribuido a mantener la inflación al consumidor en niveles relativamente bajos.

En los últimos meses también empezaron a verse reajustes en los precios de varios alimentos de origen importado, como cereales y aceites, y que durante el año pasado y comienzos de este habían mostrado mayor estabilidad, porque las presiones alcistas generadas por la depreciación han sido compensadas por reducciones en sus precios internacionales.

Asimismo, la depreciación también se ha transmitido a algunos precios que históricamente han sido menos afectados por los movimientos del tipo de cambio. Esto, en parte, porque la economía es más abierta que hace algunos años. De igual manera, la depreciación puede afectar los costos de producción, debido a los mayores costos de los insumos importados.

Las presiones al alza se originaron en los precios de los alimentos y en la depreciación del peso colombiano.

Además de los choques de oferta agrícola y de la depreciación, la tendencia alcista de la inflación al consumidor en Colombia (la total y la básica) en el primer semestre también ha sido el resultado de aumentos puntuales y transitorios en los precios de algunos servicios (como boletas de fútbol) y de los mecanismos de indexación que todavía subsisten en la economía (en servicios como arriendos, salud y educación), pues la inflación de diciembre de 2014 terminó por encima del punto medio del rango meta. Ambos fenómenos han golpeado sobre todo los precios de la canasta de bienes y servicios no transables (sin alimentos

ni regulados), y junto con el efecto de la depreciación mencionado, explican la aceleración de la variación anual de esta subcanasta, desde 3,4% en diciembre hasta 4,0% en junio (Cuadro 3).

Pese a este entorno, donde predominaron ajustes crecientes en los precios, en el primer semestre del año hubo algunas presiones a la baja sobre la inflación que evitaron que esta se acelerara más. La más clara fue la reducción en los precios internos de los combustibles, gracias a la disminución del precio internacional del petróleo y de la gasolina desde mediados del año pasado y hasta enero de 2015. A pesar de la depreciación del peso, los menores precios internacionales permitieron una reducción del IPC de combustibles del orden del 6,8% en los primeros cinco meses del año en conjunto, que se sumaron a las efectuadas en los dos últimos meses del año pasado. Para junio esta tendencia se revirtió parcialmente y para julio se anunció un segundo aumento, debido a que los precios internacionales presentaron algunos incrementos desde febrero y a que la depreciación del peso se acentuó. Pese a este aumento, la variación anual del IPC de regulados disminuyó de manera significativa entre diciembre y junio de 4,8% a 2,6%. Ajustes escasos en las tarifas de energía eléctrica también ayudaron a estos descensos y compensaron los aumentos en las alzas de gas domiciliario por la liberación de los precios en los campos de producción de La Guajira y por cuellos de botella en su transporte.

La disminución en los precios de los combustibles evitó una aceleración mayor en la inflación.

El debilitamiento de la demanda a partir del cuarto trimestre del año pasado probablemente también contribuyó a moderar las alzas en precios resultantes de la depreciación y de la indexación; aunque la contribución de este factor es difícil de estimar en el contexto actual. Sin embargo, cabe señalar que las estimaciones del equipo técnico del Banco apuntan a que la brecha del producto entró en terreno negativo en estos primeros seis meses, lo que significará que la economía está operando con excesos de capacidad productiva que pueden inducir escasos ajustes de precios o su disminución futura.

Finalmente, las medidas de expectativas de inflación de los analistas a uno y dos años, y las que se derivan de los TES a 2, 3 y 5 años se mantienen en un rango entre 3,0% y 3,5%. Esto sugiere que los agentes perciben parte de la aceleración de la inflación como un fenómeno transitorio, lo cual podría evitar la transmisión directa y rápida de estos aumentos de manera generalizada a los precios de la economía.

2. Perspectivas para el resto de 2015 y 2016

De acuerdo con los pronósticos del equipo técnico del Banco de la República, la inflación al consumidor deberá mantenerse por encima del 4% durante buena parte de lo que resta de 2015 y empezará a disminuir a comienzos de 2016 cuando la inflación iniciará su convergencia al punto medio del rango meta (3,0%).

La principal fuente de presiones alcistas hasta ahora (las alzas en los precios de los alimentos) deberá ceder significativamente en el segundo semestre. Se

Los pronósticos del Banco indican que la inflación empezará a disminuir a comienzos de 2016.

prevén descensos o alzas moderadas en los precios de los alimentos perecederos, consecuencia de las cosechas del tercer trimestre, algo que ya se empezó a observar en la papa y algunas hortalizas, como se mencionó. De igual manera, y con una intensidad que debe aumentar en la medida en que avance el año, se anticipan disminuciones en los precios del arroz desde los muy altos niveles que se observaron en marzo, algo a lo que deben ayudar las importaciones anunciadas por el Gobierno y una cosecha que debe ser robusta al recibir el estímulo de los altos precios. Cabe señalar que el precio al consumidor del arroz ya presentó algunas disminuciones en mayo y junio, y que los precios al productor también se redujeron en una proporción mayor.

Pese a lo anterior, los pronósticos indican que el descenso de la inflación será lento, en buena parte porque se espera que continúe la transmisión de la depreciación acumulada del peso a los precios internos. De acuerdo con los modelos del Banco, se proyecta que la variación anual del IPC de transables sin alimentos ni regulados continúe aumentando en los próximos meses. La transmisión también deberá observarse en los precios de los alimentos de origen importado y en aquellos ítems de la canasta del IPC de no transables (sin alimentos ni regulados) que son sensibles a los movimientos del tipo de cambio.

Ahora bien, en la medida en que la economía deberá seguir operando con excesos de capacidad productiva en lo que resta del año y en parte de 2016, la transmisión de la depreciación a los precios tenderá a moderarse y deberá ser menor que en los meses anteriores. Asimismo, se espera que los precios más sensibles a la demanda registren alzas cada vez menores, contribuyendo a reducir la inflación al consumidor. A ello se sumará el hecho de que los efectos de los choques transitorios que se han detectado a finales del año pasado y comienzos de este (boletas de fútbol, principalmente) se irán diluyendo en los siguientes trimestres. Todo esto debe contribuir a que la inflación comience a converger hacia la meta de 3,0% a partir de los primeros meses del próximo año.

Los anteriores pronósticos suponen que el fenómeno de El Niño que en la actualidad golpea a Colombia, y que puede extenderse hasta octubre, se mantiene con una intensidad moderada y, por tanto, tendría efectos escasos sobre la producción agrícola, sus precios y los de la energía eléctrica y el gas. Sin embargo, dado el margen de error que han presentado las previsiones sobre este fenómeno, no se puede descartar una prolongación o intensidad mayor que induzca aumentos de precios por encima de lo proyectado en el escenario central descrito.

Otro riesgo al alza puede provenir de una continuación de la tendencia a la depreciación del peso. En este caso, las alzas en los precios de los bienes transables y en los no transables, vía aumentos en los costos de producción y de transporte, pueden continuar a un ritmo mayor que el esperado en los próximos trimestres. Una situación como esta no se puede descartar en caso de que las cotizaciones del petróleo descendan por debajo de los niveles previstos

(USD 59 por barril para la referencia Brent promedio para 2015) o si algún otro evento externo genera nerviosismo en los mercados financieros mundiales o en los países emergentes.

Para lo que resta del año, y sobre todo hacia 2016, tampoco se puede descartar un desanclaje de las expectativas de inflación, teniendo en cuenta que por varios meses la inflación ha estado por encima del 3,0%, e incluso del 4,0%. Además, la persistencia de los mecanismos de indexación en precios (arriendos, por ejemplo) y salarios (principalmente el salario mínimo) pueden extender los efectos de los choques transitorios más allá de lo previsto. Todo esto puede demorar la convergencia de la inflación a su meta.

Un factor que compensaría estos riesgos al alza es una posible desaceleración de la demanda mayor que la pronosticada. En este caso, cabría esperar una brecha del producto más negativa y descensos o estabilidad de precios, tanto en la canasta de no transables como en la de transables. En episodios de estancamiento o retroceso de la demanda (como en 1998-1999 y 2008-2009) las presiones bajistas terminaron predominando sobre las alcistas provenientes de la depreciación y la indexación.

D. TASAS DE INTERÉS Y SECTOR FINANCIERO

1. Comportamiento de las tasas de interés durante 2015

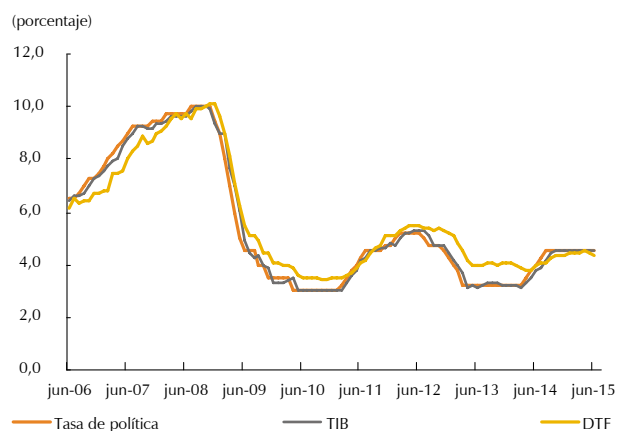
a. Tasas de interés bancarias

En 2014 la tasa de interés de referencia se incrementó en cinco oportunidades, desde un nivel de 3,25% en marzo a 4,5% en agosto. Desde esta última fecha y hasta junio de 2015 la tasa de interés de referencia ha permanecido estable. Los

anteriores aumentos se han transmitido plenamente a la tasa de interés interbancaria (TIB) a un día, pero su traspaso a las otras tasas de mercado ha sido débil. A junio de 2015 las tasas de interés de captación (DTF, CDT), y de créditos de consumo, hipotecario, y comerciales (de tesorería y ordinario) presentaron leves aumentos con respecto al cierre de 2014 (Gráfico 20 y Cuadro 4).

En términos reales, todas las tasas de interés pasivas y de créditos han disminuido con respecto a diciembre de 2014, excepto las tasas de consumo y tesorería, y se mantienen en niveles inferiores a sus promedios históricos calculados desde 2002 (Gráfico 21). La excepción ha sido la tasa real de tarjetas de crédito, que ha presentado una tendencia creciente desde abril de 2015 y con un nivel a junio cercano a su promedio histórico.

Gráfico 20
Tasa de interés de intervención del Banco de la República,
tasa interbancaria (TIB) y DTF



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

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

Fecha	Tasa de interés de política	Tasa interban- caria (TIB)	Tasas pasivas		Tasas activas						
			DTF	CDT	Consumo	Hogares Hipote- cario ^{a/}	Tarjeta de crédito ^{b/}	Ordinario	Comercial Prefe- rencial	Tesorería	Total activas ^{c/}
Dic-13	3,25	3,24	4,06	4,40	17,63	10,77	28,90	10,24	7,03	6,88	9,96
Ene-14	3,25	3,24	4,03	4,46	18,22	10,90	28,45	10,75	7,01	7,07	11,06
Feb-14	3,25	3,25	3,97	4,39	17,68	10,94	28,08	10,26	7,02	6,97	10,64
Mar-14	3,25	3,16	3,89	4,35	17,45	10,97	27,89	10,49	7,00	7,11	10,58
Abr-14	3,50	3,30	3,81	4,18	17,19	11,10	27,82	10,50	6,88	6,83	10,57
May-14	3,75	3,47	3,79	4,30	17,23	11,14	28,24	10,48	6,96	6,95	10,61
Jun-14	4,00	3,81	3,94	4,34	17,41	11,24	27,98	10,46	7,00	6,93	10,41
Jul-14	4,25	3,92	4,06	4,48	17,23	11,31	27,91	10,82	7,41	7,28	11,39
Ago-14	4,50	4,13	4,04	4,60	17,10	11,30	27,39	10,74	7,34	7,73	11,15
Sep-14	4,50	4,42	4,26	4,65	17,28	11,08	27,34	10,93	7,38	7,59	11,34
Oct-14	4,50	4,50	4,33	4,69	17,06	11,21	27,01	10,99	7,57	7,50	11,14
Nov-14	4,50	4,50	4,36	4,69	17,08	11,05	27,15	10,91	7,58	7,44	10,97
Dic-14	4,50	4,59	4,34	4,59	16,70	11,09	27,71	10,60	7,77	7,37	10,55
Ene-15	4,50	4,53	4,47	4,85	17,75	11,03	27,49	11,19	7,81	7,43	11,71
Feb-15	4,50	4,52	4,45	4,88	17,36	11,09	27,18	10,76	7,43	7,94	11,13
Mar-15	4,50	4,50	4,41	4,75	17,40	11,09	26,87	11,18	7,73	8,33	11,33
Abr-15	4,50	4,52	4,51	4,90	17,24	11,05	26,98	11,07	7,81	8,17	10,95
May-15	4,50	4,52	4,42	4,93	17,16	11,16	27,73	11,07	7,70	8,40	11,51
Jun-15	4,50	4,52	4,40	4,75	17,17	11,09	27,75	11,08	7,55	8,17	10,98

a/ 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.

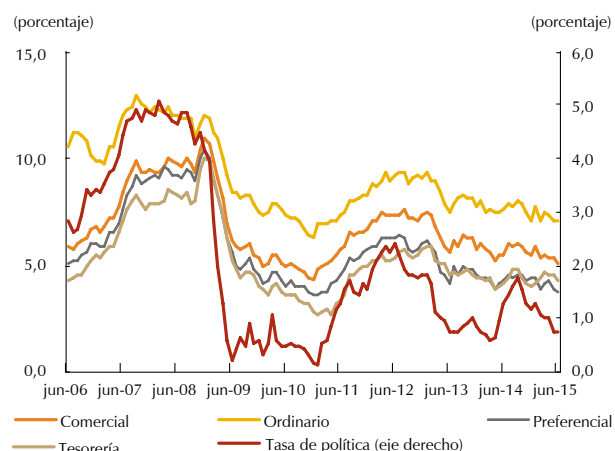
b/ No incluye consumos a un mes ni avances.

c/ 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.

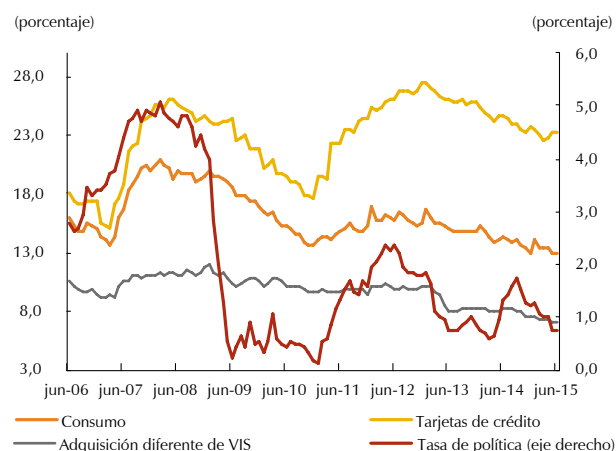
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia (formatos 088 y 441) y Banco de la República.

Gráfico 21
Tasas de interés reales^{a/}

A. Créditos comerciales



B. Créditos a los hogares



a/ Se utiliza el IPC sin alimentos como deflactor.

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

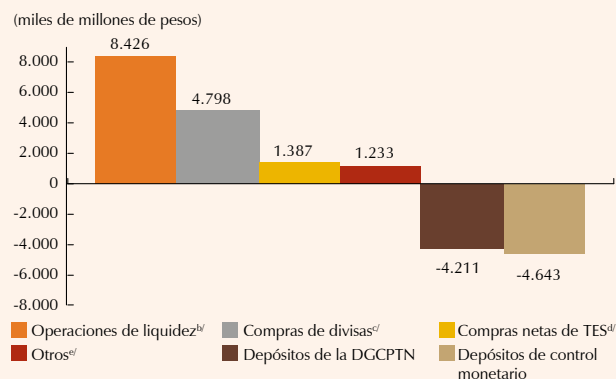
BASE MONETARIA

Al finalizar junio de 2015 la base monetaria ascendió a COP 69.269 mm y registró un crecimiento nominal anual de 11,22%¹. Considerando un año completo, las principales fuentes de liquidez primaria fueron las operaciones de liquidez netas (COP 8.426 mm) y la acumulación de reservas internacionales (USD 2.458 m, equivalentes a COP 4.798 mm) mediante el programa de subastas de compras directas implementado por el Banco de la República hasta el 10 de diciembre de 2014. Además, las compras netas de TES del Banco (COP 1.387 mm) y el efecto de la variación de otras cuentas del balance² (COP 1.233 mm) fueron, en menor medida, fuentes de expansión de liquidez adicionales. Durante ese período el incremento de la demanda de base monetaria ascendió a COP 6.990 mm, por lo que se retiró liquidez de la economía mediante las colocaciones adicionales de TES de control monetario (COP 4.643 mm), y del aumento del saldo de los depósitos remunerados de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) en el Banco (COP 4.211 mm) (Gráfico A).

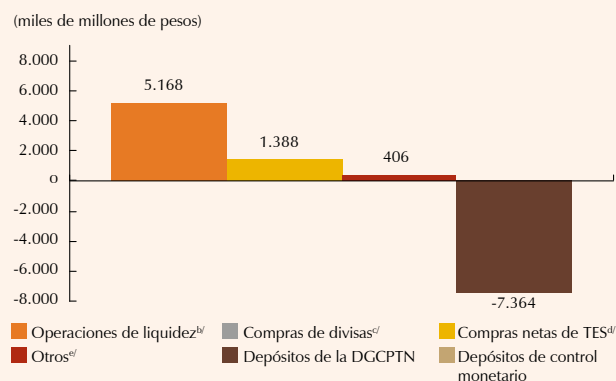
Con relación al cierre del año 2014, la base monetaria se redujo COP 402 mm, debido al comportamiento estacional decreciente que se observa en los primeros meses de cada año (Gráfico B). De acuerdo con lo anterior, en el período enero-junio de 2015 el Banco drenó liquidez primaria mediante el incremento del saldo de los depósitos remunerados de la DGCPTN (COP 7.364 mm).

Gráfico A
Origen de la base monetaria a junio de 2015^{a/}

1. Año completo



2. Año corrido



a/ Las cifras consideran el cierre del mes calendario.

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

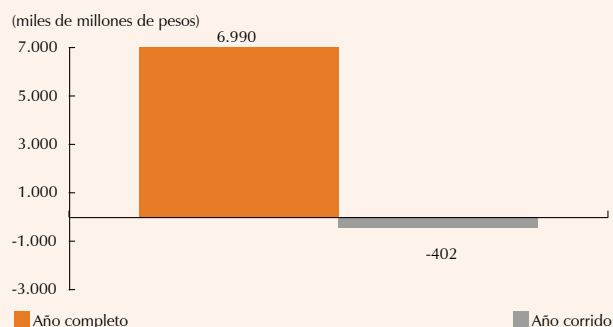
c/ Incluye subastas de compra directa de divisas.

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

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

Fuente Banco de la República.

Gráfico B
Variación de la base monetaria a junio de 2015^{a/}



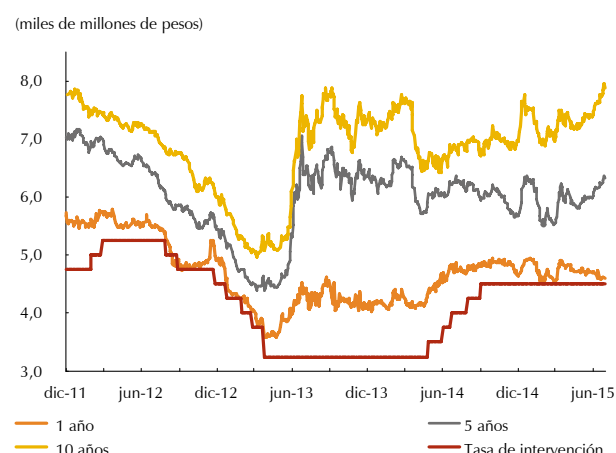
a/ Las cifras consideran el cierre del mes calendario.

Fuente Banco de la República.

1 Para el mes de junio el crecimiento promedio anual fue igual a 11,75% (7,74% en términos reales).

2 Principalmente el efecto monetario del estado de resultados (P y G) del Banco. Dentro de este, los rubros que tuvieron un mayor efecto expansionista correspondieron a la remuneración a los depósitos tanto de la DGCPTN (COP 542 mm) como a aquellos por colocaciones de TES de control monetario (COP 367 mm), y a los gastos corporativos (personales y generales por COP 401 mm) y de pensionados (COP 123 mm).

Gráfico 22
Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de subasta de expansión del Banco de la República



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

b. Mercado de deuda pública

El precio de los títulos emitidos por el Gobierno (TES) en el primer semestre de 2015 mostró dos tendencias opuestas. La primera, de valorizaciones durante enero⁹, y la segunda, de desvalorizaciones durante el resto del semestre (Gráfico 22).

Así, durante enero se observaron valorizaciones en todos los plazos, las cuales estuvieron asociadas con la continuidad de las amplias condiciones de liquidez mundial derivadas de las nuevas medidas de estímulo económico anunciadas e implementadas por bancos centrales como el de China y el BCE. Adicionalmente, las expectativas de que la Fed mantendría la tasa de política en niveles expansivos por un período de tiempo prolongado incentivaron la entrada de capitales a economías emergentes, apoyando la tendencia de valorización de los títulos locales.

En particular, para el caso colombiano, durante ese mes se observaron entradas importantes de inversionistas extranjeros al mercado de TES, las cuales ascendieron a cerca de COP 3.800 miles de millones (mm)¹⁰, cifra superior a las observadas durante los últimos meses de 2014.

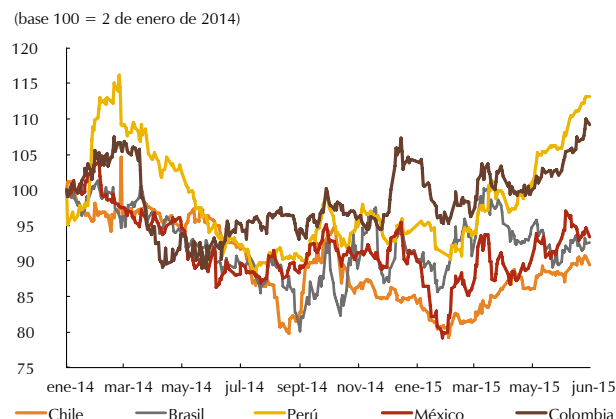
Entre febrero y junio los precios de los títulos, particularmente de mediano y largo plazos, fueron presionados a la baja, retomando la tendencia que se observó en diciembre de 2014. En el caso de los TES de corto plazo no se observaron movimientos importantes, lo cual se asocia principalmente con la estabilidad de la tasa de política monetaria y las expectativas de que permaneciera inalterada. En el caso de los TES de largo plazo se resalta que las caídas en los precios superaron los avances de enero, comportamiento que fue afín con el de otros bonos soberanos de la región, así como con el de otros títulos de economías emergentes. Los incrementos en las tasas de interés asociados con estas desvalorizaciones coincidieron con los de las tasas de largo plazo de los tesoros de los Estados Unidos que han respondido a medida que se acerca el inicio del ciclo de incrementos de la tasa de interés de política monetaria, el cual se espera en el segundo semestre de 2015. No obstante, las tasas de dichos títulos evidenciaron la incertidumbre con respecto al ritmo de incrementos de las tasas de referencia, dados los indicadores mixtos de la economía estadounidense (Gráfico 23).

9 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 COP 110 y su precio de mercado es COP 100, entonces su tasa de interés es de 10%. Si el precio de mercado del mismo título sube a COP 105, entonces su tasa baja ($4,8\% = (110/105) - 1$) porque al final se seguirá recibiendo los mismos COP 110.

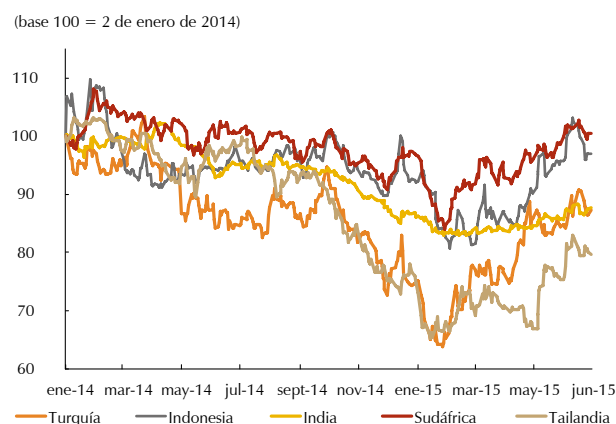
10 Aproximadamente, COP 1.820 mm en el mercado *spot* y COP 1.980 mm en el mercado de *forwards* (Fuente: Banco de la República).

Gráfico 23
Índice de las tasas cero cupón a diez años en América Latina y otros países emergentes

A. América Latina



B. Otros países emergentes



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

Otros factores locales influyeron en las desvalorizaciones de los TES. Así, se destacan las mayores expectativas de inflación y algunas preocupaciones en torno al panorama fiscal ante la disminución de los precios del petróleo. Adicionalmente, una mayor oferta esperada en el largo plazo, luego del anuncio en junio por parte del Gobierno de su intención de realizar un canje de deuda, que generó un impacto negativo sobre los precios de los títulos. Finalmente, y contrario a lo observado en enero, entre febrero y junio los inversionistas extranjeros fueron oferentes de títulos de deuda soberana y vendieron en neto cerca de COP 1.189 mm (con datos hasta el 30 de junio)¹¹.

2. Principales cuentas de los establecimientos de crédito¹²

Los procesos de captación de recursos por medio de depósitos (pasivos sujetos a encaje: PSE) y de colocación de crédito por parte del sistema financiero, son determinantes en la transmisión de las decisiones de política monetaria. Así, resulta relevante analizar el principal componente del pasivo, que responde a las operaciones de captación de recursos por medio de depósitos a la vista y a término, y los principales rubros del activo, que reflejan el otorgamiento de crédito mediante cartera e inversiones en títulos.

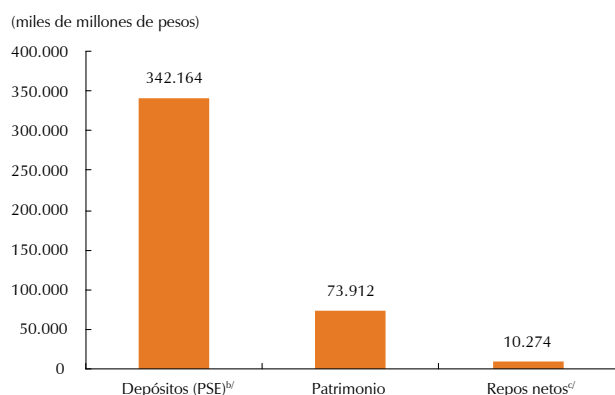
Durante los primeros seis meses de 2015, los PSE aumentaron su ritmo de crecimiento y revirtieron la desaceleración observada desde el año 2013. En particular, al finalizar junio de 2015 su saldo fue de COP 342.164 mm, presentando una variación nominal anual de 8,9% (COP 28.043 mm) (gráficos 24 y 25). En lo corrido de 2015 continuó la recomposición de los PSE hacia los depósitos a término —certificados de depósito (CDT) y bonos—, puesto que la tasa de expansión de estos pasivos, 12,4% en promedio, superó a la de los depósitos a la vista, 5,2% en promedio. Así, la dinámica de crecimiento de los PSE determinó la del agre-

11 En el mercado de *forwards* fueron vendedores netos por aproximadamente COP 2.251 mm, y en el mercado *spot* fueron compradores netos por COP 1.061 mm (Fuente: Banco de la República).

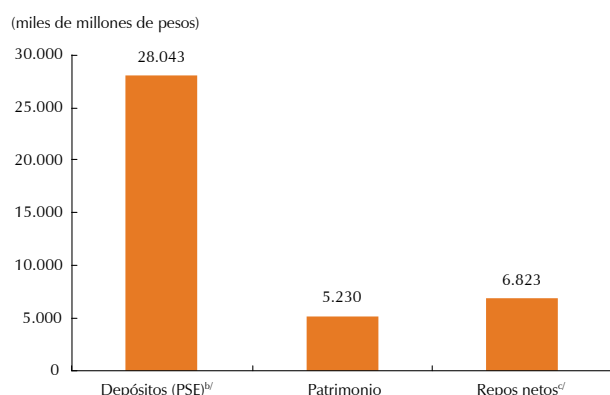
12 La información de los establecimientos de crédito presentada en esta sección se obtiene del nuevo formato 281 de la Superintendencia Financiera de Colombia. Las cifras presentadas corresponden al viernes 26 de junio de 2015, y las comparaciones anuales se realizan considerando el 27 de junio de 2014. 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.

Gráfico 24
Repos netos, PSE y patrimonio de los establecimientos de crédito^{a/}

A. Saldos



B. Variaciones anuales



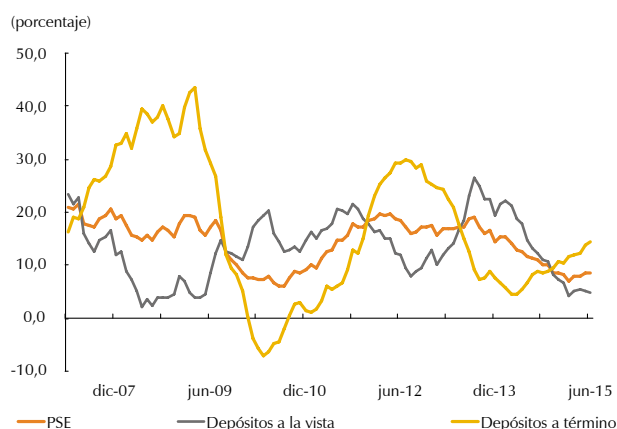
a/ Los saldos presentados corresponden al viernes 26 de junio de 2015 y las variaciones anuales se calculan con respecto al viernes 27 de junio de 2014.

b/ Corresponde a depósitos a la vista y a término en los establecimientos de crédito.

c/ Netos de DRNCE.

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

Gráfico 25
Crecimiento nominal anual de los PSE, depósitos a la vista y depósitos a término^{a/}



a/ Variaciones porcentuales anuales de datos promedio mensuales (semanas monetarias).
Fuente: Banco de la República.

gado amplio de dinero (M3), que en términos anuales promedio se incrementó 9,3% en junio y en 8,7% en lo corrido del año 2015 (5,4% y 5,1% en términos reales, respectivamente) (Gráfico 26).

Por otra parte, la cartera y las inversiones constituyen los principales activos de los establecimientos de crédito. En lo corrido de 2015 el crecimiento anual promedio de la cartera en moneda extranjera (M/E) ha sido levemente negativo, mientras que el ritmo de expansión promedio de la cartera ajustada en moneda nacional (M/L)¹³ ha sido 13,3% (Gráfico 26). Así, la cartera total (M/L más M/E) continúa creciendo a tasas superiores (12,1%) al incremento estimado del PIB nominal para el año 2015, aunque a ritmos menores que los años inmediatamente anteriores.

En los primeros meses de 2015 se observa una tendencia moderada a la baja en los crecimientos nominales y reales de la cartera ajustada en moneda nacional¹⁴. Concretamente, este agregado presentó una tasa promedio de 12,7% en junio del presente año, después de crecer 13,6% en diciembre de 2014 (8,7% y 10% en términos reales, respectivamente) (Gráfico 26). Para el cierre del mes el saldo de la cartera ascendió a COP 316.130 mm; es decir COP 35.344 mm más que la observada un año atrás (Gráficos 27).

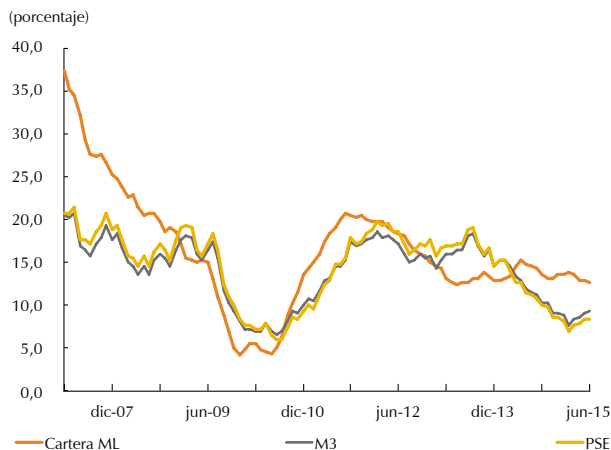
Por tipo de crédito, los otorgados a las empresas (comercial y microcrédito), así como los hipotecarios, han mostrado una desaceleración (nominal y real) desde el segundo trimestre de 2014. Desde ese mismo trimestre en los créditos de consumo se ha observado un incremento en su ritmo nominal de crecimiento, y estabilidad en su variación porcentual en términos

13 El ajuste incluye titularizaciones de cartera hipotecaria y operaciones relacionadas con ventas de créditos para manejo mediante derechos fiduciarios.

14 Este crecimiento se calcula con base en los saldos de cartera que compensan los efectos estadísticos por la entrada en vigencia de las NIIF en 2015. En el caso de la cartera y las inversiones en moneda extranjera, su saldo forma parte de la posición propia de contado, excepto las inversiones cuyo objetivo sea tener participación de capital en las entidades que las emiten. En tal caso se contabilizan dentro de la posición propia.

Gráfico 26
Crecimiento anual del M3, PSE y la cartera en moneda legal (ML)^{a/}

A. Nominal



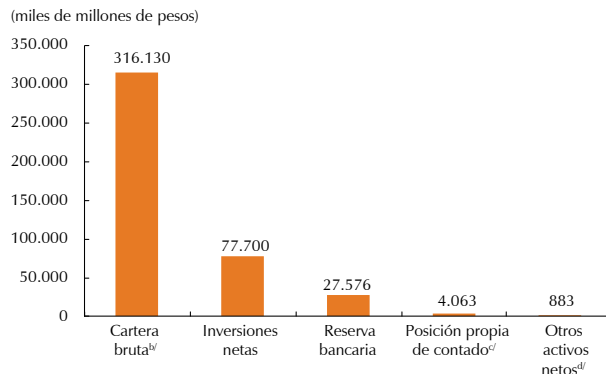
B. Real^{b/}



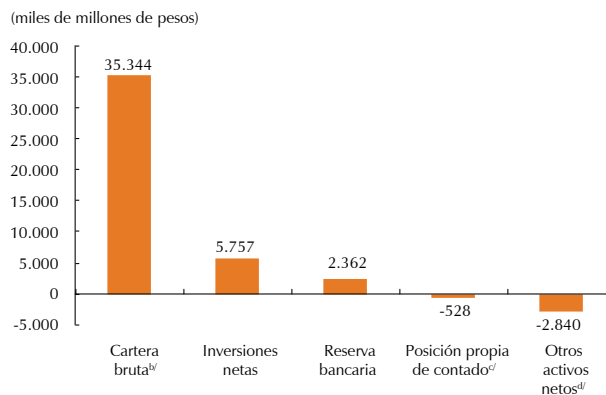
a/ Variaciones porcentuales anuales de datos promedio mensuales (semanas monetarias).
b/ Se utilizó el IPC sin alimentos como deflactor.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 27
Principales activos de los establecimientos de crédito^{a/}

A. Saldos



B. Variaciones anuales



a/ Los saldos corresponden al viernes 26 de junio de 2015 y las variaciones anuales se calculan con respecto al viernes 27 de junio de 2014.
b/ No incluye titularizaciones de cartera hipotecaria ni operaciones relacionadas con venta de cartera para manejo mediante derechos fiduciarios. Parte de las primeras están registradas como inversiones y las segundas se registran 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.
c/ Neto de pasivos diferentes de repos netos de DRNCE y PSE.
d/ No incluye comisionistas de bolsa. Las variaciones absolutas corresponden a las variaciones en dólares multiplicadas por la tasa de cambio promedio del período.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

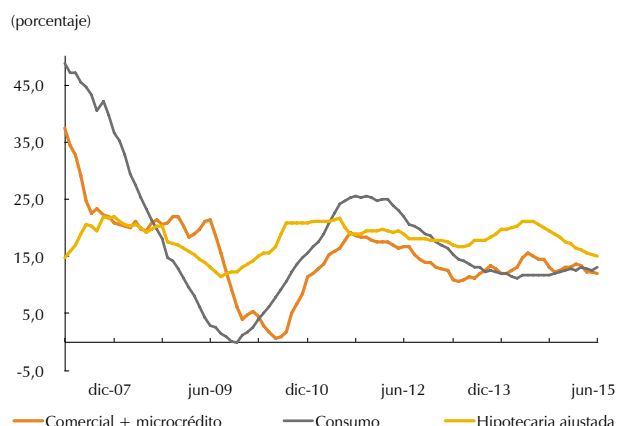
reales¹⁵. Particularmente, en junio de 2015 el crédito a las empresas se expandió 12%, el hipotecario ajustado por titularizaciones 15% y el de consumo 13,1% (8%, 10,8% y 9% en términos reales promedio, respectivamente) (Gráfico 28).

En cuanto a las inversiones netas, y en contraste con la expansión del crédito, su saldo al finalizar mayo (COP 77.700 mm) se expandió 8% frente a la misma fecha

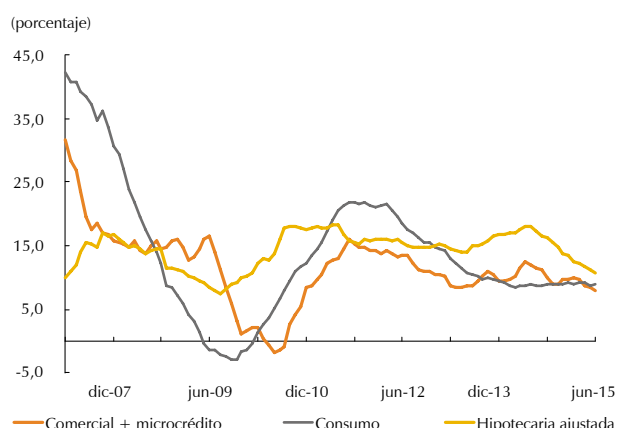
15 En junio de 2015 se reclasificaron créditos de la cartera comercial a la de consumo, por valor de COP557,8 mm. Esta operación genera un efecto estadístico que explica el incremento en el crecimiento anual de la cartera de consumo observado en ese mes y, además, refuerza la tendencia decreciente del crédito a las empresas.

Gráfico 28
Crecimiento anual de la cartera por tipo en moneda legal (ML)^{a/}

A. Nominal



B. Real



a/ Variaciones porcentuales anuales de datos promedio mensuales (semanas monetarias).
Nota: se utilizó el IPC sin alimentos como deflactor.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

del año anterior (Gráfico 27), reforzando el proceso de recomposición dentro del activo de los establecimientos de crédito a favor de la cartera en moneda legal.

3. Algunas medidas de riesgo del sistema financiero

Dado el comportamiento de la tasa de cambio de los últimos meses, a continuación se presenta un análisis coyuntural sobre la vulnerabilidad del sistema financiero a la depreciación del peso en términos de riesgo de crédito. Adicionalmente, se presenta la exposición a los riesgos de crédito y de fondeo de las entidades que pertenecen al sistema financiero. Por último, se realiza un análisis detallado del riesgo en el mercado de TES.

En el primer trimestre de 2015 para el mercado de crédito se destaca la desaceleración real en términos anuales de la cartera riesgosa y la cartera vencida¹⁶, aunque los indicadores de calidad por riesgo (IC) y por mora (IM)¹⁷ permanecieron relativamente estables. El ejercicio que evalúa la vulnerabilidad del sistema financiero a la depreciación del peso evidencia que este factor no generaría un riesgo sistémico para los establecimientos de crédito.

Por otro lado, el indicador de liquidez en mayo de 2015 sugiere que los establecimientos de crédito cuentan con los recursos líquidos para atender de forma suficiente sus obligaciones contractuales y no contractuales de corto plazo. En cuanto al riesgo en el

16 Con la implementación de las NIIF a partir de enero de 2015, se reclasificó el *leasing* habitacional de la cartera comercial a la cartera de vivienda. Adicionalmente, se permitió clasificar ciertas operaciones de *leasing* operativo dentro de la categoría de *leasing* financiero, así como identificar las provisiones generales por modalidad. Estos cambios afectan todos los indicadores de la cartera comercial analizados en esta sección, el monto de cartera vencida y de provisiones de la cartera de vivienda y el monto de provisiones de la cartera de microcrédito. Por tanto, no se considera adecuado comparar dichos indicadores entre 2015 y los años anteriores por modalidad de crédito. Las comparaciones para la cartera total vencida y riesgosa sí se consideran válidas.

17 Los indicadores de calidad considerados son: el indicador de mora (IM) sin castigos, definido 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); el IM con castigos, construido 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 conformidad con las disposiciones legales vigentes); y el indicador de calidad por riesgo (IC), calculado 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).

mercado de TES, el saldo administrado por el sistema financiero aumentó entre diciembre de 2014 y el 12 de junio de 2015, impulsado principalmente por la exposición que tienen los hogares a estos títulos, mediante los fondos administrados por los fondos de pensiones y sociedades fiduciarias. Sin embargo, el valor de las posibles pérdidas, producto de la desvalorización de dichos títulos, terminó con una cifra similar a la observada en diciembre de 2014.

a. Vulnerabilidad del sistema financiero a la depreciación del peso

Al 31 de marzo de 2015 la depreciación acumulada del peso frente al dólar estadounidense ascendió a 37,6% con respecto al 31 de julio de 2014, fecha a partir de la cual se presenta un aumento progresivo de la tasa de cambio. Esto evidencia una situación de alta depreciación que podría tener efectos sobre la estabilidad del sistema financiero colombiano.

En Colombia existen regulaciones que ayudan a prevenir descalces cambiarios del sistema financiero.

Teniendo en cuenta que en Colombia existen límites que ayudan a prevenir descalces cambiarios del sistema financiero¹⁸, se considera que el principal canal de riesgo de la devaluación sobre la estabilidad financiera es una situación de no pagos por parte del sector real. El objetivo de esta subsección es analizar la exposición (tanto en moneda legal como en moneda extranjera) del sistema financiero a las empresas que por su actividad comercial o nivel de endeudamiento en moneda extranjera (M/E) son vulnerables ante una depreciación de la tasa de cambio.

En un escenario de depreciación, el mayor valor de los pasivos en moneda extranjera o menores ingresos para los importadores pueden llevar a que las empresas incumplan sus obligaciones con el sistema financiero. Dadas estas fuentes de riesgo, y con el objetivo de evaluar la vulnerabilidad de los deudores del sistema financiero ante una depreciación, se calculó el descalce (pasivos en M/E – activos en M/E)¹⁹ para dos grupos de empresas.

- Empresas importadoras netas (registran un monto en importaciones superior al de exportaciones) que tienen una deuda superior a COP100 m con los establecimientos de crédito (10.690 empresas).
- Los cien mayores deudores que poseen deuda en moneda extranjera y no comercian con el exterior.

La primera muestra cubre casi la totalidad (99,5%) de la exposición del sistema financiero a los importadores netos. La posición neta en moneda extranjera (activos en moneda extranjera menos pasivos en moneda extranjera) es -USD 994 m; si se tienen en cuenta solo las empresas que presentan una posición neta negativa, el valor es de -USD 12.975 m. Para el 88,6% de estas empresas (9.476 firmas; el

18 Circular Externa DODM 139 y artículo 59, Resolución Externa 8 de 2000.

19 La última fecha con información disponible para calcular descalces cambiarios es diciembre de 2014.

90,7% de la deuda analizada) es posible estimar la desvalorización de su patrimonio²⁰. De estas, 80 tendrían una desvalorización mayor al 50% del patrimonio ante una depreciación del peso del 30%, y en sus manos tienen el 1,7% del saldo de la cartera comercial de marzo de 2015.

Con respecto a los cien mayores deudores que poseen deuda en moneda extranjera y no comercian con el exterior (muestra que tiene el 51% de la deuda intermediada de este grupo), 39% son empresas extranjeras no domiciliadas en Colombia (representando el 70,5% de la deuda en M/E intermediada analizada). La posición neta en moneda extranjera para las empresas a las que se le puede calcular este indicador (47 empresas) es de -USD 486,4 m; si se tienen en cuenta solo las empresas que presentan una posición neta negativa, el valor es de -USD 1.000,87 m. De estas últimas, cuatro sufrirían una desvalorización mayor al 50% de su patrimonio ante una devaluación del peso del 30%, representando su deuda el 0,2% del crédito comercial. Estos resultados se replican para las empresas con una desvalorización en su patrimonio mayor al 30% (Cuadro 5).

Cuadro 5

Firmas vulnerables por desvalorización de su patrimonio ante una devaluación del peso del 30% y su representatividad en la cartera comercial

Grupo expuesto	Caso 1: desvalorización del patrimonio > 50%		Caso 2: desvalorización del patrimonio > 30%	
	Empresas afectadas	Cartera comercial total (porcentaje)	Empresas afectadas	Cartera comercial total (porcentaje)
Importadores netos vulnerables ^{a/}	80	1,7	140	2,2
Deudores de M/E ^{b/}	4	0,2	5	0,2

a/ Importadores netos vigilados por la Superintendencia de Sociedades que son deudores del sistema financiero colombiano.

b/ Deudores de recursos denominados en M/E (con el sistema financiero colombiano y/o el exterior) y sin comercio exterior.

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, Superintendencia de Sociedades, DIAN y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

Ejercicios de estrés

Para complementar el análisis, se realizó un ejercicio de estrés de liquidez y uno de solvencia. A continuación se explica brevemente la metodología y los resultados de ambos ejercicios.

El ejercicio de estrés de liquidez supone que los principales depositantes del sistema financiero que hacen parte del grupo de empresas analizadas que presentan una desvalorización de su patrimonio mayor al 50% y al 30% retiran sus depósitos no contractuales (*e. g.*: cuentas de ahorro) y no renuevan los contractuales (*e. g.*: CDT). A febrero de 2015 seis entidades financieras (cinco bancos y una compañía de financiamiento) tenían dentro de sus cincuenta principales depositantes a una o más empresas de los grupos analizados. Sus depósitos no contractuales ascendieron a COP 50 mm, lo que representa el 0,06% del total proveniente de los

20 Las empresas con posición neta negativa a las que no se les puede calcular son aquellas que el Banco de la República no tiene conocimiento de sus balances.

principales clientes (COP 86 b) de los EC. En cuanto a los depósitos a plazo, no se registró saldo en ninguno de los establecimientos de crédito por parte de este grupo de empresas. En el escenario de estrés planteado, los resultados muestran que para ninguna entidad el IRL_R cae por debajo del mínimo regulatorio.

Por su parte, el ejercicio de estrés de solvencia supone que todos los créditos comerciales de las empresas con una desvalorización de su patrimonio mayor al 50% y al 30% pasan a la peor calificación posible y, por tanto, incumplen sus obligaciones con acreedores del sistema financiero. Dicho deterioro produce un aumento en el gasto de provisiones²¹ y una disminución del ingreso por intereses, lo cual afecta la relación de solvencia de las instituciones crediticias vía patrimonio técnico y activos ponderados por nivel de riesgo (APNR)²².

Cuando se analiza el impacto que tiene este escenario sobre los indicadores de riesgo crediticio de la cartera comercial, se observa que cuando los créditos de las empresas con una desvalorización mayor al 30% de su patrimonio pasan a la peor calificación, el IC de la modalidad comercial aumenta de 6,7% a 9,1%, mientras que el IM pasa de 2,7% a 5,1%. Al realizar este mismo ejercicio para las empresas con desvalorización superior al 50%, el IC de la cartera comercial se ubicaría en 8,6% y el IM en 4,6%.

Los resultados del ejercicio muestran que, a marzo de 2015, para ambos grupos de empresas ningún EC queda con un nivel de solvencia menor al regulatorio (9%). Adicionalmente, el nivel de solvencia agregado para los bancos pasaría de 15,0% a 14,9% en caso de *default* (incumplimiento) de las empresas con una desvalorización mayor al 30%. Por lo anterior, se concluye que, en el momento, la depreciación no generaría un riesgo sistémico en el sistema financiero.

En el marco de un sistema financiero más integrado internacionalmente, los grandes grupos financieros colombianos han ampliado de manera importante sus inversiones en el resto de la región. Así, mientras que en el año 2009 las inversiones en filiales en el exterior representaban el 9,7% del activo de los establecimientos de crédito, a finales de 2014 esta cifra ascendía a 24,3%. Esta situación, relativamente nueva, genera diferentes riesgos y oportunidades para el sistema financiero. Las nuevas consideraciones de riesgo requieren un marco normativo más amplio y comprensivo que le permita a las autoridades nacionales identificar adecuadamente las estructuras patrimoniales, realizar una consolidación de las mismas, establecer la regulación pertinente y monitorear eficientemente sus operaciones. Dados estos nuevos retos, el Banco de la República ha complementado la estricta regulación que previene descal-

A marzo de 2015 la
cartera vencida creció
10,4% real anual,
cifra inferior a la de
diciembre de 2014
(15,8%).

21 El ejercicio se realizó bajo el esquema de provisiones de la cartera comercial —modelo de referencia de cartera comercial (MRC), de la Superintendencia Financiera de Colombia—. Siguiendo las reglas de este esquema, las entidades deben provisionar sobre el saldo vigente de los créditos descontando el valor de la garantía. El modelo también establece que el valor que se debe tener en cuenta para este cálculo depende de la idoneidad de la garantía (*i. e.*: *haircut* sobre el valor de la garantía).

22 Se supone que todas las demás cuentas de balance y del estado de resultados de los establecimientos de crédito permanecen en sus valores de marzo de 2015. Los APNR se ven afectados en la medida en que estos se incorporan en la relación de solvencia netos de las provisiones individuales.

ces cambiarios, vigente desde hace varias décadas, con un monitoreo constante de la exposición de la banca local a las distintas monedas y un seguimiento sistemático de la liquidez de los diferentes portafolios en moneda extranjera. Sin embargo, es claro que para que el país cuente con una estructura normativa idónea para gestionar los nuevos riesgos que impone esta realidad se requieren cambios legales y regulatorios que deben concentrar los esfuerzos del Congreso de la República y de las autoridades financieras.

En particular, el país necesita que el gobierno nacional cuente con facultades que le den poder regulatorio y de supervisión sobre los llamados conglomerados financieros, para lo cual es necesario realizar una reforma legal, y posteriormente modificar el marco regulatorio pertinente para ampliar el foco que tiene la regulación y la supervisión, pasando de entidades individuales, a estos grupos, cuya complejidad y presencia internacional exigen una visión más comprensiva.

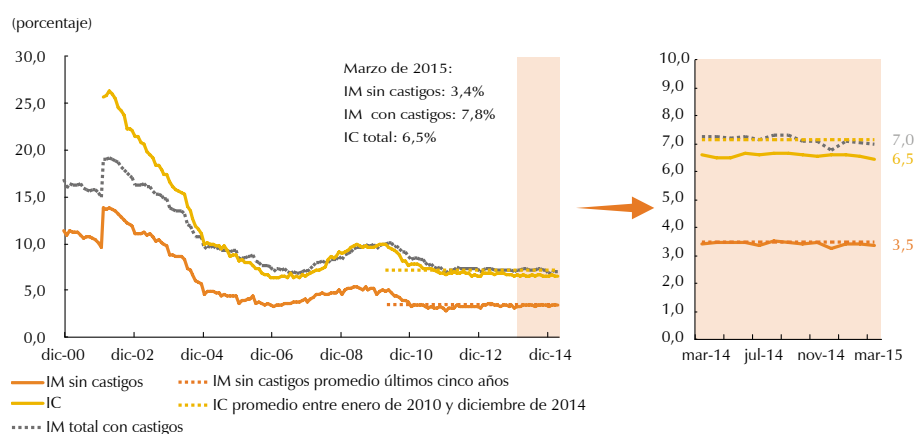
El indicador de liquidez sugiere que el sistema financiero cuenta con los recursos para atender de forma suficiente sus obligaciones de corto plazo.

b. Riesgo de crédito

A partir de la información de balance que las entidades de crédito reportan a la Superintendencia Financiera de Colombia, a marzo de 2015 la cartera vencida total registró una variación real anual de 10,4%, cifra inferior a la registrada en diciembre de 2014 (15,8%). Se destaca un aumento en el ritmo de crecimiento de esta cartera durante el primer mes del año, seguido de una desaceleración durante los meses de febrero y marzo.

A pesar de la desaceleración en términos anuales de la cartera vencida, el IM sin castigos aumentó en dicho período de 3,3% a 3,4%, al igual que el IM con castigos, que registró un aumento de 6,8% a 7,0%²³ (Gráfico 29).

Gráfico 29
Indicador de calidad por riesgo (IC) y por mora (IM) de la cartera bruta



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

23 Lo anterior sucede porque entre diciembre de 2014 y marzo de 2015 la cartera vencida creció más que la cartera bruta en términos porcentuales.

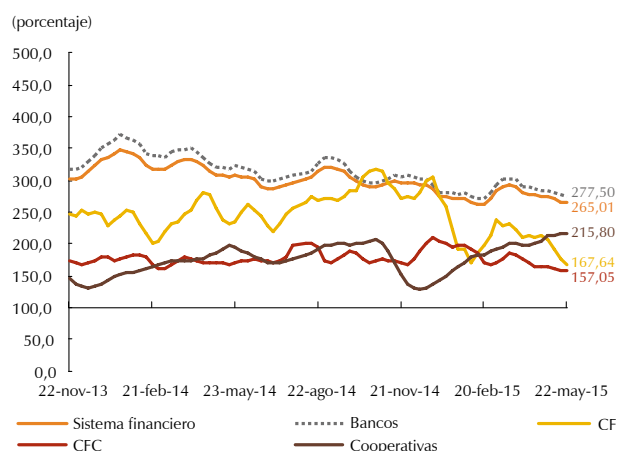
Con respecto a la cartera riesgosa total, se presentó una disminución en su tasa de crecimiento real anual, al pasar de 11,1% en diciembre de 2014 a 9,2% en marzo de 2015, comportamiento que se observó en todas las modalidades de cartera (comercial, consumo, vivienda y microcrédito). Entre tanto, el IC tuvo una reducción de 10 pb, al pasar de 6,6% a 6,5% en el período analizado.

Por último, el indicador de cubrimiento, calculado como la razón entre las provisiones y la cartera vencida, disminuyó de 137,6% en diciembre de 2014 a 131,4% en marzo de 2015, respondiendo en mayor medida al incremento en el saldo de la cartera vencida.

c. Riesgo de liquidez

El IRL_R , que mide la disponibilidad de liquidez de las entidades para cumplir con sus obligaciones, se define como la razón entre el saldo de activos líquidos (disponible e inversiones líquidas) y una estimación de los requerimientos 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 enfrentar sus obligaciones de corto plazo.

Gráfico 30
 IRL_R a 30 días^{a/}



a/ El IRL_R presentado corresponde a la media móvil de cuatro semanas.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de República.

Entre diciembre de 2014 y mayo de 2015 el nivel de liquidez de los establecimientos de crédito se redujo, debido, principalmente, al comportamiento del indicador de los bancos que mantiene una tendencia decreciente desde 2013. Sin embargo, ninguno de los sectores analizados —bancos, compañías de financiamiento (CFC), corporaciones financieras (CF) y cooperativas financieras— muestra dificultades para cubrir sus obligaciones de corto plazo. Durante ese mismo período se resalta la contracción en el IRL_R de las CF y el incremento presentado por las cooperativas, único sector en registrar un aumento (Gráfico 30).

Finalmente, al analizar un escenario más adverso que el tenido en cuenta por construcción en el IRL_R , se encuentra que aún en un ambiente de baja liquidez ninguno de los tipos de entidades analizados tendría problemas para enfrentar sus obligaciones de corto plazo.

d. Riesgo de mercado

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 12 de junio de 2014 el valor del portafolio de TES del

Al 12 de junio el VeR de la posición propia de las entidades financieras fue similar al de diciembre de 2014, mientras que el de la posición administrada disminuyó.

sistema financiero en posición propia y de los recursos administrados ascendió a COP 176,6 b²⁴, donde las mayores participaciones corresponden a la posición administrada por los fondos de pensiones y cesantías (30,2%), a los recursos administrados por las sociedades fiduciarias (28,7%) y a la posición propia de los bancos comerciales (17,5%). Con respecto a diciembre de 2014, el saldo de TES se incrementó en COP 6,1 b (3,5%), impulsado por el aumento en la posición administrada de los fondos de pensiones (COP 4,1 b) y sociedades fiduciarias (COP 4,2 b), mientras que el saldo de los bancos se contrajo (COP 4,8 b).

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 (riesgo de mercado). Este riesgo se cuantifica evaluando la evolución del saldo de TES con la medida de 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 dado²⁵. Es importante mencionar que la medida más apropiada de riesgo de mercado del sistema financiero es el VeR de la posición propia y no la de terceros, puesto que las pérdidas asociadas con los portafolios administrados por el sistema son enfrentadas por los inversionistas.

Al 12 de junio de 2015 el VeR²⁶ de la posición propia de las entidades financieras terminó en un valor semejante al reportado en diciembre del año anterior (0,3%), aunque presentó un comportamiento heterogéneo a lo largo del semestre, al reportar un incremento entre febrero y marzo hasta un máximo de 0,6%, y luego una disminución durante los últimos meses. Lo anterior ocurrió en un contexto de alta volatilidad en los retornos de los TES al inicio del año y una paulatina disminución durante los meses finales.

Por otro lado, el VeR de la posición administrada de las sociedades comisionistas de bolsa, las sociedades fiduciarias y los fondos de pensiones disminuyó entre diciembre de 2014 y junio 2015, y se ubicó en 0,29%, 0,32% y 0,43%, respectivamente. Sin embargo, en el caso de la posición de terceros de los fondos de pensiones y cesantías, es importante mencionar que 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 se proyecta un flujo a futuro con este dinero,

En el primer trimestre el peso tuvo una fuerte depreciación frente al dólar y se incrementó significativamente el déficit en la cuenta corriente.

24 En esta cifra se incluyen los títulos que deben ser valorados a costo de mercado (valor razonable) y los que no (costo amortizado).

25 De manera ilustrativa, si el VeR de una institución financiera, a un nivel de confianza del 99%, es de 5%, 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.

26 A partir de la composición del portafolio de TES se calculó el VeR promedio mensual con un horizonte de un día y con un nivel de confianza del 99%.

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 cae el factor de descuento, con lo que el monto de la pensión se mantiene estable. En esa medida, inversiones a tasa fija de largo plazo, que tienen un alto nivel de VeR, protegen el monto de la pensión.

En resumen, el sistema financiero registró un comportamiento estable en sus indicadores de riesgo de crédito y mercado. Lo anterior ocurrió ante un escenario con disminuciones de las tasas de crecimiento de la cartera vencida y la cartera riesgosa, y disminuciones en la volatilidad de los retornos de los TES. Entre tanto, el indicador de riesgo de liquidez de los establecimientos de crédito disminuyó, pero continúa evidenciando que las entidades cuentan con recursos suficientes para cubrir sus obligaciones de corto plazo (Cuadro 6).

Cuadro 6
Indicadores de riesgo de crédito, liquidez y mercado

	Dic-14	2015 ^{a/}
Riesgo de crédito		
IM	6,8	7,0
IC	6,6	6,5
Riesgo de liquidez		
IRL _R (porcentaje)	287,0	265,0
Riesgo de mercado		
VeR sistema (propio y administrado) (porcentaje)	0,42	0,40
VeR sistema propio (porcentaje)	0,33	0,33

a/ Los indicadores se calculan a partir de la información más reciente disponible (riesgo de crédito: 31 de marzo de 2015; riesgo de liquidez: 22 de mayo de 2015, y riesgo de mercado: 12 de junio de 2015).
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de República.

E. BALANCE EXTERNO Y POLÍTICA CAMBIARIA

Como se mencionó en el primer capítulo de este informe, durante el primer semestre de 2015 el contexto externo se caracterizó por precios bajos de los *commodities* exportados por el país, un crecimiento mediocre de los principales socios comerciales y por expectativas de aumento en las tasas de interés en Estados Unidos, lo que podría restringir el financiamiento externo del país.

En este contexto, y tal como se venía observando desde trimestres anteriores, en los primeros tres meses de 2015 se registró un incremento significativo del déficit en la cuenta corriente, que se originó principalmente en la ampliación del balance negativo registrado en la balanza comercial de bienes, determinado por la caída de los precios de exportación del crudo colombiano. De igual forma, se presentó una depreciación nominal del peso colombiano durante este período. Por su parte, las importaciones del país registraron una leve disminución frente al mismo período del año pasado.

La apreciación del dólar ha sido un fenómeno global.

En adelante se estima un cierre del saldo negativo de la cuenta corriente en dólares, asociado, especialmente, con el ajuste previsto de los egresos corrientes, en particular aquellos relacionados con las importaciones de bienes y servicios y con la reducción de la remisión de utilidades, consistente con un entorno de menor demanda interna y los efectos de la depreciación de la moneda.

En los primeros tres meses del año en la cuenta financiera se registraron entradas netas de capital superiores a las observadas un año atrás. En particular, durante el primer trimestre de 2015 se presentó una reducción en los flujos de inversión extranjera más que neta directa y de recursos netos de financiación hacia el sector público, que estuvieron compensados por mayores ingresos netos del sector privado (cartera y otra inversión).

Considerando los niveles de cobertura de riesgo de liquidez externa, así como la dinámica del mercado cambiario, desde diciembre la JDBR no continuó con el programa de compra de reservas internacionales.

Para lo que resta del año se prevé una moderación de los flujos de capitales hacia el país, resultado de una reducción en la dinámica de la inversión del sector minero-energético, y en general de un menor crecimiento interno. Igualmente, la incertidumbre sobre el costo del financiamiento externo, debido a la probable subida de tasas de interés por parte de la Fed, podría moderar los flujos de capital hacia el país.

Por otra parte, la apreciación del dólar ha sido un fenómeno global del cual no ha sido ajena la moneda local y otras de la región. La dinámica del peso colombiano respondió a la cotización internacional de los *commodities*, en particular del petróleo, a la percepción del riesgo país y a factores locales vinculados, principalmente, con las perspectivas económicas. Durante el primer semestre del año el peso colombiano ha sido una de las monedas que ha acumulado una depreciación nominal frente a sus pares de la región.

1. Balance externo de Colombia en el primer trimestre de 2015

Durante el primer trimestre de 2015 la balanza de pagos del país registró un déficit en la cuenta corriente de USD 5.136 millones (m) (7,0% del PIB trimestral), financiado con entradas netas de capital de USD 4.796 m (6,5% del PIB trimestral), que incluye acumulación de reservas internacionales por USD 69 m. Los errores y omisiones se estimaron en USD 340 m. El déficit en la cuenta corriente de 2015 a marzo fue superior en USD 1.103 m al registrado un año atrás, cuando se situó en USD 4.032 m (4,6% del PIB trimestral). Lo anterior es reflejo del choque a los términos de intercambio que enfrenta el país desde mediados del año anterior y que ha impactado el balance externo en los últimos trimestres.

Cabe señalar que de la ampliación mencionada del déficit corriente de 4,6% a 7,0% del PIB trimestral (2,4 pp), 1,1 pp se explican por el incremento anual en USD 1.103 m del déficit trimestral y 1,3 pp por el efecto contable de la deprecia-

El aumento del déficit corriente (en dólares) se originó, principalmente, en el deterioro de la balanza comercial de bienes.

ción del peso, que implicó que el PIB calculado en dólares se redujera en cerca de USD 13.600 m con respecto al mismo período del año anterior. De esta manera, se vio afectado el indicador de la cuenta corriente como proporción del PIB, al igual que el indicador de la cuenta financiera como proporción del PIB.

La menor renta de factores compensó parcialmente el déficit de la balanza de bienes.

El aumento del déficit corriente en dólares se originó, principalmente, en la ampliación del saldo negativo de la balanza comercial de bienes (USD 3.022 m) (Cuadro 7). Esto último está asociado, en particular, con la disminución del valor de las exportaciones durante el primer trimestre de este año (26,0%), que se vieron fuertemente impactadas por la caída de los precios de exportación del crudo y, en menor medida, por los del carbón y el oro. A esto se sumó la disminución de las ventas externas de productos industriales (alimentos, madera, maquinaria y equipo). Lo anterior fue compensado, en parte, por el aumento de los volúmenes despachados de algunos productos mineros y agrícolas. Por ejemplo, mientras las exportaciones de petróleo y sus derivados disminuyeron 50%, las de café, banano y flores en su conjunto aumentaron 24,5%. Por su parte, en los tres primeros meses del año las importaciones de bienes registraron una disminución anual del 4,3%. Este resultado se explica en especial por las menores compras externas de combustibles y lubricantes (44,7%) e insumos para la industria (3,7%), compensadas parcialmente por el crecimiento de las importaciones de equipo de transporte aéreo (48,1%).

La ampliación del déficit comercial de bienes fue atenuada por la reducción del balance negativo de los rubros de la renta de los factores (USD 1.542 m) y de servicios (USD 225 m), frente al valor registrado el año anterior. El menor balance deficitario en la renta de los factores se originó, en su mayoría, en la disminución de las ganancias de las firmas que operan en la actividad petrolera, cuyo monto se redujo 80% en términos anuales. El descenso de las utilidades fue contrarrestado parcialmente con los pagos por concepto de intereses de las inversiones de cartera. Por su parte, los ingresos netos por transferencias registraron un incremento anual de 15,3%.

La cuenta financiera²⁷ registró ingresos netos por USD 4.796 m, resultado de entradas de capital extranjero por USD 8.929 m, salidas de capital colombiano para constituir activos en el exterior por USD 3.572 m, instrumentos derivados por USD 493 m y una variación de reservas internacionales por USD 69 m (Cuadro 7).

27 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) o liquidar sus activos externos para financiar dicho déficit. 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.

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

	2014 ene-mar (pr)	2015 ene-mar (pr)	Variación (USD)
Cuenta corriente (A + B + C)	(4.032)	(5.136)	(1.103)
(porcentaje del PIB)	(4,6)	(7,0)	
A. Bienes y servicios	(1.690)	(4.487)	(2.797)
1. Bienes	(293)	(3.315)	(3.022)
Exportaciones FOB	13.928	10.300	(3.628)
Importaciones FOB	14.221	13.615	(606)
2. Servicios	(1.397)	(1.172)	225
Exportaciones	1.635	1.740	105
Importaciones	3.032	2.912	(120)
B. Renta de los factores	(3.336)	(1.794)	1.542
C. Transferencias corrientes	993	1.145	152
Cuenta financiera con variación de reservas internacionales (A + B + C + D + E)	(4.238)	(4.796)	(558)
(porcentaje del PIB)	(4,8)	(6,5)	
A. Inversión directa (ii - i)	(2.919)	(2.590)	329
i. Extranjera en Colombia (IED)	3.814	2.825	(989)
ii. Colombiana en el exterior	895	235	(660)
B. Inversión de cartera (1 + 2)	(1.849)	(706)	1.144
1. Sector público (ii - i)	(3.190)	234	3.424
i. Inversión extranjera de cartera (a + b)	3.254	2.853	(401)
a. Mercados internacionales (bonos)	2.000	2.500	500
b. Mercado local (TES)	1.254	353	(901)
ii. Inversión de cartera en el exterior	63	3.087	3.023
2. Sector privado (ii - i)	1.341	(939)	(2.280)
i. Inversión extranjera de cartera	978	1.208	230
ii. Inversión de cartera en el exterior	2.319	268	(2.050)
C. Otra inversión (préstamos y otros créditos) (1 + 2)	(287)	(2.063)	(1.776)
1. Préstamos (i + ii)	(695)	(1.958)	(1.263)
i. Sector público	(74)	(1.744)	(1.670)
ii. Sector privado	(621)	(214)	408
2. Otros	408	(105)	(513)
D. Instrumentos financieros derivados	140	493	353
E. Activos de reserva	677	69	(660)
Errores y omisiones (E y O)	(206)	340	545
MEMO ÍTEM:			
Cuenta financiera sin variación de las reservas internacionales	(4.915)	(4.865)	50
Variación de las reservas internacionales	677	69	(608)

(pr): preliminar

Nota: los resultados presentados siguen las recomendaciones de la versión sexta del *Manual de balanza de pagos*, propuesta por el FMI. Consulte información adicional y los cambios metodológicos en <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>.

Fuente: Banco de la República.

Para el resto del año se estima una progresiva reducción del desbalance externo corriente.

En términos netos, la inversión extranjera directa (IED) y la inversión de cartera²⁸ contribuyeron a la cuenta financiera en USD 2.590 m y USD 706 m, respectivamente (Cuadro 7). Por concepto de IED en el país se registraron entradas por un valor de USD 2.825 m, equivalentes a una disminución anual de 26% (USD 989 m). El 39% del flujo de IED fue recibido por la actividad minero-energética, seguida de la industria manufacturera (30%), comercio y hoteles (21%) y el resto de los sectores (10%). Por su parte, el flujo de inversión directa colombiana en el exterior se estimó en USD 235 m, efectuada por empresas del sector minero-energético, de la actividad financiera y del suministro de electricidad, gas y agua.

Los ingresos por inversión extranjera de cartera por USD 4.060 m se originaron principalmente en la colocación de títulos de deuda de largo plazo emitidos por el Gobierno (62%) y empresas del sector privado en los mercados internacionales (12%), además de la compra de acciones (17%) y TES (9%) en el mercado local por parte de los inversionistas extranjeros. Las salidas de capital colombiano por este concepto se utilizaron, en especial, para realizar inversiones de cartera por entidades del sector público (USD 3.087 m). En términos netos, durante el primer trimestre se registró una reducción de los recursos de financiación de cartera del sector público que se vieron parcialmente compensados por mayores ingresos netos del sector privado.

Finalmente, en el primer trimestre de 2015 el país recibió USD 2.044 m por concepto de préstamos bancarios y otros créditos. En particular, empresas del sector público recibieron USD 1.965 m por préstamos de largo plazo.

2. Proyecciones de la balanza de pagos para el año 2015

Como se mencionó, la ampliación del déficit en la cuenta corriente que se ha observado en los últimos trimestres ha sido el reflejo del choque a los términos de intercambio que ha afectado significativamente los ingresos corrientes del país por medio de una fuerte contracción del valor de las exportaciones. Para el resto del año se estima una progresiva reducción del desbalance externo corriente, frente a lo observado en el primer trimestre (Cuadro 8).

En términos de ingresos del exterior, la proyección para todo 2015 tiene en cuenta unos precios internacionales más bajos para los productos básicos, a pesar de que se proyectan crecimientos en los volúmenes de venta con respecto al año anterior. Igualmente, esta estimación considera menores ingresos por las exportaciones distintas a las de bienes básicos, dadas las menores perspectivas sobre el desempeño de los principales socios comerciales, en un contexto de mayor costo del financiamiento internacional que afectarían los flujos de financiación externa.

Para 2015 se espera un déficit en la cuenta corriente del 5,6% del PIB.

²⁸ Esto es, las inversiones de extranjeros en Colombia neta de las inversiones de colombianos en el exterior.

Cuadro 8
Proyección de la balanza de pagos de Colombia
Flujos anuales (millones de USD)

	2011	2012	2013 (pr)	2014 (pr)	2015 (proy)
Cuenta corriente (A + B + C)	(9.710)	(11.306)	(12.367)	(19.549)	(17.214)
(porcentaje del PIB)	(2,9)	(3,1)	(3,3)	(5,2)	(5,6)
A. Bienes y servicios	955	(839)	(2.745)	(11.222)	(13.524)
B. Ingreso primario (renta de los factores)	(15.499)	(15.046)	(14.216)	(12.685)	(8.213)
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	4.834	4.579	4.594	4.358	4.523
Cuenta financiera (A + B + C + D)	(8.925)	(11.754)	(11.845)	(19.745)	(16.874)
(porcentaje del PIB)	(2,7)	(3,2)	(3,1)	(5,2)	(5,5)
A. Inversión directa (ii-i)	(6.228)	(15.646)	(8.557)	(12.358)	(10.543)
i. Extranjera en Colombia (IED)	14.648	15.039	16.209	16.257	12.042
ii. Colombiana en el exterior	8.420	(606)	7.652	3.899	1.500
B. Inversión de cartera	(6.090)	(5.690)	(6.978)	(11.654)	(3.546)
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	(349)	4.176	(3.257)	(170)	(2.557)
D. Activos de reserva	3.742	5.406	6.946	4.437	(228)
Errores y omisiones (E y O)	785	(448)	522	(196)	340

(pr): preliminar.

(proy): proyección.

Nota: los resultados presentados siguen las recomendaciones de la versión sexta del *Manual de balanza de pagos*, propuesta por el FMI. Consulte información adicional y los cambios metodológicos en <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>.

Fuente: Banco de la República.

Asimismo, se proyecta que el valor de las importaciones caerá de manera significativa, debido a: i) los menores precios en dólares de las importaciones de bienes de consumo e intermedios, en parte consecuencia de la caída del precio del petróleo; ii) los efectos de los recortes en inversión, en especial la del sector minero-energético, y la desaceleración esperada de la demanda interna, y iii) los efectos de la depreciación sobre el valor en pesos de las importaciones y su demanda en el mercado local. A pesar de lo anterior, el resultado del balance comercial para 2015 se estima más negativo que el observado el año anterior, dada la mayor reducción en los ingresos por exportaciones.

A este ajuste en el valor de las importaciones de bienes se suma una reducción en el déficit estimado del balance de servicios no factoriales para el año 2015. Lo anterior sería resultado de mayores ingresos, favorecidos por un entorno de mayor competitividad en sectores como el turismo y los servicios personales dada la depreciación de la moneda, y la reducción de los gastos externos, en particular aquellos asociados con los fletes del comercio. Igualmente, se estima que los egresos netos por renta de factores serán menores que los registrados en 2014, dada la menor remisión de utilidades esperada para el sector minero-energético consistente con sus menores ingresos, así como una reducción en el resto de sectores, resultado de 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 podrían recuperarse, impulsados en particular por

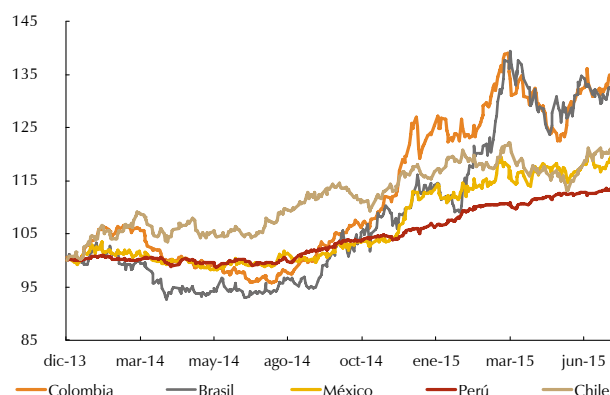
las mejores condiciones en los Estados Unidos y España, que son fuente importante de remesas de trabajadores.

En consecuencia, la proyección de la balanza de pagos para 2015 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. Sin embargo, la fuerte depreciación del peso y la consecuente reducción del valor en dólares del PIB nominal llevan a una estimación del déficit en la cuenta corriente de 5,6% como porcentaje del PIB en el escenario más probable, lo que sería superior a lo registrado el año anterior (-5,2%) (Cuadro 8).

En términos del financiamiento, se estima una moderación de los flujos netos de capitales hacia el país. Como se observó en el primer trimestre del año, los recursos por IED para 2015 serían menores a los de 2014 en un contexto de reducción de inversiones del sector minero-energético y menores perspectivas de crecimiento para la inversión en el resto de sectores. Asimismo, los flujos de inversión de cartera se proyectan significativamente por debajo a los del año anterior, dado el efecto base de los importantes ingresos observados en 2014, producto de la recomposición del índice de deuda pública emergente de JP Morgan. 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, y menores egresos netos por constitución de activos en el exterior.

Gráfico 31
Índices de tasas de cambio nominales de algunos países de América Latina

(índice base 100 = 30 de diciembre de 2013)



Fuente: Bloomberg.

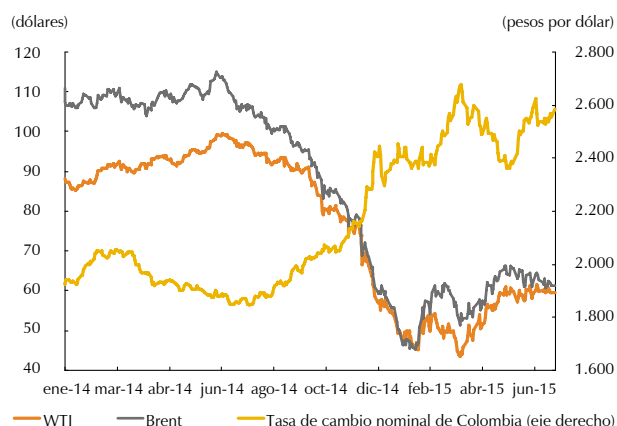
3. Evolución de la tasa de cambio en lo corrido de 2015

En el primer semestre de 2015 el dólar estadounidense se fortaleció frente a las monedas tanto de países desarrollados como emergentes. Específicamente, al comparar las tasas de cambio de cierre de 2014 con las del primer semestre de 2015, se observó una depreciación del euro (9,1%), del dólar canadiense (7,6%), del dólar australiano (6,2%) y del yen (2,5%)²⁹. De igual manera, todas las monedas de la región se depreciaron: el real brasileiro (16,8%), el peso colombiano (8,7%), el peso mexicano (6,8%), el sol peruano (6,2%) y el peso chileno (5,5%)³⁰ (Gráfico 31).

29 Al comparar el promedio de las tasas de cambio del primer semestre de 2014 y el primero de 2015, se observa que el dólar se apreció 23% frente al euro, 17% frente al yen, 17% frente al dólar australiano, 10% frente a la libra esterlina y 13% frente al dólar canadiense.

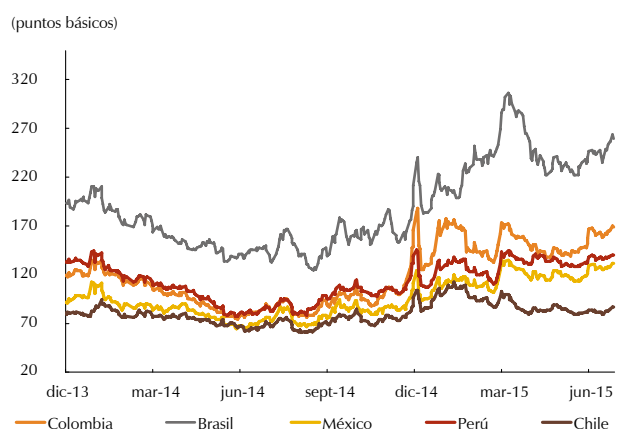
30 De igual manera, al comparar el promedio de las tasas de cambio del primer semestre de 2014 y el primero de 2015, se observa que todas las monedas de la región se depreciaron: el real brasileiro (29%), el peso colombiano (27%), el sol peruano (11%), el peso mexicano (15%) y el peso chileno (12%).

Gráfico 32
Tasa de cambio nominal y precio del petróleo



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 33
Credit default swaps de algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

El comportamiento del peso colombiano en el primer semestre de 2015, al igual que el de otras monedas de la región, estuvo asociado tanto con la evolución de los precios de los *commodities* como con las dinámicas de la percepción de riesgo internacional (gráficos 32 y 33). No obstante, otros factores locales también desempeñaron un papel importante en la determinación de la tasa de cambio.

Respecto a los factores externos, se destaca que el comportamiento de los precios de las materias primas, particularmente de algunos productos energéticos y metales, explicaron parte de la tendencia de las monedas de la región a lo largo del semestre. Así, durante la mayor parte del primer trimestre del año las monedas se depreciaron, al tiempo que los precios de productos como el petróleo, el cobre y el aluminio, importantes para la economía de la región, continuaron con la tendencia a la baja que venían registrando desde el segundo semestre de 2014. Luego, y hasta mediados de mayo, se observó una recuperación en los precios de estos bienes, en particular del petróleo, lo cual impulsó la tendencia de apreciación de las monedas en este período.

En segundo lugar, como se ha visto antes, la preferencia de los agentes por el dólar estadounidense también estuvo acentuada por la incertidumbre en torno a la solidez de la recuperación económica de los Estados Unidos y al rumbo de la política monetaria en este país; la desaceleración económica mundial, particularmente en China; la falta de un acuerdo

entre Grecia y sus acreedores internacionales³¹, que llevaron a este país a declararse en *default*³², y los temores sobre una posible salida de Grecia de la zona del euro y sobre los efectos que esto podría tener en la economía del bloque.

En este contexto, se destaca que el promedio mensual de los flujos de capitales hacia economías emergentes registrados durante el semestre (USD 15 mm) se mantuvo por debajo del promedio registrado desde el año 2010 (USD 22 mm) y por debajo del observado en el primer semestre del año 2014 (USD 22 mm)³³.

31 Lo que conllevaría a desbloquear el desembolso del nuevo tramo del programa de rescate por EUR 7.200 m.

32 El 30 de junio venció el plazo de Grecia para pagar al Fondo Monetario Internacional EUR 1,6 b.

33 Fuente: Institute of International Finance Portfolio Flows Tracker Data.

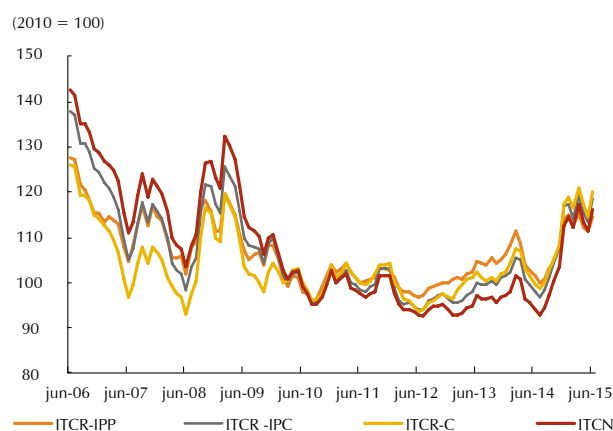
Según varios indicadores, el nivel de las reservas internacionales es adecuado para prevenir y enfrentar choques externos.

En el ámbito local la depreciación del peso pudo estar acentuada por la publicación de algunos datos económicos desfavorables de actividad industrial y confianza económica, así como por las menores perspectivas de crecimiento³⁴, explicadas, en parte, por el impacto de los bajos precios del petróleo sobre los ingresos fiscales del país.

Los cambios en la competitividad del comercio exterior no siempre son proporcionales a las variaciones de la tasa de cambio nominal (TCN) del peso colombiano frente al dólar estadounidense. La dinámica de las monedas de otros países frente al dólar, así como la de los precios externos e internos también son relevantes. La tasa de cambio real (TCR) es el indicador que tiene en cuenta estos efectos, al ajustar las variaciones en la TCN calculada frente a un grupo de países por los cambios en los precios internos y externos³⁵.

Al comparar la TCR promedio del primer semestre de 2015 con respecto al mismo período del año anterior, se observa una depreciación real inferior a la nominal. Esto se debe al aumento de la inflación interna por encima de la de los socios comerciales. En efecto, para dicho período la moneda nacional registró una depreciación real anual frente a los principales socios comerciales de 6,9% para el indicador con base en los precios al productor (ITCR-IPP) y 14,2% para el que utiliza los precios al consumidor (ITCR-IPC). Con respecto a los competidores en el mercado estadounidense en los productos de café, banano, flores y textiles (ITCR-C), se registró una depreciación real del 13,6% (Gráfico 34). Estos resultados son inferiores a la depreciación nominal del 17% frente al grupo de los principales socios comerciales.

Gráfico 34
Índices de tasa de cambio real (ITCR) e índice de tasa de cambio nominal (ITCN)



ITCR-IPP: Utiliza el IPP como deflactor.
ITCR-IPC: Utiliza el IPC como deflactor.
ITCR-C: Con respecto a los competidores en café, banano, flores y textiles en el mercado de los Estados Unidos.
Fuente: Banco de la República

Vale la pena mencionar que, al comparar la TCR promedio de los primeros seis meses de 2015 frente al cierre de 2014, se observa una relativa estabilidad en el indicador, que registra una leve apreciación real del 0,8% y 0,4% para el ITCR-IPP e ITCR-IPC, respectivamente, y una depreciación del 0,6% para el ITCR-C. Esto contrasta con la depreciación nominal del 1,3% observada en el mismo período frente a los principales socios comerciales.

La apreciación real observada en lo corrido del año hasta junio frente al cierre de 2014 responde, principalmente, al aumento de los precios internos por encima del de los socios comerciales.

34 Durante el semestre el Fondo Monetario Internacional redujo su proyección de crecimiento para Colombia en 2015 de 3,8% a 3,4%, el Gobierno lo hizo de 4,2% a 3,6% y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, de 4,4% a 3,3%.

35 $TCR = TCN (P^*/P)$, donde TCN es la tasa de cambio nominal, expresada como pesos por divisa; P^* son los precios en el exterior, y P los precios en Colombia. Usualmente, estas variables se expresan como índices.

4. Indicadores de reservas internacionales

El Banco de la República reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional ante posibles salidas de capital, y para mejorar la confianza en el país³⁶. 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 9). En general, los mercados internacionales consideran que valores bajos de estos pueden dar señales de alerta sobre la vulnerabilidad externa de las economías.

Cuadro 9
Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

Saldo	2011	2012	2013 (pr)	2014 (pr)	2015 (proy)
Reservas internacionales netas (millones de dólares) ^{a/}	32.300	37.467	43.633	47.323	47.100
Indicadores					
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa					
Amortizaciones deuda externa (millones de dólares)	14.174	22.371	16.600	21.583	23.130
Reservas netas/amortizaciones de deuda externa del año en curso	2,28	1,67	2,63	2,19	2,04
Reservas netas/amortizaciones de deuda externa del siguiente año ^{b/}	1,44	2,26	2,02	2,05	2,10
B. Posición adecuada de liquidez externa					
RIN/(servicio de la deuda año corriente)	1,86	1,45	2,16	1,85	1,74
RIN/(servicio de deuda año siguiente) ^{c/}	1,25	1,85	1,71	1,75	1,76
RIN/(amortizaciones de deuda año corriente + déficit en la cuenta corriente del año corriente)	1,35	1,11	1,51	1,15	1,17
RIN/(amortizaciones de deuda año siguiente + déficit en la cuenta corriente del año siguiente) ^{d/}	0,96	1,29	1,06	1,17	1,25
C. Otros indicadores de reservas internacionales					
RIN como meses de importaciones de bienes	7,4	7,9	9,2	9,2	10,9
RIN como meses de importaciones totales	6,2	6,5	7,5	7,6	8,8
RIN/M3 (porcentaje)	24,1	22,1	24,7	30,3	31,0
RIN/PIB ^{e/}	9,6	10,1	11,5	12,5	15,4

(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 2015 y del 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 2015 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 2015 y el año siguiente corresponde a una proyección.

e/ El valor del PIB en dólares corresponde a una estimación para 2015 en términos nominales.

Fuente: Banco de la República.

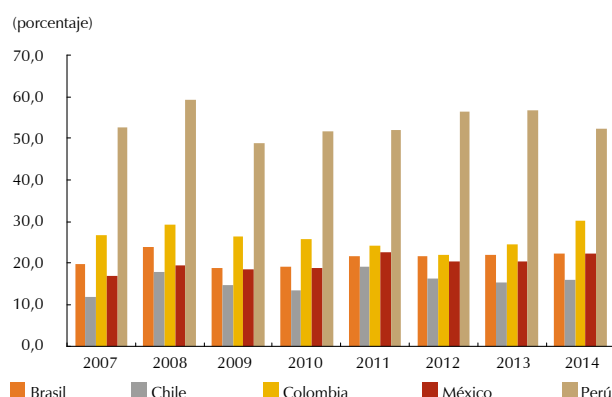
36 Además de la estrategia de acumulación de reservas, desde mayo de 2009 Colombia cuenta con una línea de financiamiento contingente con el FMI, la cual se otorga a países miembros con buen desempeño económico, políticas prudentes y un sólido marco de política económica. El pasado 18 de junio de 2015 el FMI reafirmó el acceso a los recursos contingentes para Colombia, por un monto aproximado de USD 5.450 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.

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 en los últimos tres años frente a la tendencia a la baja que había mostrado desde 2009. Además de la compra de reservas por parte del Banco llevada a cabo hasta diciembre de 2014, la tasa de crecimiento del agregado monetario se ha desacelerado desde mediados de 2013.

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. Para 2014 y 2015, si bien la mayoría de estos indicadores se reducen frente a 2013, todavía registran valores por encima del valor crítico de 1³⁷.

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 8,8 meses para 2015, superior al promedio desde el año 2000. Al calcular este indicador para las importaciones de bienes, el mismo asciende a 10,9 meses.

Gráfico 35
Reservas internacionales / M3



Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización a junio de 2015) y Banco de la República.

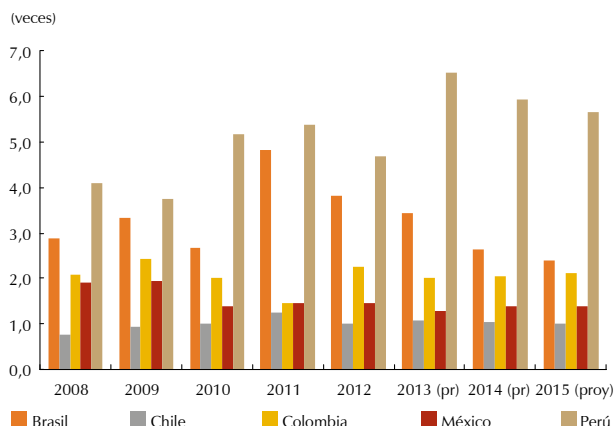
Al comparar los diversos indicadores de liquidez internacional de Colombia con los de países de la región, se observa que el cociente de reservas a M3 registra niveles superiores al de Brasil, Chile y México, e inferiores a los del Perú³⁸ (Gráfico 35). En las relaciones de reservas internacionales a 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 36). 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 hasta 2014. En cuanto a las reservas medidas en meses de importaciones de bienes, estas muestran que Colombia tiene una posición superior a la de Chile y México, e inferior a la de Brasil y Perú (Gráfico 37).

37 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.

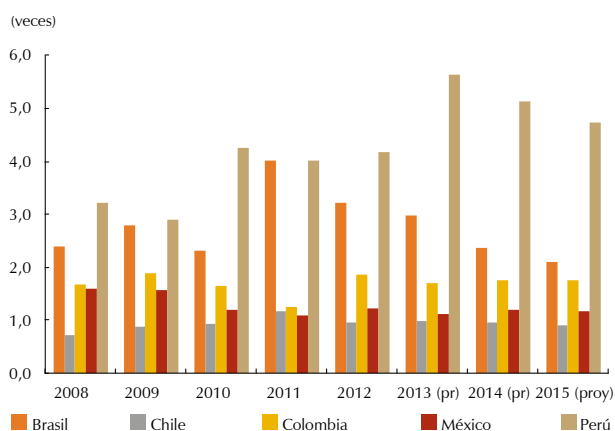
38 Se destaca el crecimiento y nivel de esta razón para Perú, debido a que los bancos locales pueden captar depósitos en dólares y el encaje de estos se contabiliza como reservas.

Gráfico 36

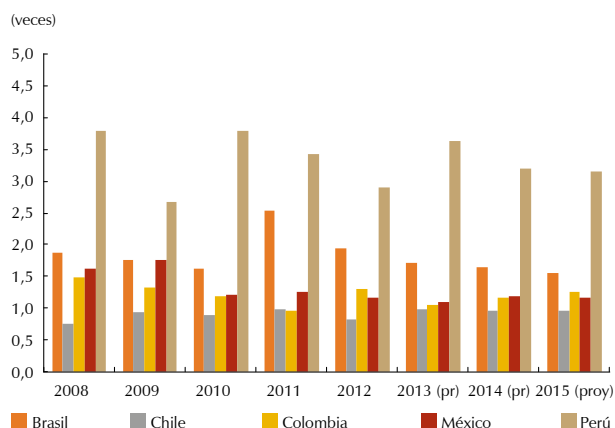
A. Reservas internacionales/amortizaciones del año siguiente



B. Reservas internacionales/servicio de la deuda del año siguiente



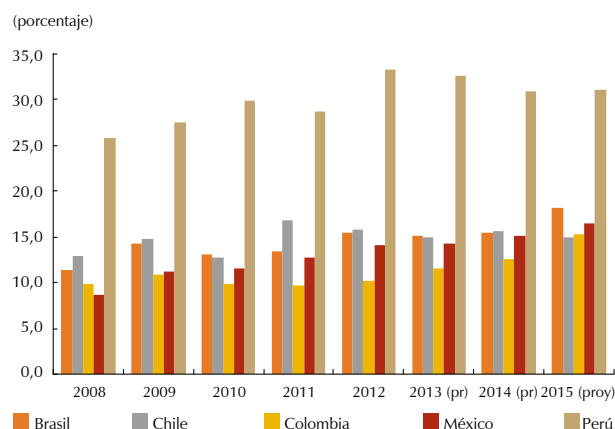
C. Reservas internacionales / (déficit de cuenta corriente + amortizaciones) del año siguiente



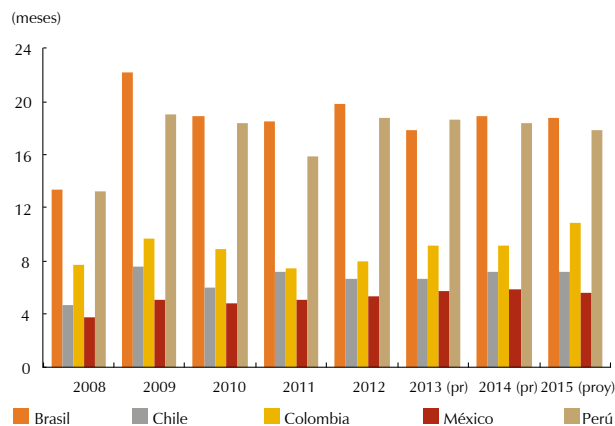
(pr): preliminar.
(proy): proyectado.
Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización a junio de 2015) y Banco de la República.

Gráfico 37

A. Reservas internacionales/PIB



B. Reservas internacionales como meses de importaciones de bienes



(pr): preliminar.
(proy): proyectado.
Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización a junio de 2015) y Banco de la República.

F. COMPORTAMIENTO DE LA ECONOMÍA REGIONAL DE COLOMBIA EN 2013-2014

1. Las economías departamentales en 2013

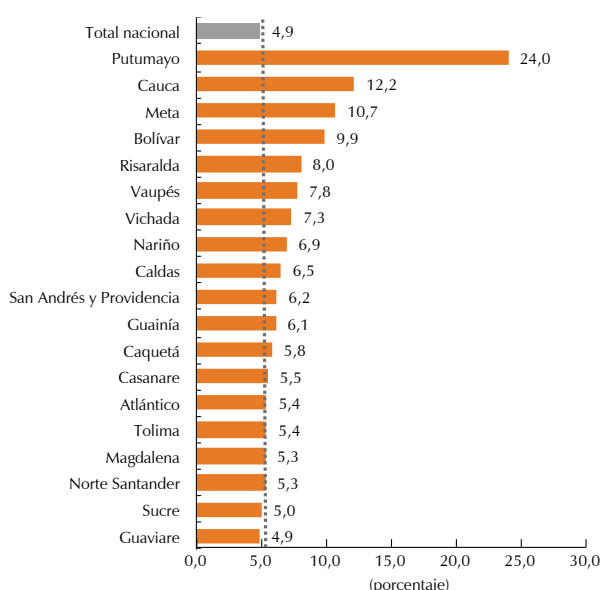
Los resultados del PIB por departamentos en 2013 muestran que la gran mayoría de los territorios tuvieron un buen desempeño en su producción. En efecto, 19 de las 33 entidades territoriales registraron una tasa de crecimiento mayor o igual al promedio del país. De los 14 territorios que se situaron por debajo de dicha tasa, siete de ellos presentaron un valor cercano a esta (Gráfico 38)

Putumayo fue el departamento de mayor crecimiento anual del PIB en 2013, con una tasa de 24%, cinco veces lo observado en el país (4,9%). Este comportamiento es el resultado del buen desempeño observado en el sector minero, el cual representó el 62,5% del producto departamental. En particular, se observó que la extracción de petróleo crudo y gas natural se incrementó en un 39,1% y le aportó 10,9 pp a la variación total. El PIB per cápita de este departamento pasó de ser 74% del total nacional en 2012 a 84% en 2013.

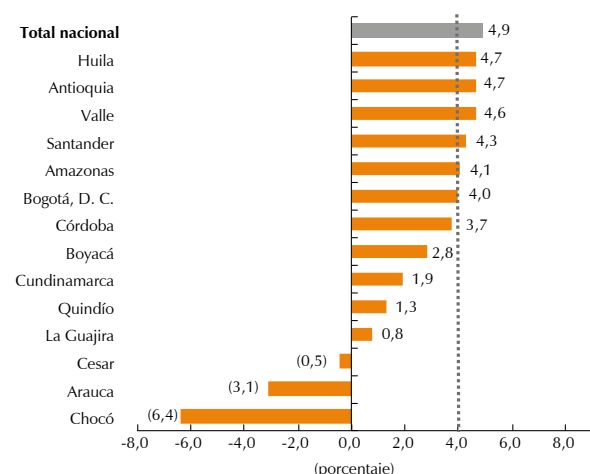
Otros departamentos con crecimiento importante fueron Cauca (12,2%), Meta (10,7%), Bolívar (9,9%) y Risaralda (8%). El comportamiento del Meta fue resultado de la producción de hidrocarburos, mientras que para los otros tres departamentos la construcción fue el sector más dinámico.

Gráfico 38
Tasas de crecimiento anual del PIB total departamental, 2013

A. Departamentos con crecimientos mayores al total nacional



B. Departamentos con crecimientos menores al total nacional

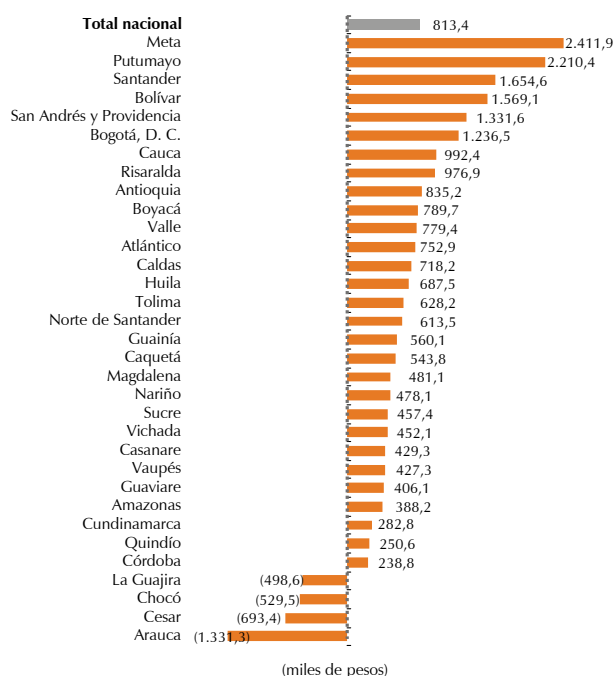


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En contraste, el departamento con menor crecimiento fue Chocó, que registró una caída del 6,4%. Esto se explicó, en gran parte, por el pobre desempeño del sector minero, en particular de la extracción de minerales metálicos, la cual cayó en un 30,7%. De esta manera, el departamento mantiene un PIB per cápita equivalente al 40% del promedio nacional.

Otros departamentos con menores crecimientos fueron: La Guajira (0,8%), Cesar (-0,5%) y Arauca (-3,1%). En

Gráfico 39
Variación del PIB per cápita de los departamentos entre 2012 y 2013



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

los dos primeros se registró una caída en la producción de carbón de 4,6% y 2,8%. En Arauca la explotación del petróleo descendió en 6,4%. El desempeño de los sectores distintos al minero fue muy variable: 1,1% en Cesar, 6,6% en La Guajira y -3,1% en Arauca.

Los mayores cambios positivos en el PIB per cápita entre 2012 y 2013 se observaron en Meta, Putumayo, Santander, Bolívar, San Andrés y Bogotá (Gráfico 39). En los dos primeros su economía depende en más del 60% del petróleo, mientras que los demás tienen una economía más diversificada.

Al comparar los departamentos con mayor crecimiento, con y sin minería, se observaron pocos cambios en esta clasificación de 2012 a 2013 (Mapa 1 y 2). En la estimación del PIB sin minería solo entraron Tolima y Norte de Santander entre los diez con mayor variación, mientras que Caldas y San Andrés y Providencia salieron.

El sector de la construcción cumplió un papel importante en la mayoría de departamentos durante 2013. Tanto el buen desempeño en obras civiles como en edificaciones aportaron al crecimiento departamental. De los 33 departamentos del país, 25 mostraron incrementos positivos en el sector, y 17 de ellos por encima del

Mapa 1
Diez departamentos con mayor crecimiento del PIB, entre 2012 y 2013



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

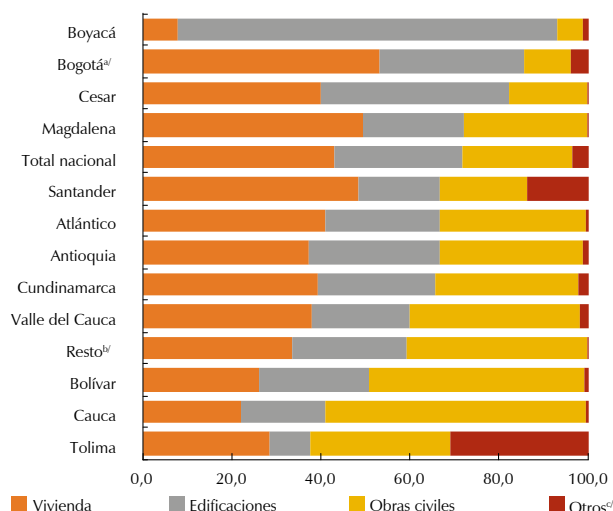
Mapa 2
Diez departamentos con mayor crecimiento del PIB sin minería, entre 2012 y 2013



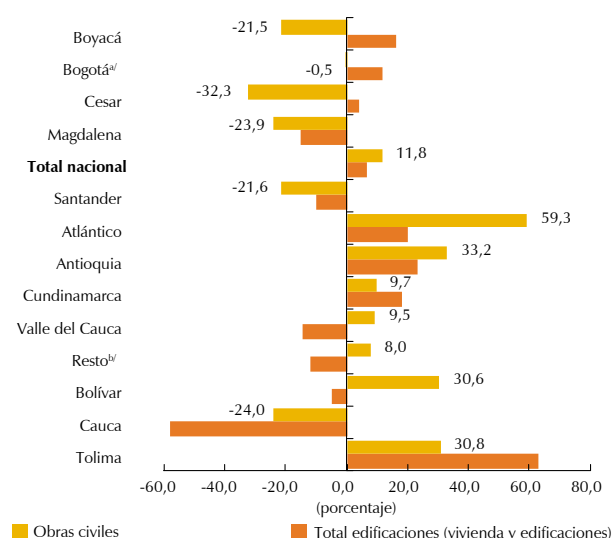
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 40
Producción de concreto premezclado según departamento de destino y uso, 2014

A. Participación porcentual, según uso



B. Crecimiento anual



Nota: concreto = mezcla de cemento, arena, grava, agua y aditivos.

a/ Incluye la producción de concreto con destino a Bogotá, Soacha, Funza, Chía y Mosquera.

b/ Reserva estadística. Aquí se encuentran agrupados los departamentos con menos de tres fuentes de información (Amazonas, Caldas, Caquetá, Casanare, Chocó, Córdoba, Guainía, Guaviare, Huila, La Guajira, Meta, Norte de Santander, Nariño, Putumayo, Quindío, Risaralda, San Andrés y Providencia, Sucre, Vaupés y Vichada).

c/ Incluye la producción de concreto para la cual no es posible identificar su destino o uso final como: mayoristas, intermediarios, comercializadores, distribuidores, transformadores (prefabricados), etc.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

promedio nacional del PIB de la construcción (11,6%). Los mayores crecimientos se presentaron en: Norte de Santander (59,2%), Cauca (47,6%) y Tolima (45,5%). Las principales caídas fueron en Casanare (-27,4%), Cesar (-16,4%), y Bogotá (-3,6%).

A pesar de los buenos resultados en 2013, se mantiene una alta concentración del producto en pocos territorios. Bogotá, Antioquia, Valle y Santander concentraron el 54,4% del valor agregado nacional, una situación que mostró muy poca variación con relación al año anterior. Adicionalmente, estas economías tuvieron el mayor aporte al crecimiento nacional (2,77 pp).

2. La construcción en las regiones en 2014

De acuerdo con los resultados para 2014 del PIB de Bogotá³⁹, la actividad constructora de la ciudad capital retomó la senda positiva de crecimiento, con una variación anual de 2,1%, gracias al incremento en construcción de edificaciones de 6,9% anual (superior al del año inmediatamente anterior). Este incremento en construcción logró compensar el pobre desempeño de las obras civiles, que cayó 6,4%, inferior a lo observado en 2013. En el primer rubro las cifras se explican en buena medida por el área no residencial, principalmente para uso comercial y oficinas. En el segundo caso, se debe al descenso sustancial en los pagos para la culminación del aeropuerto El Dorado, cuyos mayores gastos fueron generados en 2013.

En línea con los resultados del PIB de la construcción en Bogotá, la producción de concreto premezclado con destino a esta ciudad mostró una recuperación en edificaciones⁴⁰ (11,8%) y una caída en obras civiles (-0,5%), pero menor a la del año anterior.

Por departamentos (Gráfico 40), se identificó que más del 60% de la producción de concreto premezclado fue destinado a la construcción de edificaciones, aunque el mayor ritmo de crecimiento lo marcó aquel destinado a

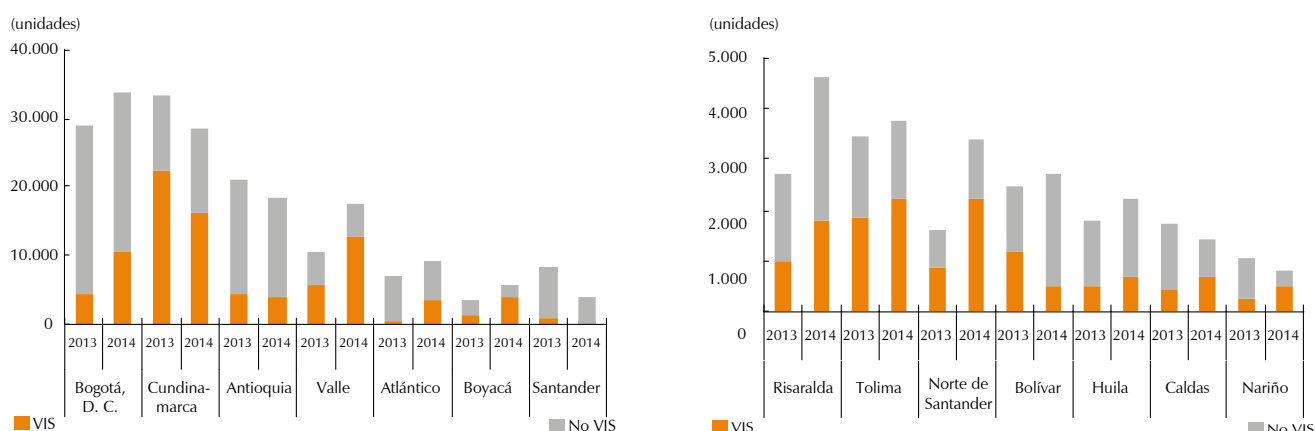
39 Publicado por el DANE el 29 de abril de 2015.

40 Incluye vivienda y edificaciones diferentes a vivienda.

obras civiles. En Atlántico, Antioquia, Tolima y Bolívar la producción para obras civiles aumentó por encima del 30%, lo que sugiere una mayor dinámica de este componente para el año 2014. Por su parte, el destino para edificaciones registró un amplio incremento en Tolima (63,0%), seguido de Antioquia (23,6%), Atlántico (20,1%), Cundinamarca (18,4%) y Boyacá (16,4%).

La construcción de vivienda continuó favorecida por las políticas públicas, debido a los incentivos del gobierno nacional en la adquisición de vivienda nueva. De acuerdo con cifras de Camacol, el número de construcciones nuevas iniciadas de vivienda de interés social⁴¹ (VIS) fue superior al número registrado en 2013 para la mayoría de departamentos analizados (Gráfico 41). Lo anterior se explicó por la implementación del Programa de Vivienda para Ahorradores (VIPA) en 2014, que beneficia a los hogares con ingresos entre uno y dos salarios mínimos mensuales y que cuentan con recursos de ahorros del 5% sobre el valor de la vivienda.

Gráfico 41
Iniciaciones de construcción de vivienda nueva por segmento
(iniciaciones por departamento)



Nota: la clasificación VIS incluye: vivienda de interés prioritario para ahorradores (VIPA), vivienda de interés prioritario (VIP) y demás vivienda de interés social diferente a las anteriores.
Fuente: Camacol; cálculos del Banco de la República.

En efecto, las iniciaciones de vivienda del segmento VIS fueron las de mayor contribución al crecimiento de este indicador en la mayoría de regiones. Fue destacable en Norte de Santander el aporte de este segmento, con más del 80% al crecimiento de las iniciaciones totales. Le siguieron Boyacá y Valle, cuyo aumento anual estuvo explicado en más del 60% por la vivienda VIS.

Además de los proyectos de vivienda mencionados, el desempeño del sector también se favoreció por el programa de las 100 Mil Viviendas Gratis⁴² del gobierno nacional, que tiene como población objetivo los hogares en situación de extrema

41 En este documento la vivienda de interés social agrupa: la vivienda de interés prioritario para ahorradores (VIPA), vivienda de interés prioritario (VIP) y demás vivienda de interés social diferente a las anteriores, cuyo precio no puede superar los 135 salarios mínimos legales mensuales vigentes (SMLMV). La vivienda No VIS es aquella con un valor superior a los 135 SMLMV.

42 Establecido mediante los decretos 1532 y 1921 de 2012, y reglamentados por el Departamento Administrativo para la Seguridad Social con la Resolución 010 de enero de 2013.

pobreza. A 2014 cerca del 90% de estas viviendas fueron asignadas en diferentes departamentos, de acuerdo con información del Viceministerio de Vivienda (Cuadro 10). Los departamentos de la región Caribe (Atlántico, Córdoba, Magdalena, Bolívar, Sucre, Cesar y La Guajira) concentraron el 40,0% del total de estas viviendas, y en general obtuvieron el mayor número en unidades por cada 100.000 habitantes. Otros departamentos con importante cubrimiento fueron Chocó, Norte de Santander, Risaralda y Vichada. En particular, Chocó y Vichada han sido identificados como los dos territorios con el mayor déficit de vivienda, de acuerdo con las cifras del DANE.

Cuadro 10
Programa de las 100 mil Viviendas Gratis, acumulado a 2014

Departamento	Unidades asignadas	Participación porcentual	Unidades por cada 100.000 habitantes	Déficit de vivienda ^{a/} en 2005 (porcentaje)
Atlántico	9.237	10,2	380	40,0
Valle del Cauca	7.208	8,0	158	22,6
Córdoba	6.070	6,7	360	78,2
Magdalena	5.553	6,2	445	66,1
Bogotá	5.381	6,0	69	19,2
Cundinamarca	5.041	5,6	191	35,8
Nariño	4.344	4,8	252	56,6
Norte de Santander	4.294	4,8	319	36,9
Bolívar	4.054	4,5	196	61,7
Santander	3.836	4,3	187	32,7
Sucre	3.755	4,2	445	65,1
Cesar	3.743	4,1	368	51,0
Risaralda	3.003	3,3	317	19,7
Antioquia	2.976	3,3	47	26,5
La Guajira	2.954	3,3	318	76,4
Cauca	2.854	3,2	209	56,7
Caldas	2.239	2,5	227	22,1
Tolima	2.105	2,3	150	36,4
Huila	2.036	2,3	179	39,8
Boyacá	2.022	2,2	159	40,6
Chocó	1.900	2,1	384	92,4
Meta	1.750	1,9	186	37,1
Caquetá	1.010	1,1	214	55,2
Putumayo	892	1,0	262	67,2
Arauca	732	0,8	282	50,6
Quindío	463	0,5	82	15,3
Amazonas	200	0,2	265	68,6
Vichada	200	0,2	285	92,4
Guaviare	182	0,2	166	86,0
Casanare	160	0,2	46	47,3
Total nacional	90.194	100	190	36,2

a/ Déficit de vivienda: se refiere a la razón de hogares en déficit sobre el total de hogares, por departamento.
Fuentes: Viceministerio de Vivienda y DANE; cálculos del Banco de la República.

Por su parte, en 2014 continuaron vigentes los programas de cobertura de tasa de interés, referidos como Fondo de Reserva para la Estabilización de Cartera Hipotecaria (Frech II y Frech III)⁴³. En el Frech II el 80,0% de los créditos desembolsados con este beneficio se concentraron en Bogotá, Cundinamarca, Antioquia y Valle del Cauca (Cuadro 11). En el Frech III, que cubre la vivienda con un rango de precios más alto, el 80% incluyó, además de estas regiones,

Cuadro 11
Número de créditos desembolsados a 2014 con subsidio a la tasa de interés: Frech II y Frech III

Departamento	Frech II ^{a/}		Frech III ^{b/}		Total		Número de créditos por cada 100.000 habitantes		
	VIP	VIS	Hasta 235 SMMLV	Hasta 335 SMMLV	Número de créditos	Participación porcentual	Frech II	Frech III	Total
Bogotá	496	6.179	2.665	4.764	14.104	24,9	86	96	181
Cundinamarca	2.186	7.676	735	700	11.297	20,0	374	54	428
Antioquia	708	1.572	2.701	2.706	7.687	13,6	36	85	121
Valle del Cauca	770	1.823	1.331	1.168	5.092	9,0	57	55	111
Santander	8	445	1.483	1.446	3.382	6,0	22	143	165
Risaralda	79	502	926	376	1.883	3,3	61	138	199
Atlántico	18	364	432	848	1.662	2,9	16	53	68
Tolima	12	663	369	287	1.331	2,4	48	47	95
Huila	43	280	411	456	1.190	2,1	28	76	104
Norte de Santander	7	334	483	356	1.180	2,1	25	62	88
Boyacá	18	354	392	384	1.148	2,0	29	61	90
Caldas	1	342	492	245	1.080	1,9	35	75	110
Cesar	17	359	390	177	943	1,7	37	56	93
Bolívar	2	307	239	301	849	1,5	15	26	41
Nariño	6	192	450	177	825	1,5	11	36	48
Meta	9	151	176	391	727	1,3	17	60	77
Cauca	45	165	255	190	655	1,2	15	33	48
Magdalena	13	121	216	209	559	1,0	11	34	45
Córdoba	1	105	123	222	451	0,8	6	20	27
Quindío	8	287	0	0	295	0,5	52	0	52
Casanare	0	83	0	0	83	0,1	24	0	24
Sucre	3	41	0	0	44	0,1	5	0	5
Guaviare	6	29	0	0	35	0,1	32	0	32
Caquetá	12	7	0	0	19	0,0	4	0	4
La Guajira	1	7	0	0	8	0,0	1	0	1
Chocó	0	1	0	0	1	0,0	0	0	0
Putumayo	0	1	0	0	1	0,0	0	0	0
Total nacional	4.469	22.390	14.269	15.403	56.531	100	57	63	120

a/ Ejecutado entre enero y noviembre de 2014.

b/ Ejecutado entre mayo de 2013 y noviembre de 2014.

Nota: en el Frech la cobertura se hace efectiva cuando se desembolsa el crédito hipotecario o cuando se suscribe el contrato de leasing habitacional (Decreto 1190 de 2012).

Fuentes: Camacol y DANE; cálculos del Banco de la República.

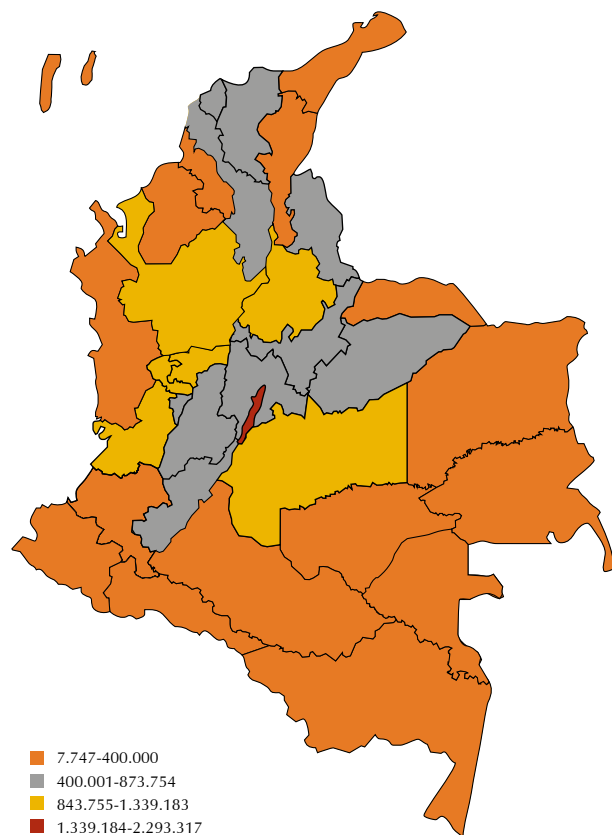
43 Frech II inició el 3 de julio de 2012 y otorga un beneficio de tasa de interés hasta del 5% (Decreto 1190 de 2012).
Frech III inició el 3 de mayo de 2013 y otorga un beneficio de tasa de interés hasta del 2,5% (Decreto 0701 de 2013).

a Santander, Risaralda y Atlántico. En términos per cápita, este grupo de departamentos en su mayoría fueron los que más utilizaron estos programas, con Cundinamarca a la cabeza.

Por otro lado, según el DANE, los mayores montos de la cartera hipotecaria per cápita en 2014 se concentraron en el centro del país, donde Bogotá casi triplicó al promedio nacional, que fue de COP 870.000 aproximadamente. Le siguieron Santander y Meta, con un 25% y 18% por encima del nacional. Por el contrario, el menor monto se presentó en los departamentos de la periferia: las cuantías más pequeñas se registraron en Vaupés y Chocó, que no alcanzaron el 10% del promedio (Mapa 3). En cuanto a su dinámica, se observó que el saldo de la cartera hipotecaria se desaceleró en la mayoría de departamentos. Bogotá, Antioquia y Valle, que representan el 64,4% de la cartera, crecieron por debajo del promedio nacional (13,1%).

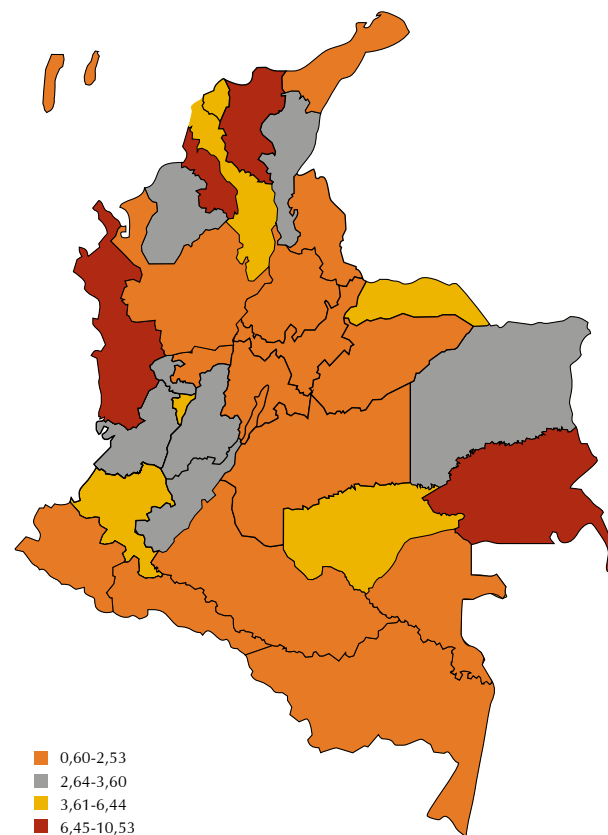
Bogotá y Santander, con los menores indicadores de cartera vencida, son las zonas más endeudadas per cápita, al igual que Antioquia (Mapa 4). Por su parte, los mayores porcentajes de cartera vencida lo reportaron los departamentos de Guainía, Chocó, Magdalena, San Andrés y Sucre, que superaron el promedio del país de (2,4%).

Mapa 3
Saldo de la cartera hipotecaria per cápita a diciembre de 2014 (pesos)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

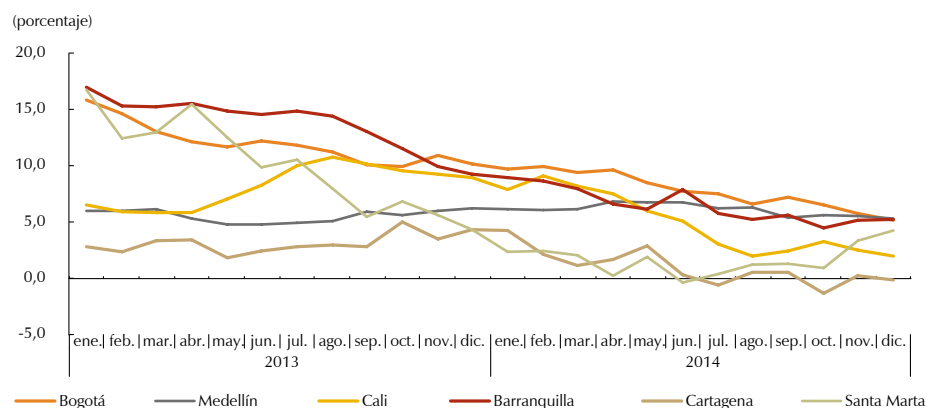
Mapa 4
Porcentaje cartera vencida a diciembre de 2014



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Igualmente, se observó un menor crecimiento de los precios de viviendas nuevas para Bogotá, Barranquilla y Cali, de acuerdo con el índice de precios de la vivienda nueva (IPVNBR), calculado por el Banco de la República a partir de la información de La Galería Inmobiliaria. La dinámica del último semestre de 2014 estuvo caracterizada por la estabilidad de los precios de la vivienda, salvo en Santa Marta, que mostró una tendencia al alza en los últimos meses, y en Cartagena, que en promedio no presentó variaciones (Gráfico 42).

Gráfico 42
Crecimiento anual del índice de precios de la vivienda nueva



Fuente: La Galería Inmobiliaria; cálculos del Banco de la República.

3. El mercado laboral en las regiones colombianas en 2014

En 2014 los indicadores laborales departamentales⁴⁴ tuvieron un comportamiento similar al del total nacional. La tasa de desempleo se redujo en la mayoría de regiones, excepto en Chocó, Cesar, Cundinamarca y Atlántico. Por su parte, la demanda laboral, medida con la tasa de ocupación (TO), se incrementó en 17 departamentos, y la oferta expresada en términos de la tasa global de participación (TGP) aumentó en 12 de los 24 incluidos en la muestra. En general, el desempleo cayó en las regiones en medio de una mayor oferta y demanda de mano de obra (Cuadro 12).

En 2014 el mayor descenso en la tasa de desempleo se observó para los departamentos de Quindío, Córdoba y Boyacá. En Quindío y Boyacá se incrementó tanto la TO como la TGP; en el primero se generaron 11.000 nuevos empleos y en Boyacá 35.000, comparados con 2013. A pesar de esto, Quindío continuó siendo el departamento con la mayor tasa de desempleo. Por ciudades, las capitales de Quindío y Boyacá no se vieron igualmente favorecidas por descensos en el desempleo, mientras la de Córdoba logró la tercera reducción más alta entre 23 ciudades y áreas metropolitanas, después de Quibdó y Popayán (Gráfico 43). Aun así, Quibdó tuvo una de las mayores tasas de desempleo (14,4%).

44 Cifras producidas por el DANE, de periodicidad anual para 24 departamentos.

Cuadro 12
Indicadores del mercado laboral, 2013-2014

Departamentos	Tasa global de participación (TGP)		TGP: cambio en puntos porcentuales	Tasa de ocupación (TO)		TO: cambio en puntos porcentuales	Tasa de desempleo (TD)		TD: cambio en puntos porcentuales
	2013	2014		2013	2014		2013	2014	
Quindío	62,7	63,6	0,9	52,8	55,0	2,1	15,8	13,5	(2,2)
Córdoba	60,1	59,7	(0,4)	54,9	55,6	0,7	8,6	6,8	(1,8)
Boyacá	58,3	60,8	2,4	53,2	56,3	3,1	8,9	7,5	(1,5)
Valle del Cauca	66,0	65,7	(0,3)	57,5	58,0	0,5	12,9	11,7	(1,2)
Sucre	59,1	59,3	0,2	53,6	54,3	0,8	9,4	8,4	(1,0)
La Guajira	68,8	67,2	(1,5)	63,9	63,1	(0,8)	7,1	6,1	(0,9)
Bolívar	59,2	59,1	(0,2)	54,9	55,3	0,4	7,3	6,4	(0,9)
Norte de Santander	61,6	59,6	(2,0)	53,6	52,3	(1,3)	13,0	12,2	(0,8)
Magdalena	55,8	56,6	0,8	51,4	52,6	1,2	7,9	7,1	(0,8)
Santander	69,2	68,9	(0,3)	64,2	64,4	0,3	7,3	6,5	(0,8)
Caquetá	51,0	53,6	2,6	46,8	49,5	2,7	8,2	7,6	(0,6)
Huila	64,0	61,1	(2,9)	58,5	56,2	(2,3)	8,6	8,1	(0,6)
Nariño	67,6	67,6	(0,0)	60,1	60,5	0,3	11,0	10,5	(0,5)
Risaralda	60,9	62,3	1,4	53,1	54,6	1,5	12,8	12,3	(0,5)
Caldas	53,4	54,3	0,9	48,4	49,5	1,1	9,2	8,8	(0,4)
Cauca	56,7	58,5	1,7	50,4	52,1	1,8	11,3	10,8	(0,4)
Bogotá, D. C.	71,9	72,5	0,5	65,5	66,2	0,7	9,0	8,7	(0,3)
Antioquia	63,9	63,5	(0,5)	57,7	57,5	(0,2)	9,7	9,4	(0,3)
Meta	61,1	61,4	0,3	54,8	55,1	0,3	10,4	10,3	(0,0)
Tolima	67,2	66,8	(0,4)	90,3	90,3	(0,0)	9,7	9,7	0,0
Atlántico	60,1	60,9	0,7	55,6	56,3	0,6	7,5	7,6	0,1
Cundinamarca	69,1	71,5	2,4	63,3	65,5	2,1	8,3	8,4	0,1
Cesar	55,9	55,4	(0,5)	51,3	50,2	(1,1)	8,3	9,3	1,0
Chocó	51,7	44,9	(6,8)	45,9	39,3	(6,6)	11,2	12,4	1,2
Colombia	64,3	64,5	0,1	58,1	58,6	0,5	9,6	9,1	(0,5)

TGP: población económicamente activa/población en edad de trabajar x 100

TO: ocupados/población en edad de trabajar x 100

TD: desempleados/población económicamente activa x 100

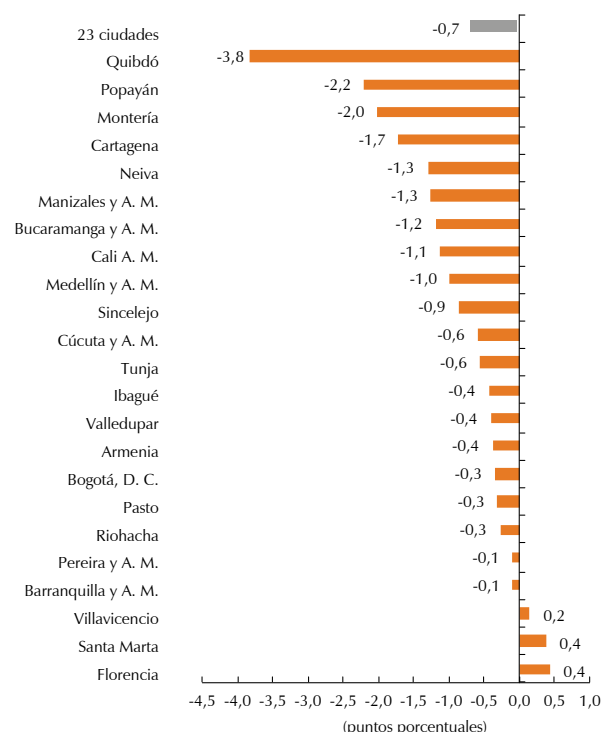
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por otro lado, los departamentos que presentaron los mayores incrementos en la tasa de desempleo fueron Chocó y Cesar. En el caso de Chocó, a pesar de que su capital obtuvo la mayor reducción de TD entre las ciudades, su tasa de desempleo fue la segunda más alta del país, y estuvo asociada con una caída en 21.000 ocupados⁴⁵. Por su lado, en Cesar se redujo en cerca de 1.000 el número de puestos de trabajo que no fueron compensados por la menor oferta laboral en dicho departamento.

El 67,7% de los 473.000 nuevos empleos generados en el país en 2014 estuvieron ubicados en cinco departamentos (Antioquia, Atlántico, Boyacá, Cundinamarca y Valle)

45 Atribuible a la menor dinámica de la producción de oro.

Gráfico 43
Cambio en puntos porcentuales en la tasa de desempleo por ciudades en 2014



A. M.: área metropolitana.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

y en Bogotá, lo cual está asociado con la concentración que tiene la actividad económica en el país⁴⁶.

La tendencia positiva en la generación de empleo estuvo acompañada de una reducción en la tasa de subempleo, indicador que mide la inconformidad de los trabajadores al expresar sus deseos de mejorar sus ingresos, aumentar el número de horas trabajadas o tener una labor más adecuada a sus competencias. A pesar de ser la más baja en los últimos cinco años, la tasa de subempleo superó en algunos departamentos el 50% del total de ocupados, como en el caso de Cauca, Huila y Sucre, aunque con una reducción en los dos últimos territorios.

El DANE calcula dos tipos de subempleos: 1) el objetivo, que comprende los que tienen el deseo y han hecho gestión para materializar su aspiración y están disponibles a efectuar el cambio, y 2) el subjetivo, que se refiere a los que simplemente reportan la insatisfacción, pero no han realizado alguna gestión. El subempleo subjetivo fue mayor que el objetivo (Gráfico 44, panel A). En diez departamentos se presentaron tasas de subempleo objetivo por encima de la media nacional en 2014, dentro de las cuales los cinco mayores fueron Cauca, Quindío, Cundinamarca, Nariño y Valle. En

cuanto al subempleo total, en la mayoría de departamentos se redujeron las tasas, con la mayor disminución para Chocó (Gráfico 44, panel B). El ingreso inadecuado fue la mayor inconformidad de los trabajadores, según cifras del DANE.

Por otro lado, el DANE mide la calidad del empleo con el empleo formal e informal para 23 ciudades capitales de departamentos. En 2014 se destacaron los aumentos en formalidad en Florencia, Armenia, Valledupar y Neiva, con cifras que duplicaron el crecimiento del promedio nacional (5,2%).

El número de empleos informales creció 1,2% en promedio para las 23 ciudades. Los mayores incrementos se registraron en Popayán, Tunja y Florencia, mientras que los descensos más grandes se presentaron en Cúcuta, Ibagué, Neiva, Sincelejo, Medellín y Barranquilla.

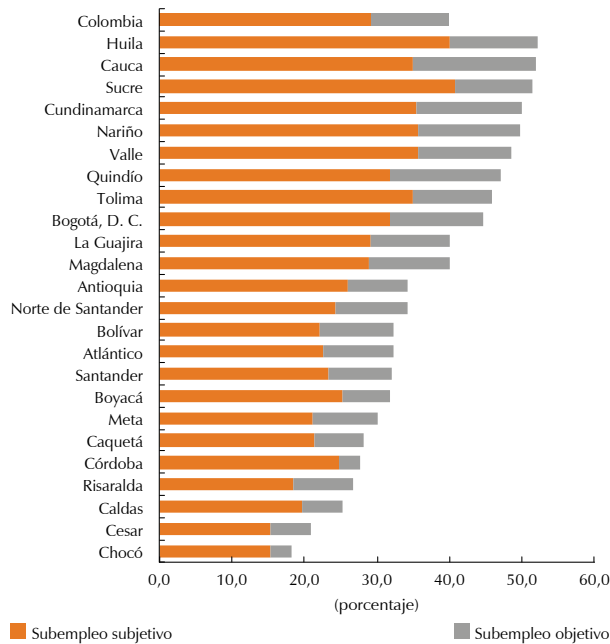
Al comparar las variaciones de los ocupados formales con los informales en 2014, en términos generales se observó que el primero creció en mayor proporción que el empleo informal (Gráfico 45, panel A). A pesar de la tendencia positiva, 17 ciudades tuvieron una proporción de informales superior al promedio de

46 En 2013 los seis territorios aportaron el 58,6% del PIB.

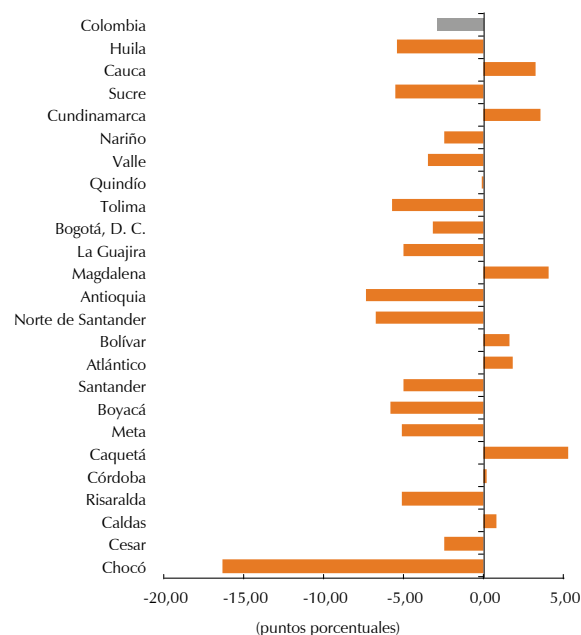
las 23 áreas, mientras que fue inferior al promedio para seis ciudades: Bogotá, Medellín, Cali, Manizales, Pereira y Tunja (Gráfico 45, panel B).

Gráfico 44
Tasa de subempleo y cambio en puntos porcentuales por departamento en 2014

A. Tasas de subempleo objetivo y subjetivo



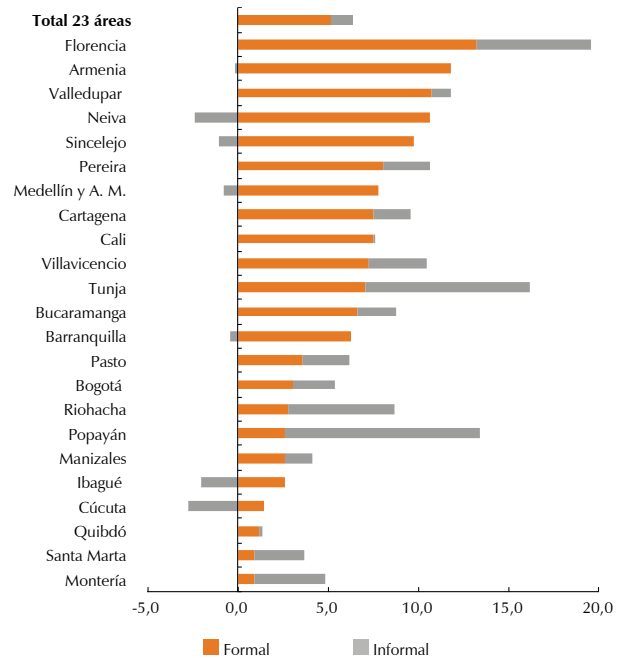
B. Cambios en la tasa de subempleo total



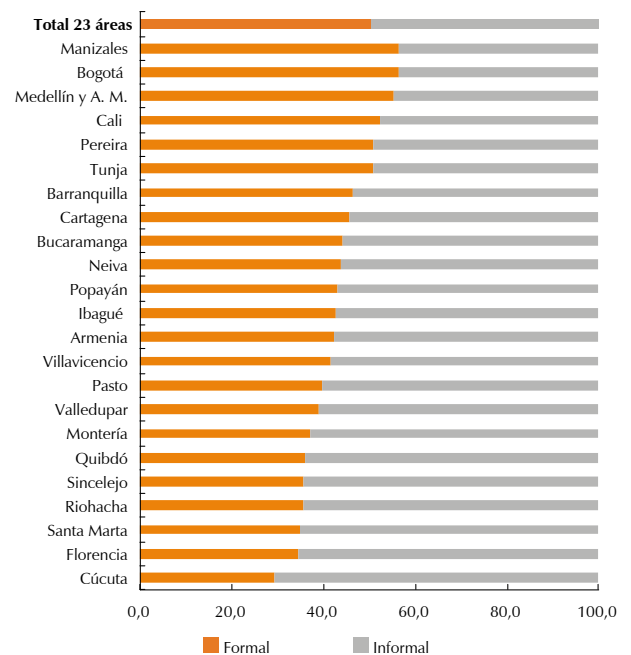
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 45
Empleo formal e informal para 23 ciudades en 2014

A. Tasa de crecimiento del empleo formal e informal por ciudad



B. Participación del empleo formal e informal por ciudad



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Recuadro 1

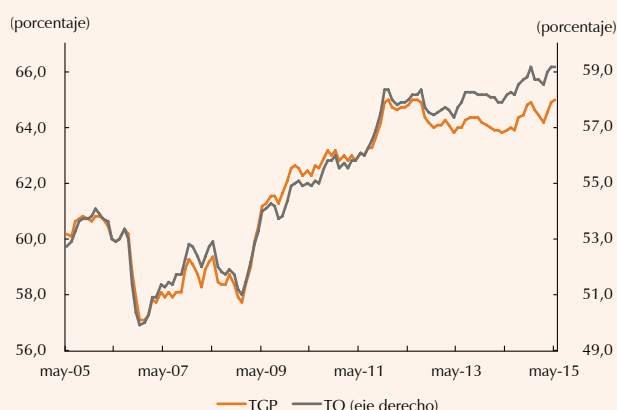
TENDENCIAS DE MEDIANO PLAZO DEL MERCADO LABORAL COLOMBIANO

Los últimos años han traído mejoras importantes al mercado laboral colombiano¹. Estos avances se reflejan, principalmente en el descenso sostenido de la tasa de desempleo (TD) (Gráfico 13).

Es posible interpretar el comportamiento de la TD analizando la dinámica de sus componentes, pues esta se define como la razón entre el número de desocupados y el de participantes en el mercado de trabajo. Entendida así, la TD observada es el resultado de la interacción entre la demanda y la oferta.

En los últimos siete años se han presentado incrementos importantes de la oferta laboral, como lo refleja la tasa global de participación (TGP)². Sin embargo, el aumento de la tasa de ocupación (TO)³ indica que el crecimiento de la demanda ha sido mayor, razón por la cual la TD ha descendido (Gráfico R1.1).

Gráfico R1.1
Tasa global de participación y tasa de ocupación
(desestacionalizadas, total nacional)



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

- 1 Para un análisis más detallado del comportamiento reciente del mercado laboral, véase la sección B del capítulo II de este informe.
- 2 La TGP se define como la relación porcentual entre la población económicamente activa (PEA) y la población en edad de trabajar (PET). La PET está constituida por las personas de 12 años y más en las zonas urbanas y 10 años y más en las zonas rurales. La PEA comprende a aquellos dentro de la PET que trabajan o están buscando empleo.
- 3 Es la relación porcentual entre la población ocupada y el número de personas que integran la PET. Son ocupados aquellos que en la semana de la encuesta trabajaron por lo menos una hora remunerada, los que no trabajaron, pero tenían un trabajo, y los trabajadores familiares sin remuneración.

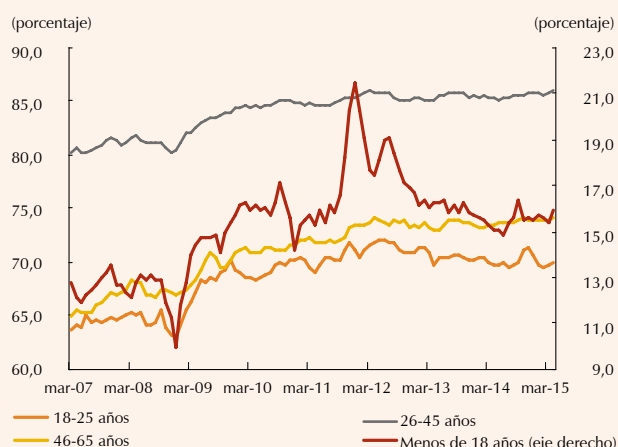
Dinámica del mercado laboral por grupos poblacionales

Analizar la evolución del mercado laboral por grupos poblacionales permite identificar los tipos de empleo que explican la caída observada de la TD. Con este análisis también es posible construir hipótesis sobre la función de este mercado en el contexto macroeconómico.

Cuando se descompone el incremento de la TGP, se resalta el comportamiento de dos grupos. El primero de ellos es el de las personas menores de 18 años, que han venido mostrando una tendencia a una menor participación desde 2012 (Gráfico R1.2). El segundo es el de las personas con educación superior, cuya PEA ha mostrado incrementos importantes desde 2009 (Gráfico R1.3).

Por otro lado, el incremento del empleo se explica, principalmente, por el desempeño de los trabajadores asalariados y los formales⁴, lo cual indica avances en materia

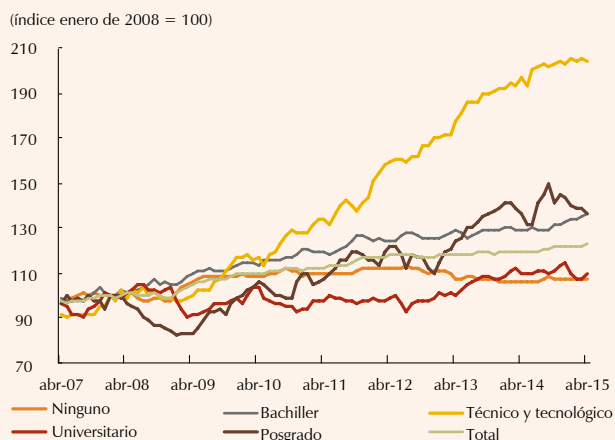
Gráfico R1.2
Tasa de participación por grupos de edad
(total nacional, trimestre móvil desestacionalizado)



Nota: las tasas de participación presentadas en este gráfico corresponden a la razón entre el número de personas participantes en el mercado laboral de cada grupo de edad y el número respectivo de cada grupo dentro de la PET.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

- 4 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 DANE-Organización Internacional del Trabajo).

Gráfico R1.3
Población económicamente activa por último título alcanzado
(total nacional, trimestre móvil desestacionalizado)



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

de calidad⁵. Tanto el empleo formal, como el asalariado, muestran una tendencia ascendente desde 2010 (Gráfico R1.4).

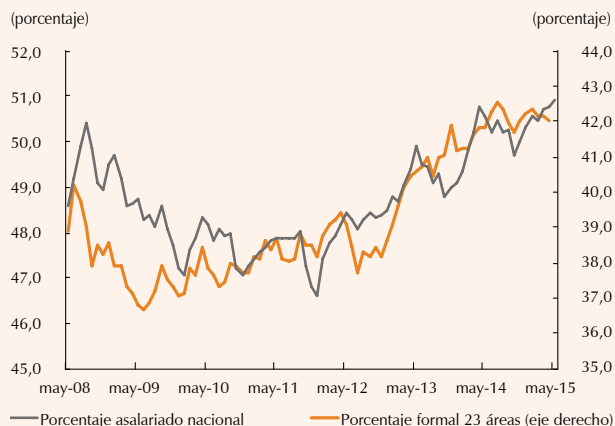
La ocupación de todos los grupos de edad aumentó, con la notable excepción de los menores de 18 años (Gráfico R1.5). Analizando por nivel educativo, es notable el importante incremento de los trabajadores con educación superior, liderados por aquellos con educación técnica y tecnológica (Gráfico R1.6).

Al analizar la caída de la TD por nivel educativo, sobresale el hecho de que esta ha sido más fuerte para las personas sin educación superior que para las que la tienen (Gráfico R1.7). Lo anterior se debe a que el incremento de la demanda por sus servicios fue mayor, en términos relativos, frente a su oferta.

Como resultado, desde 2008 los salarios de los trabajadores sin educación superior aumentaron en términos reales, mientras que los de los trabajadores con educación superior han disminuido (Gráfico R1.8).

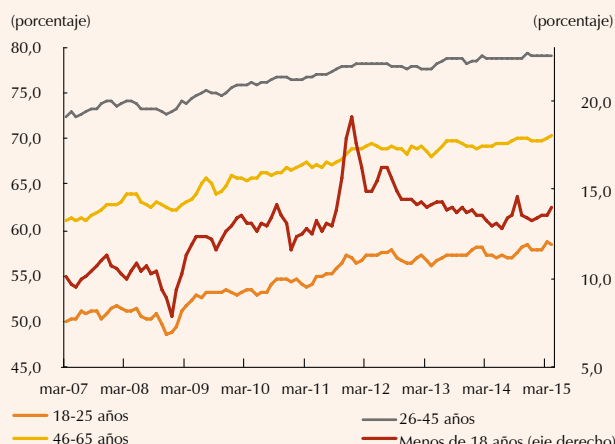
El cambio de la composición de la fuerza laboral hacia una mayor proporción calificada, el exceso de oferta de los calificados y el mayor salario de los no calificados contribuyeron a reducir la desigualdad, medida por el coeficiente de Gini (Gráfico R1.9).

Gráfico R1.4
Formalidad y empleo asalariado



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

Gráfico R1.5
Tasa de ocupación por grupos de edad
(total nacional, trimestre móvil desestacionalizado)



Nota: las tasas de ocupación presentadas en este gráfico corresponden a la razón entre el número de ocupados en cada grupo de edad y el número de personas respectivo de cada grupo dentro de la PET.

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

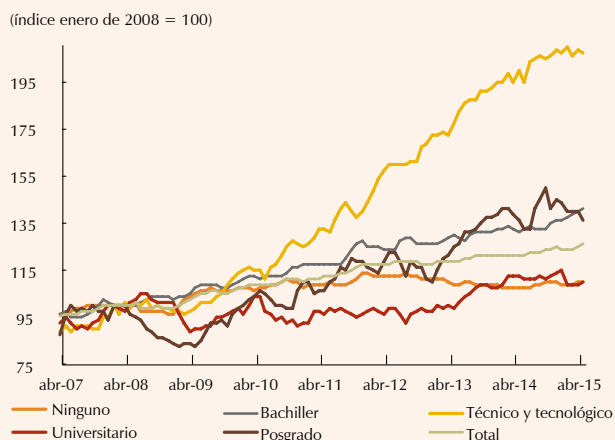
Lo anterior se debe a que el comportamiento positivo de los salarios reales de los no calificados favoreció a los más pobres, más aun teniendo en cuenta que la mayoría de los puestos de trabajo generados fueron asalariados y formales. Adicionalmente, la mayor estabilidad laboral de este tipo de trabajos pudo haber permitido la salida del grupo de menores de 18 años del mercado laboral hacia el grupo de los estudiantes.

Varios factores pueden explicar el incremento de la demanda por los trabajadores no calificados.

El primero de ellos es los altos precios de los productos minero-energéticos que se observaron durante la última década. De acuerdo con la teoría económica, un mayor precio de estos bienes puede provocar un incremento por la demanda

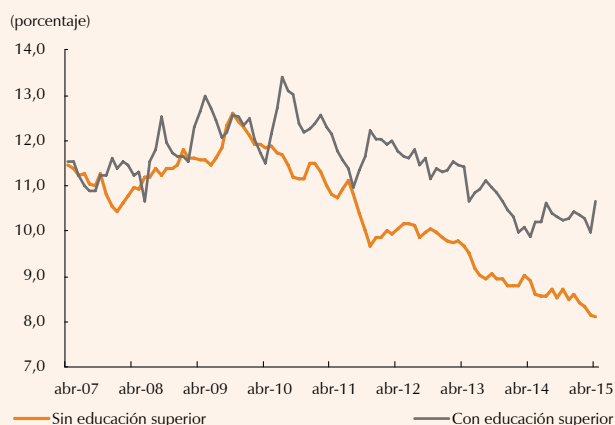
5 Los crecimientos en la formalidad y el empleo asalariado sugieren avances en la calidad del empleo, pues están asociados con una mayor estabilidad laboral, remuneraciones más altas y un acceso más fácil al crédito, lo que a su vez incrementa los niveles de confianza y consumo de los hogares.

Gráfico R1.6
Población ocupada por último título alcanzado
(total nacional, trimestre móvil desestacionalizado)



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

Gráfico R1.7
Tasa de desempleo por nivel educativo
(nacional, trimestre móvil desestacionalizado)



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

de bienes no transables y servicios en un país exportador. Esto se debe a que un incremento en el ingreso nacional puede impulsar la demanda por servicios y por bienes no transables⁶. Así, como resultado de los mayores precios, se observaría una mayor ocupación en el sector minero y en los sectores no transables. Al ser el segundo intensivo en mano de obra, el efecto sobre el empleo se percibe principalmente sobre la porción no transable.

Dos hechos favorecen esta hipótesis. El primero es que el desempleo que más ha caído es el de los no calificados, que

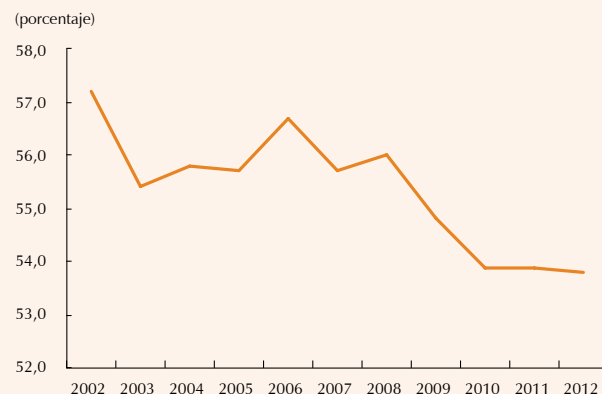
6 Dornbusch, R. (1988), "Purchasing Power Parity", *The New Palgrave Dictionary of Economics*, McMillan.

Gráfico R1.8
Salario real^{a/} mediano por hora por nivel educativo
(trimestre móvil desestacionalizado)



a/ Se utilizó el índice de precios implícitos como deflactor.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico R1.9
Coeficiente de Gini
(total nacional)



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

son demandados por los sectores no transables. El segundo es que la mayor parte del crecimiento del empleo se generó en estos sectores. Entre mayo de 2008 y de 2015 las ramas de actividad económica que generaron el mayor número de empleos fueron el comercio, los servicios, la construcción, las actividades inmobiliarias y el transporte, aportando, respectivamente, 1.433.000, 893.000, 562.000, 484.000 y 439.000 puestos de trabajo.

Por otro lado, la reforma tributaria (Ley 1607 de 2012)⁷ y la Ley del Primer Empleo de 2011 pueden haber impulsado

7 Esta ley implementó una reducción en los impuestos a la nómina a cargo del empleador del 29,5% al 16% del salario, para todos los trabajadores con ingresos menores a diez salarios mínimos.

la demanda y la formalización del empleo no calificado de este tipo de trabajadores.

El contexto macroeconómico actual y sus perspectivas hacia futuro sugieren que las tendencias favorables descritas en este recuadro continuarán a un menor ritmo, e inclusive podrían revertirse. Es difícil determinar las posibles trayectorias futuras de las variables descritas, debido a la incertidumbre inherente en los pronósticos y a las limitaciones de la literatura relevante. No obstante, es muy probable que el mercado laboral sea menos dinámico en el futuro.

Recuadro 2

EVOLUCIÓN DE LA CUENTA CORRIENTE (2000-2014)

La cuenta corriente (CC) se define como la diferencia entre el ahorro bruto nacional y la inversión que se realiza durante un período determinado. Cuando el ahorro nacional es menor que la inversión, se genera un déficit en la CC que se financia con recursos externos. Estos últimos pueden provenir de flujos de capital por concepto de inversiones directas, inversiones de portafolio, deuda o liquidación de activos externos.

Por otra parte, la CC se puede definir, igualmente, como la diferencia entre el ingreso nacional de un país y su demanda interna. Déficits en la CC reflejan que la demanda interna del país excede su ingreso, donde el resto del mundo financia ese faltante. De esta forma, déficits persistentes en la CC generan una reducción del saldo de los activos externos o un aumento de las obligaciones con acreedores internacionales. Esta dinámica se traduce en un deterioro de la posición de un país en términos de inversión internacional.

Según las distintas metodologías de desagregación de la CC, en 2014 la ampliación del déficit está relacionada con el incremento en la tasa de inversión privada y en menor medida por el mayor gasto público. Esto se reflejó en un crecimiento de la demanda interna mayor que el aumento del PIB. Sectorialmente, la reducción de los precios de los principales bienes básicos exportados por el país redujo el superávit en la CC del grupo minero-petrolero, mientras que el resto de grupos continuó registrando elevados déficits corrientes.

Dada la importancia de la evolución de la CC para la sostenibilidad del sector externo del país, en este documento se explica su comportamiento desde tres perspectivas diferentes. La primera utiliza los datos de la balanza de pagos con el fin de determinar los sectores económicos generadores del déficit en la CC. La segunda analiza la CC desde el punto de vista del ahorro y la inversión (pública y privada) de las cuentas nacionales. Por último, se realiza una aproximación a la CC como la diferencia entre el ingreso nacional y la absorción (demanda interna) y se examinan varios factores que han explicado la dinámica de esta variable en los últimos años.

Cuenta corriente sectorial según la balanza de pagos (BP)

La CC ha registrado un saldo negativo persistente desde principios de la década pasada, con una tendencia creciente en los últimos años. Este déficit se mantuvo relativamente estable alrededor del 1% del PIB hasta 2005, posteriormente comenzó a incrementarse, y en el período 2006-2013 fue cercano al 2,7% del PIB. El dato observado de 2014 y la

proyección para 2015 ubican este indicador por encima del 5% del PIB.

Al dividir la CC¹ en los sectores público², minero-petrolero y “resto de la economía”³, se observa un comportamiento dispar (gráficos R2.1 y R2.2).

La primera mitad de la década pasada se caracterizó por un déficit relativamente estable del grupo “resto de la economía” y del sector público, que fue parcialmente compensado por el superávit del sector minero y petrolero (gráficos R2.1 y R2.2). En la segunda mitad de los años dos mil, el incremento del déficit total respondió, principalmente, al aumento del saldo negativo de la CC del grupo resto de la economía. De hecho, este último pasó de -5% del PIB en 2006 a -9,1% en 2013. En el mismo período este resultado fue parcialmente compensado con el aumento del superávit minero de 4,1% a 6,6% del PIB y la reducción del déficit del sector público de -0,9% a -0,8% del PIB. En 2014 el significativo aumento del déficit corriente total estuvo asociado con el mayor saldo negativo del grupo resto de la economía y con la reducción del superávit del sector minero-petrolero (gráficos R2.1 y R2.2).

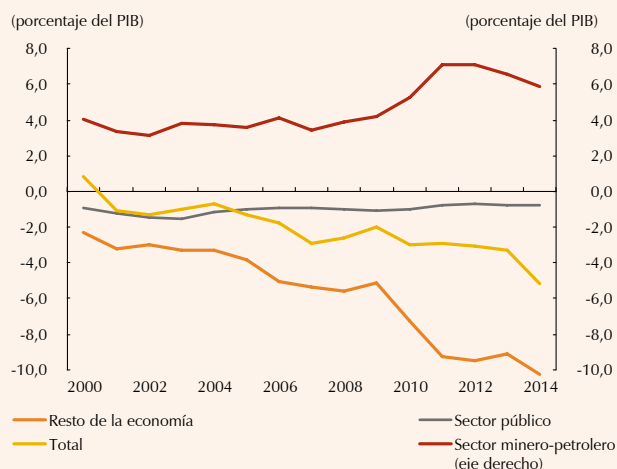
Dentro del grupo resto de la economía, el aumento de su déficit en los últimos años obedeció, fundamentalmente, al mayor saldo negativo en la balanza comercial de bienes y servicios, sumado a la reducción de los ingresos netos por transferencias y otras operaciones corrientes como porcentaje del PIB, en especial las remesas de trabajadores. Los pagos netos de renta factorial se mantuvieron relativamente

1 Esta desagregación de la CC se realiza desde el punto de vista del sector que realiza directamente las transacciones corrientes con los agentes externos.

2 Incluye las transacciones corrientes (comercio exterior, renta factorial y transferencias) realizadas por entidades de administración pública (ministerios, fuerzas militares, municipios, entre otros) y empresas públicas (no incluye Ecopetrol, Reficar ni la Federación de Cafeteros). Dentro de la renta factorial se incluye el pago por intereses asociados con títulos de deuda y préstamos (sin Ecopetrol ni Reficar) y las utilidades recibidas por las inversiones financieras realizadas en el exterior incluyendo la de los activos de reserva.

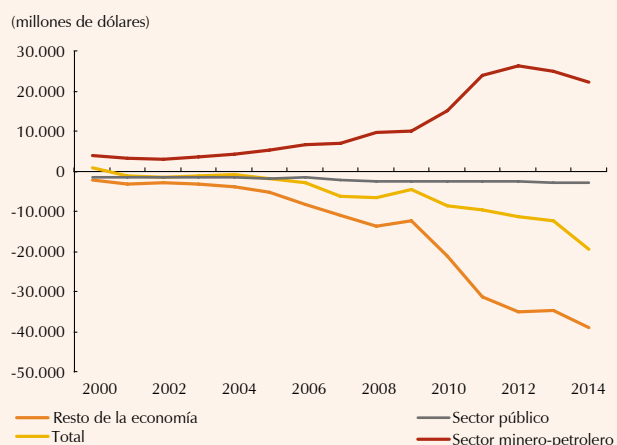
3 Incluye las transacciones corrientes de los sectores manufacturero, comercio, transporte y comunicaciones, establecimientos financieros, sector agropecuario, otros sectores y transferencias corrientes netas. Para mayor detalle de la metodología véase López y Garavito (2013). “Evolución sectorial de la cuenta corriente de Colombia y su financiación”, *Reportes del Emisor*, núm. 166, Banco de la República.

Gráfico R2.1
Cuenta corriente por sectores, según balanza de pagos, porcentaje del PIB



Fuente: Banco de la República.

Gráfico R2.2
Cuenta corriente por sectores, según balanza de pagos, millones de dólares

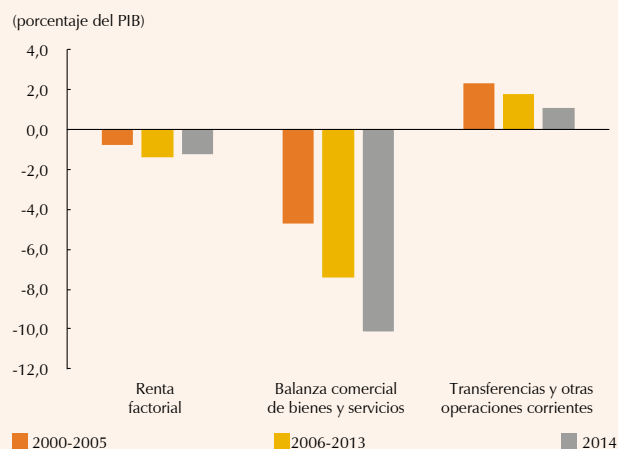


Fuente: Banco de la República.

estables en relación con el PIB en los últimos diez años (Gráfico R2.3).

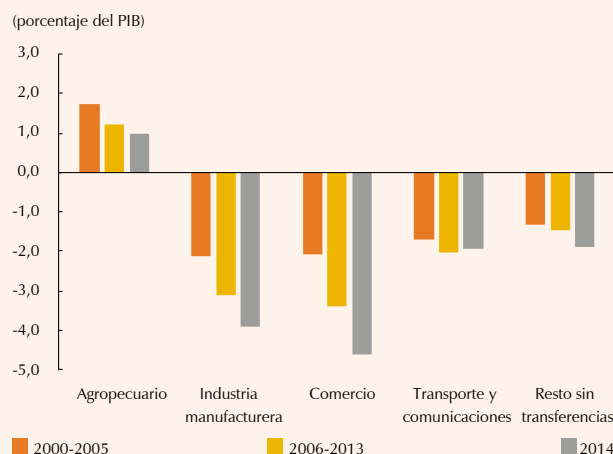
Por actividades económicas, el creciente saldo negativo en la CC del grupo “resto de la economía” estuvo asociado con el mayor déficit corriente, y especialmente, en la balanza comercial de bienes y servicios de los sectores industrial y de comercio⁴, sumado al menor superávit del sector agropecuario (Gráfico R2.4). Esto respondió al crecimiento significativo de las importaciones, vinculadas al incremento de la formación bruta de capital en maquinaria y equipo y equipo

Gráfico R2.3
Componentes de la cuenta corriente del grupo resto de la economía



Fuente: Banco de la República.

Gráfico R2.4
Cuenta corriente por actividades económicas del grupo resto de la economía



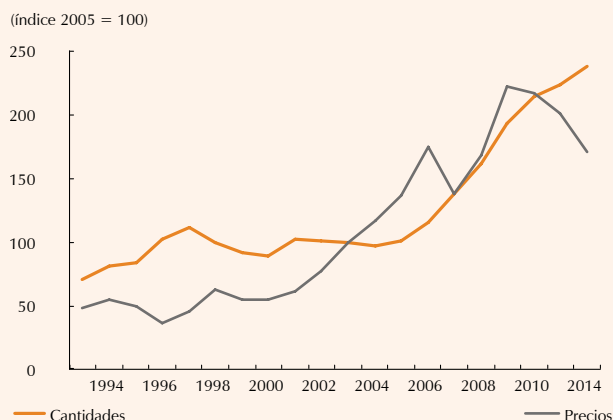
Fuente: Banco de la República.

de transporte, así como al mayor uso de insumos y bienes de consumo importados.

La dinámica del superávit corriente del sector minero-petrolero obedeció al comportamiento de la cotización internacional y a las cantidades de los *commodities* exportados. Esto ha determinado los ingresos externos por exportaciones y los egresos relacionados con las utilidades de las empresas extranjeras dedicadas a la extracción de dichos recursos naturales en el territorio nacional. El superávit de este sector se afectó por la reducción de los precios de exportación de los productos mineros desde 2012, pero en mayor medida desde 2014 debido a la fuerte disminución de la cotización internacional del crudo (Gráfico R2.5).

4 Los cálculos presentados se realizan desde el punto de vista de los sectores que realizan las operaciones con el exterior. Por ejemplo, parte de las importaciones del sector comercio afectan su déficit corriente, pero se destinan a otros sectores, como el industrial, el agrícola y el consumo de los hogares.

Gráfico R2.5
Índice de precios y cantidades de las exportaciones mineras y petroleras



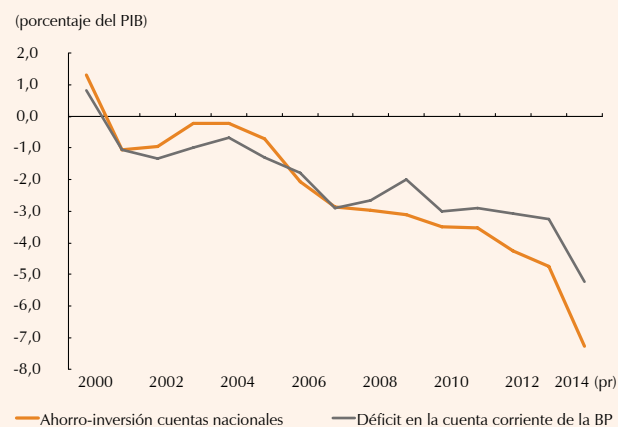
Fuente: Banco de la República.

La CC y el balance ahorro e inversión según las cuentas nacionales (CN)

El uso de las estadísticas de las CN para el cálculo de la CC permite caracterizarla de acuerdo con el comportamiento del ahorro y la inversión total. Adicionalmente, facilita la desagregación de la CC entre el sector público⁵ y el privado. Esta medición difiere de la CC de la BP, debido a aspectos metodológicos y de cobertura de las fuentes de información⁶. No obstante, la dinámica histórica de ambas mediciones está altamente correlacionada (Gráfico R2.6).

Según las CN, el déficit corriente se mantuvo relativamente estable, cerca al -1% del PIB en la primera mitad de la década pasada. Posteriormente, registró un crecimiento continuo, pese a la mejora significativa de los términos de intercambio. Este mayor déficit obedeció a que la tasa de inversión registró incrementos superiores a los del ahorro. Según el DANE, la formación bruta de capital estuvo jalonada tanto por maquinaria y equipo, y equipo de transporte, como por la construcción de obras civiles y edificaciones. En 2014, año en el cual el déficit corriente se incrementó de manera significativa, la tasa de inversión alcanzó 26% del PIB, cifra superior en 6 pp al promedio observado desde 1970. Por

Gráfico R2.6
Déficit en la cuenta corriente, según la balanza de pagos y las cuentas nacionales



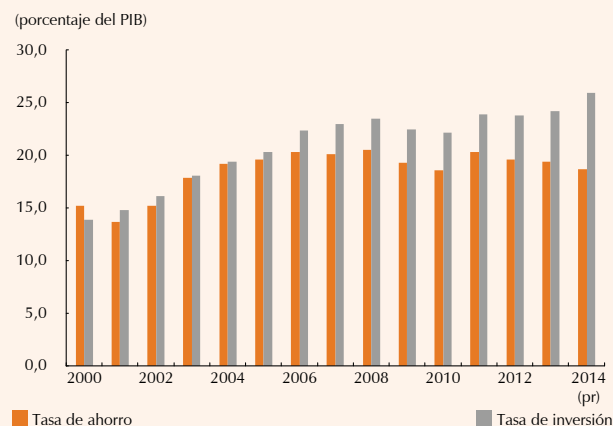
(pr): preliminar.

Fuente: DANE; cálculos Banco de la República.

otra parte, la tasa de ahorro de 2014 (18,7%) fue similar al promedio desde 1970⁷ (18,5%) (Gráfico R2.7).

Por sectores, la primera mitad de la década pasada se caracterizó por el desbalance entre el ahorro y la inversión pública, que fue atenuado por el superávit de las empresas y los

Gráfico R2.7
Tasas de ahorro e inversión



(pr): preliminar.

Fuente: DANE; cálculos Banco de la República.

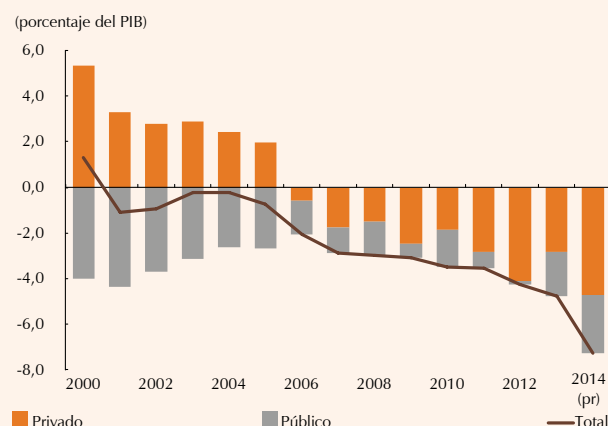
5 En esta sección el sector público corresponde al gobierno general, el cual, según el manual de las CN base 2005 del DANE, está compuesto por el gobierno central, los gobiernos locales y los fondos de seguridad social. No incluye sociedades ni cuasi-sociedades financieras y no financieras públicas.

6 Por ejemplo, las CN incluyen las transferencias entre hogares por contrabando y cultivos ilícitos, mientras que en la BP no; además, existen diferencias en fuentes en algunos rubros.

7 Las series históricas de ahorro, inversión e ingreso son producto de un empalme no oficial realizado por el equipo técnico del Banco de la República. Se utiliza la información de cuentas nacionales anuales publicadas por el DANE en diferentes bases y se empalman teniendo en cuenta la proporción con respecto al PIB de cada una de estas series.

hogares⁸ (Gráfico R2.8). En adelante, el déficit de la CC se amplió, en un contexto en el cual el sector público redujo su desequilibrio y el privado comenzó a tener uno cada vez más pronunciado. En 2014 el saldo deficitario de la CC del sector público se incrementó, al tiempo que el privado alcanzó niveles no vistos desde mediados de los años noventa.

Gráfico R2.8
Tasa de ahorro menos tasa de inversión, según las cuentas nacionales: sectores público y privado



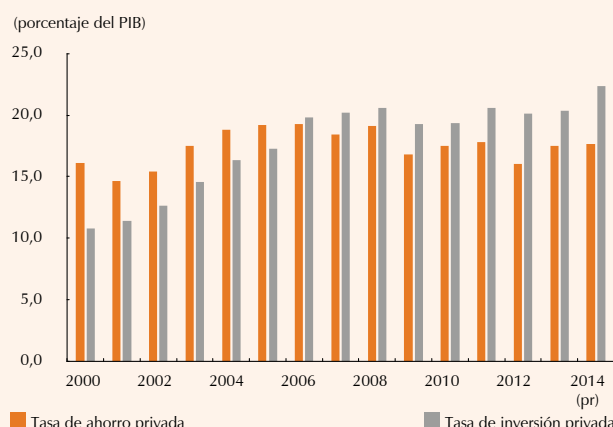
(pr): preliminar.
Fuente: DANE; cálculos Banco de la República.

En cuanto al sector privado (Gráfico R2.9), la primera mitad de la década pasada se caracterizó por niveles de inversión (13,8%) por debajo de los promedios de los últimos 35 años (16,5%). Esto, sumado al aumento de la tasa de ahorro, implicó un superávit corriente. Durante los años siguientes la tasa de inversión (20,3%) se mantuvo por encima de la de ahorro (17,8%), con lo que aumentó de manera importante en el saldo negativo de la CC.

La reducción del déficit del sector público entre 2006 y 2012 con respecto a la primera mitad de la década pasada (Gráfico R2.10) estuvo relacionada con la mayor tasa de ahorro que se pudo ver favorecida por el incremento de las rentas petroleras que alimentaron los ingresos fiscales. En efecto, en 2005 estas representaron cerca del 8% de los ingresos del gobierno nacional central, cifra que se incrementó al 17,4% entre 2012 y 2014.

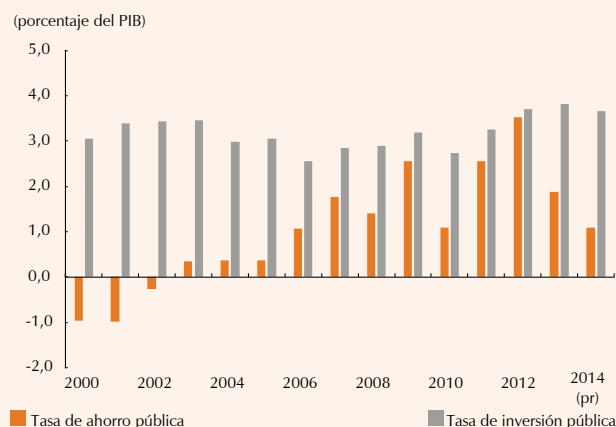
La posterior ampliación del déficit del sector público (2013-2014), respondió a la reducción de la tasa de ahorro y, en menor medida, al aumento de la de inversión. Para dicho período la tasa de ahorro se ubicó en promedio en 1,5% (Gráfico R2.10), cifra inferior al promedio observado desde

Gráfico R2.9
Tasa de ahorro e inversión privada



(pr): preliminar.
Fuente: DANE; cálculos Banco de la República.

Gráfico R2.10
Tasa de ahorro e inversión pública



(pr): preliminar.
Fuente: DANE; cálculos Banco de la República.

los años setenta (2,4%) y al del período 2006-2012 (2,0%). A su vez, la tasa de inversión fue de 3,7%, la cual, aunque es superior a lo registrado entre 2006 y 2012 (3,0%), es similar al promedio de los últimos 35 años (3,5%).

La cuenta corriente como la diferencia entre el ingreso y la absorción

Otra forma de analizar la CC es expresarla como la diferencia entre el ingreso nacional y la demanda interna (absorción). El déficit corriente persistente del país refleja el hecho de que el ingreso nacional no ha sido suficiente para cubrir el valor de la demanda interna.

Como se mostrará, los cambios en el saldo nominal de la CC (ampliaciones o reducciones del déficit corriente) pueden ser

8 Las tasas de ahorro e inversión para los sectores público y privado también se calcularon como proporción del Ingreso Nacional Bruto Disponible. De acuerdo con la información de cuentas nacionales, estos cálculos no difieren significativamente de aquellos que utilizan el PIB como denominador.

explicados por variaciones en el ingreso neto del exterior, la diferencia entre el crecimiento real de la economía y el aumento real de la demanda interna, y la diferencia entre la variación de todos los precios de la economía y los cambios en los precios de la absorción.

Al expresar la CC (como proporción del PIB) como la diferencia entre el ingreso nacional y la demanda interna (absorción) se obtiene la siguiente expresión:

$$\underbrace{\frac{CC}{P_Y Y}}_{\text{Cuenta corriente relativa a PIB}} = \underbrace{\frac{P_Y Y + YNE}{P_Y Y}}_{\text{Ingreso nacional relativo a PIB}} - \underbrace{\frac{P_A A}{P_Y Y}}_{\text{Absorción relativo a PIB}} \quad (1)$$

Dónde, CC es el saldo en la cuenta corriente, YNE se refiere a los ingresos netos provenientes del exterior (transferencias corrientes y renta factorial), ambas variables expresadas en términos nominales. Por otra parte, P_Y es el deflactor implícito del PIB y Y es el PIB real. Así, $P_Y Y$ es el PIB nominal. De la misma manera, P_A se define como el deflactor implícito de la absorción (consumo más inversión) y A es la absorción real; entonces, $P_A A$ es la demanda interna en términos nominales.

Después de varios pasos algebraicos, la expresión (1) se puede describir como (2):

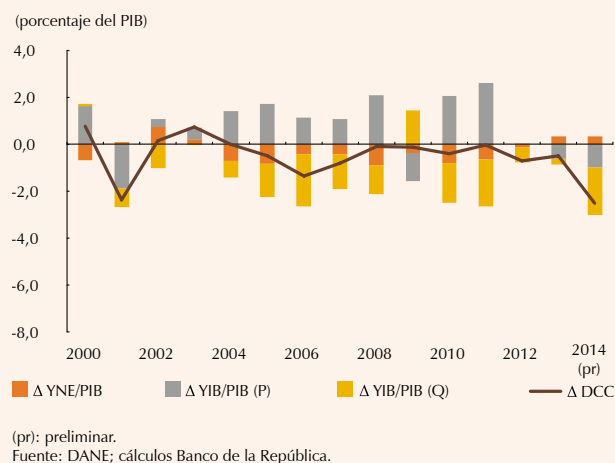
$$\Delta \left(\frac{CC}{P_Y Y} \right) \equiv \underbrace{\Delta \left(\frac{YNE}{P_Y Y} \right)}_{(a)} + \underbrace{\left(\frac{P_A A}{P_Y Y} \right) \left[\left(\frac{\Delta Y}{Y} \right) - \left(\frac{\Delta A}{A} \right) + \left(\frac{\Delta P_Y}{P_Y} \right) - \left(\frac{\Delta P_A}{P_A} \right) \right]}_{(b)} \quad (2)$$

Así, la variación en el saldo nominal de la CC se explica por: los cambios en el ingreso neto del exterior (a), la diferencia entre el crecimiento real de la economía y el aumento real de la demanda interna (b), y la diferencia entre la variación de todos los precios de la economía y los cambios en los precios de la absorción (c). Un incremento en los precios internacionales de los *commodities* exportados por el país, que implica un aumento de los términos de intercambio, está asociado con una variación positiva del término (c) de la ecuación (2).

El Gráfico R2.11 muestra la descomposición de las variaciones anuales de la CC en los tres componentes: ingreso neto del exterior —ecuación (2), parte (a): $\Delta (YNE/PIB)$ —, el crecimiento relativo de los valores reales de la absorción y el producto —ecuación (2), parte (b): $\Delta YIB/PIB (Q)$ —, y el cambio del precio relativo de la absorción y el del producto ecuación (2), parte: (c) $\Delta YIB/PIB (P)$ —.

Desde el año 2000, con excepción de 2009, el aporte del término $\Delta YIB/PIB (Q)$ (crecimiento relativo de los valores reales de la absorción y el producto) ha sido negativo; es decir, buena parte de la ampliación del déficit en la CC ha sido explicado por un aumento relativo mayor de la demanda interna frente al producto.

Gráfico R2.11
Descomposición de la variación anual del déficit en la cuenta corriente (según las cuentas nacionales)



Por otra parte, el efecto de $\Delta YIB/PIB (P)$ (el cambio del precio relativo de la absorción y el del producto) sobre la variación del déficit en la CC fue positivo durante la mayor parte del período 2000-2012. Esto refleja la fuerte mejora de los términos de intercambio del país en ese período. Sin embargo, para los años 2013 y 2014 el efecto de este término fue negativo, lo cual indica que el deterioro en la tendencia de los términos de intercambio desde 2012 ha contribuido a la ampliación del déficit.

Por último, el aporte del cambio en el ingreso neto del exterior ($\Delta YNE/PIB$) fue negativo en la mayor parte del período 2000-2012. El crecimiento de la inversión extranjera, particularmente en el sector minero, así como de los precios de los *commodities*, aumentó la renta de los factores, hecho que ejerció presión en el déficit en la CC. De igual manera, los intereses pagados al exterior por concepto de la deuda externa han crecido. Para 2013 y 2014 este efecto ha sido positivo, pues la renta de factores ha disminuido.

Para el período 2000-2012 la ampliación del déficit en la CC fue explicada por el crecimiento de la demanda interna, superior al del producto y por el mayor pago de renta a los extranjeros. Los buenos niveles de los términos de intercambio permitieron que el efecto de los cambios de los precios relativos de la absorción y el del producto contrarrestaran parcialmente la presión de la mayor absorción y mayor renta factorial sobre el déficit.

Para los años 2013 y 2014 estas dinámicas han cambiado parcialmente. La demanda interna continúa presionando el déficit en la CC; sin embargo, los efectos de los precios y de la renta factorial cambiaron de signo, debido a la caída de los términos de intercambio. En particular, ya no está operando el efecto compensador de los cambios en los precios relativos que durante varios años permitió que no se ampliara más el déficit en la CC.

Recuadro 3

FINANCIAMIENTO DEL DÉFICIT CORRIENTE DE COLOMBIA (2000 AL PRIMER TRIMESTRE DE 2015)

Introducción

Con excepción del período de crisis económica vivida por el país entre 1999 y 2000, una de las características del sector externo colombiano en los últimos veinte años ha sido la existencia de un déficit continuo en la cuenta corriente. Esto significa que el país está acumulando pasivos con el resto del mundo que son financiados por los flujos de capital. Por lo anterior, el presente recuadro tiene como finalidad analizar la evolución y características del financiamiento del déficit corriente del país observado en los últimos quince años, enfatizando en sus principales componentes y los plazos de esta financiación.

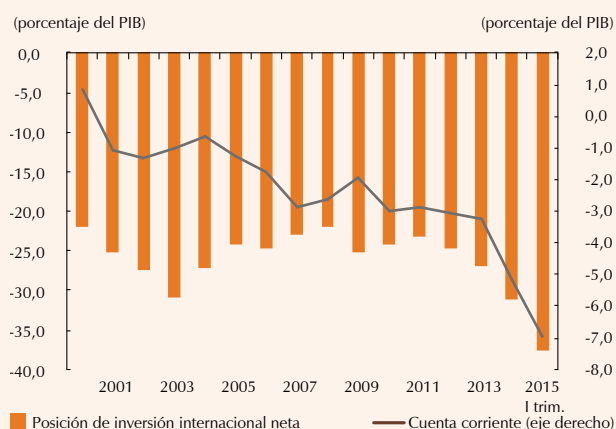
Financiación del déficit corriente colombiano

Como se mencionó, un déficit en la cuenta corriente implica que el país está acumulando pasivos con el resto del mundo que son financiados por flujos de capital (Gráfico R3.1).

La evidencia de los últimos años confirma que los factores económicos globales han desempeñado un papel preponderante en las entradas de capital hacia las economías en desarrollo (Banco Mundial, 2013)¹. La estructura de plazos y el análisis de los componentes de las entradas muestran que los flujos de portafolio y endeudamiento externo son los más volátiles y sensibles a las condiciones financieras internacionales. Estos últimos también responden en gran medida a una mayor dinámica interna y a los volúmenes de comercio internacional. Por el contrario, la inversión extranjera directa (IED) constituye el componente más estable de las entradas de capital y tiende a ser relativamente menos sensible a los efectos de los factores globales, mientras que reacciona en mayor magnitud a factores locales.

Al considerar la permanencia de los capitales en la economía colombiana, se observa que la estructura financiera externa del país entre 2000 y 2015 se ha basado principalmente en capitales de largo plazo, aunque en 2010 aumentó la importancia relativa de los flujos de capital de corto plazo asociados con préstamos e inversiones de portafolio. Con excepción de algunos años, los flujos de capital de corto plazo

Gráfico R3.1
Posición de inversión internacional neta y cuenta corriente



Fuente: Banco de la República.

mostraron pagos netos, destacándose lo ocurrido durante el primer trimestre de 2015 (Gráfico R3.2).

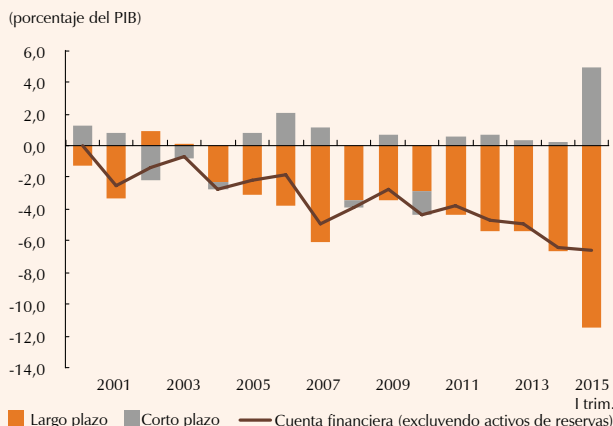
El déficit corriente se puede financiar con la adquisición de pasivos con el exterior o la liquidación de activos externos en poder de residentes. En el caso colombiano el saldo negativo de la cuenta corriente se ha financiado con la entrada de capital extranjero (pasivos). A su vez se ha observado una continua constitución de activos externos reflejada en salidas de capital colombiano (Gráfico R3.3). En particular, como porcentaje del PIB, el monto de los flujos de capitales extranjeros se ha acelerado desde 2009, alcanzando en promedio 9,1% entre 2013 y 2014, superior al 5,9% observado entre 2004 y 2012. En lo corrido de 2015 a marzo la entrada de capitales extranjeros ascendió al 11,4% del PIB trimestral².

El análisis por componentes revela que la mayor parte de los ingresos de capital extranjero se ha originado en inversiones extranjeras (IED y de portafolio en el mercado local), y en menor medida por deuda externa y otros flujos (bonos, préstamos, instrumentos derivados y otros créditos externos) (Gráfico R3.4). Del total de entradas de capital extranjero, para el promedio 2000-2015, la IED representó en promedio el 63% los flujos asociados con deuda externa y otros créditos externos aportaron el 27% y el restante 10% se explica por las inversiones de portafolio. Sin embargo, en lo corrido de 2015

1 Elevados precios de bienes básicos (en particular petróleo), mejora en calificación crediticia (grado de inversión), y una inusual combinación de factores *push* y *pull* volcaron capitales externos sobre economías emergentes y dependientes de materias primas como Colombia. Banco Mundial (2013). "La desaceleración en América Latina y el tipo de cambio como amortiguador", informe semestral, Oficina del Economista Jefe Regional, Washington, D. C.

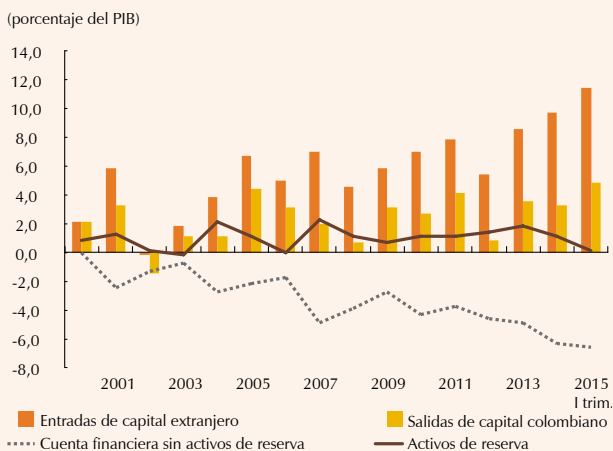
2 En comparación con el primer trimestre de 2014, la entrada de capitales extranjeros en 2015 a marzo como porcentaje del PIB aumentó 2,4 pp, de los cuales 2,3 pp se explican por el efecto de la depreciación del peso frente al dólar en la medición en dólares del PIB corriente, y el restante (0,1 pp) por las mayores entradas de capitales en dólares.

Gráfico R3.2
Cuenta financiera^{a/} total y por plazos



a/ De acuerdo con la versión sexta del *Manual de balanza de pagos* del FMI, la cuenta financiera se presenta con el mismo signo de la cuenta corriente. Consulte información adicional y los cambios metodológicos en <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico R3.3
Cuenta financiera^{a/}: flujos de capital según origen



a/ De acuerdo con la versión sexta del *Manual de balanza de pagos* del FMI, la cuenta financiera se presenta con el mismo signo de la cuenta corriente. Consulte información adicional y los cambios metodológicos en <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>.
Fuente: Banco de la República.

a marzo, los ingresos asociados con otros flujos (en su mayoría bonos y préstamos) representaron el 54% del total de entradas de capital extranjero, nivel levemente inferior al registrado entre 1994 y 1996, cuando los flujos por deuda externa aportaron más del 60% de los capitales recibidos por el país.

En cuanto a las salidas de capital colombiano, estas se han destinado tanto a la compra de empresas en el exterior (IDCE) como a la adquisición de otros activos (Gráfico R3.4). En los últimos tres años sobresale la menor participación de las inversiones directas de colombianos en el exterior, en contraste con la participación ganada por otras inversiones. Vale la pena mencionar que del total de flujos por IDCE entre 2009 y 2013 (USD 24.453 m), cerca del 60% fue financiado con entradas de capital extranjero, en su mayoría préstamos y títulos de deuda de largo plazo.

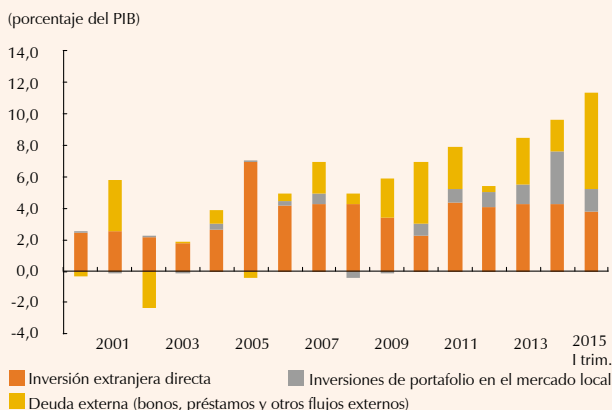
A continuación se detallan las entradas de capital extranjero a Colombia por sus principales componentes: inversiones extranjeras y otros flujos de capital.

Inversiones extranjeras en Colombia (IED e inversión de portafolio en el mercado local)

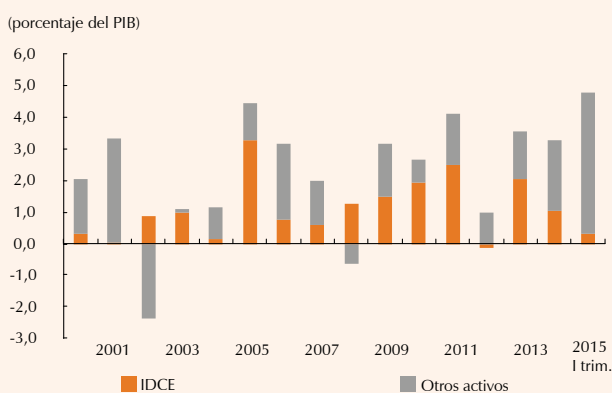
En relación con las inversiones extranjeras, los flujos por IED, a pesar de venirse reduciendo desde finales de 2014, debido especialmente a los menores aportes de capital al sector minero-energético, siguen siendo una fuente importante de financiación externa. En el período analizado los flujos por IED han sido, en promedio, del 3,6% del PIB, incrementándose a 4,2% a partir de 2005 (Gráfico R3.4). Las inversiones de portafolio en el mercado local aumentaron luego de la crisis de 2009, alcanzando en promedio el 1,5% del PIB entre 2010 y 2015. Del total de estos flujos en este período, la compra de acciones por no residentes aportó en promedio el 60% y el restante correspondió a adquisición de TES. Es

Gráfico R3.4
Cuenta financiera: flujos de capital según origen

A. Entradas de capital extranjero^{a/}



B. Salidas de capital colombiano^{b/}



Fuente: Banco de la República.

importante destacar que uno de los factores que explica el incremento de estas entradas de capital a partir de 2014 ha sido la mayor participación de Colombia en los índices de deuda local de países emergentes de JP Morgan³.

En el período de estudio, el 50% de los aportes de capital por inversiones directas se han destinado al sector minero y petrolero, seguido de la industria (17%), el sector financiero (11%) y otros sectores como el comercio, y transporte y comunicaciones. En el caso del sector minero y petrolero, que recibió más de la mitad del total de flujos por IED en los últimos quince años, si bien contribuyó al aumento de la producción y mejoramiento de su infraestructura, ha generado una dependencia externa del país que hace sensibles estos flujos a factores globales, tales como a los precios de los bienes básicos.

Entre enero y marzo de 2015, como porcentaje del PIB trimestral, el total de inversiones extranjeras (IED e inversión de portafolio en el mercado local) se ubicó en 5,3%, inferior al 7,6% alcanzado en 2014. Esta reducción en 2,3 pp, se explica, principalmente, por las menores compras de acciones y TES en el mercado local por parte de inversionistas extranjeros (1,8 pp), y el restante (0,5 pp) por la reducción de los flujos por inversiones directas, en su mayoría las recibidas por el sector minero y petrolero. No obstante su disminución, las inversiones de portafolio en el mercado local se mantienen en niveles históricamente elevados (1,4% del PIB), superiores a los registrados entre 2010 y 2013 (1% del PIB).

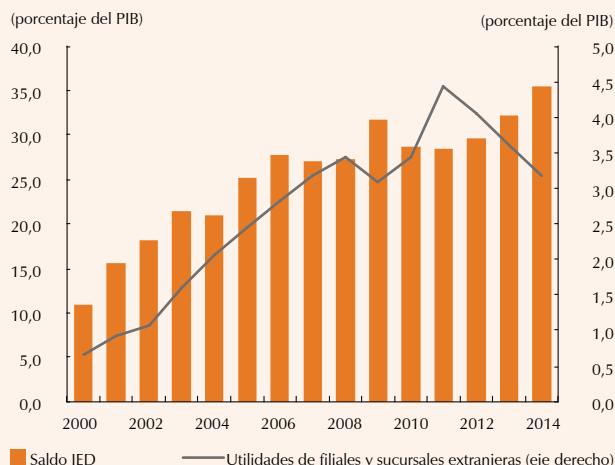
Así como la IED ha sido el principal componente del total de entradas de capital extranjero en los últimos quince años, su renta se ha constituido como una importante fuente de presión del déficit corriente mediante los mayores giros por utilidades de las empresas filiales a sus casas matrices (Gráfico R3.5). No obstante, dentro de las ventajas de la IED se encuentra que el inversionista extranjero asume el riesgo del negocio. Teniendo en cuenta la estructura sectorial de la IED en Colombia, períodos de desaceleración económica, depreciación de la moneda y bajos precios internacionales de las materias primas exportadas por el país se traducen en una reducción de dichos giros por utilidades. Esto último aporta al ajuste del sector externo tal como se observó en el primer trimestre de 2015.

Otros flujos de capital (títulos de deuda, préstamos y otros créditos)

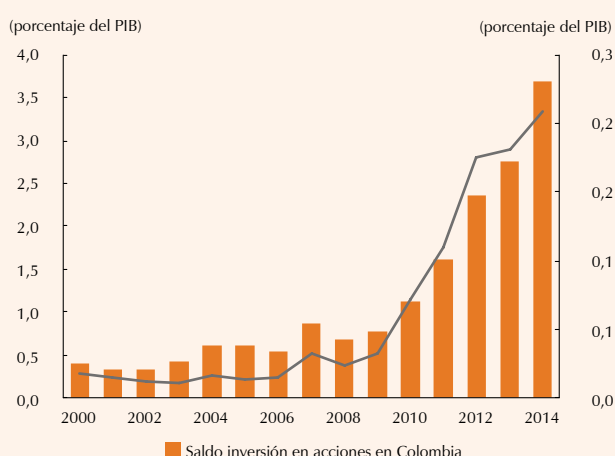
Los pasivos externos relacionados con otros flujos de capital registraron algunos cambios en su estructura por sector y, en menor medida, por plazos. Como se muestra en el Gráfico

Gráfico R3.5
Inversión directa y su renta e inversión en acciones y giro de dividendos

A. Saldo de la inversión extranjera directa y utilidades de filiales



B. Saldo de la inversión extranjera en acciones y giros de dividendos



Fuente: Banco de la República.

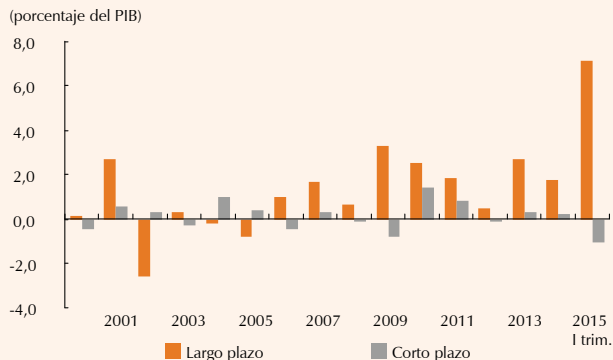
R3.6, en general la deuda contratada es de largo plazo, destacando que entre 2010 y 2013 una parte importante fue usada para realizar inversiones directas en el exterior. En el caso de los créditos de corto plazo recibidos entre 2010 y 2014, el mayor porcentaje de estos recursos financió el crecimiento importador del país, en particular las compras de materias primas y equipo de capital para la industria y bienes de consumo.

La deuda externa contratada por el sector público ganó relevancia entre 2013 y 2015, en contraste con años previos, cuando el endeudamiento del sector privado fue la principal fuente de financiamiento. Esto último debido tanto a una menor percepción de riesgo por parte de prestamistas internacionales, como a la reducción de las tasas de interés externas luego de la crisis de 2008.

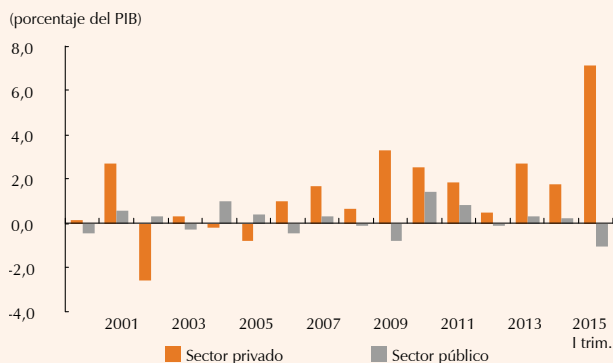
3 Véase el Recuadro 2 del Informe al Congreso de julio de 2014, titulado "Análisis del impacto en Colombia de la recomposición de los índices de JP Morgan de deuda local de países emergentes".

Gráfico R3.6
Otros flujos de capital

A. Según plazo



B. Según sector



Fuente: Banco de la República.

Conclusiones

Entre 2000 y 2015 Colombia atrajo grandes volúmenes de capital, los cuales crecieron especialmente a partir del año 2009. Años de elevados precios del petróleo, mejoramiento del nivel de inversión, y una inusual combinación de factores internos y externos, son algunos de los elementos que volcaron los capitales externos sobre economías emergentes como Colombia. En particular, lo que muestra la caracterización de los flujos de capitales que han entrado a Colombia es que son capitales de largo plazo en su mayoría de IED, seguidos por emisiones de títulos de deuda externa y préstamos tanto del Gobierno, como de empresas públicas y privadas.

Por componentes, los flujos por inversión directa recibidos por empresas con capital extranjero se constituyen como la principal fuente de financiamiento de la cuenta corriente, al tiempo que las utilidades obtenidas y giradas al exterior por parte de estas empresas se han convertido en una fuente importante de presión deficitaria. En el primer trimestre de 2015 los flujos por inversiones extranjeras (IED y de portafolio en el mercado local) han perdido impulso, mientras que las emisiones de deuda externa de largo plazo del sector público han incrementado su relevancia.

III. RESERVAS INTERNACIONALES

El Banco de la República administra las reservas internacionales dentro de un estricto marco de control de riesgos, con lo cual se busca que estas mantengan un alto nivel de seguridad y liquidez. A junio de 2015 las reservas internacionales netas totalizaron USD 46.975 m, cuantía inferior en USD 347 m al saldo registrado en diciembre de 2014. En dicho período la rentabilidad de las reservas en dólares fue negativa en 0,54% (-USD 258 m).

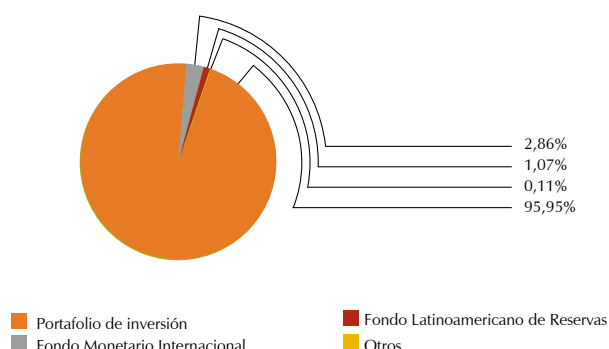
De forma consistente con la Ley 31 de 1992, el Banco de la República administra las reservas internacionales conforme al interés público, al beneficio de la economía nacional y con el propósito de facilitar los pagos del país en el exterior. De acuerdo con esto, la ley define que la inversión de los 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 determinante en la percepción de 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 reservas internacionales. 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.

Mantener un nivel adecuado de reservas internacionales sirve para mejorar la confianza en el país y, por ende, enfrentar en mejor medida una crisis en los mercados externos.

El Banco de la República administra las reservas internacionales dentro de un marco estricto de control de riesgos. Este cuenta con las medidas para el manejo del riesgo de mercado, con el fin de que el valor de las inversiones no se vea afectado de manera significativa por cambios en las tasas de interés internacionales. Asimismo, regula el manejo del riesgo crediticio, con el propósito de disminuir la probabilidad de enfrentar eventos de incumplimiento de los pagos. Mediante estas medidas de control de riesgo se busca que las reservas mantengan un alto nivel de seguridad y liquidez. Esto, a su vez, está asociado con una menor rentabilidad, ya que las inversiones más seguras son también las que tienen rendimientos más bajos. En los últimos años la rentabilidad de las reservas también se ha visto afectada por la coyuntura internacional, por los efectos que se mencionaron en la primera sección: los bancos centrales de los países desarrollados han mantenido tasas de interés muy bajas y el dólar se ha fortalecido frente a las principales monedas del mundo.

Gráfico 46
Composición de las reservas internacionales
(a 30 de junio de 2015)



Nota: a partir de este reporte el oro se incluye dentro del portafolio de inversión. El rubro otros incluye convenios internacionales, efectivo en caja y depósitos a la orden.
Fuente: Banco de la República.

A junio de 2015 las reservas internacionales netas totalizaron USD 46.975,77 m, cuantía inferior en USD 347,3 m al saldo registrado en diciembre de 2014⁴⁷. La disminución de las reservas internacionales en 2015 se explica por el hecho de que las reservas se valoran en dólares de los Estados Unidos y, debido a la apreciación de esta moneda, se ha reducido el valor de las inversiones en otras monedas en lo corrido del año. El principal componente de las reservas internacionales es el portafolio de inversión, que corresponde a las inversiones en instrumentos financieros en el mercado internacional. En el Gráfico 46 se presenta la composición de las reservas internacionales.

A. POLÍTICAS DE ADMINISTRACIÓN DEL PORTAFOLIO DE INVERSIÓN

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 la gestión de los diferentes riesgos que enfrentan las operaciones, y 3) generar retornos razonables ajustados por riesgo, sujeto a la liquidez y otras restricciones de riesgo⁴⁸. A continuación se explica cómo se aplican estos criterios en la gestión de las reservas internacionales de Colombia.

⁴⁷ 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 USD 46.981,62 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron USD 5,86 m.

⁴⁸ 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.

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 la administración del 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 rápidamente.

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 pagos⁴⁹. Adicionalmente, se limitan las exposiciones máximas por sector y por emisor con el fin de limitar el impacto de eventos crediticios sobre el valor del portafolio.

Riesgo cambiario: el Banco establece la “Reserva para fluctuación de monedas” de que trata el numeral 3 del artículo 61 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. En la actualidad dicha reserva asciende a COP 704.518 m.

Riesgo de contraparte: para disminuir la exposición que se tiene a las contrapartes, las operaciones se liquidan mediante el mecanismo de pago contra entrega. 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 crediticias⁵⁰.

49 La calificación crediticia mínima para gobiernos y entidades relacionadas con gobiernos es A-. Con respecto a los emisores privados, la calificación mínima es A+. 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 portafolio disminuye por debajo de la mínima permitida, se liquida la exposición en un plazo corto.

50 El mecanismo pago contra entrega busca que el intercambio de papeles por efectivo se haga simultáneamente con el fin de eliminar la posibilidad de que una de las partes del negocio incumpla. Las contrapartes de divisas deben tener una calificación crediticia mínima de A- si cuentan con un contrato marco de la International Swaps and Derivatives Association (ISDA). Si no se cuenta con dicho contrato, la calificación mínima es A+. El contrato marco establecido por la organización ISDA tiene como objetivo establecer los términos y condiciones que rigen sobre los derivados sobre el mostrador negociados entre entidades.

En el primer semestre de 2015 se cambió la composición de los tramos del portafolio de inversión con el fin de mejorar la eficiencia en la administración de las reservas. Actualmente está compuesto 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. El de mediano plazo tiene como fin aumentar la rentabilidad esperada de las reservas en el largo plazo, con un portafolio conservador.

2. Tramos del portafolio de inversión

Durante el primer semestre de 2015 se modificaron los nombres y la composición de los tramos del portafolio de inversión con el fin de mejorar la eficiencia con la cual se administran las reservas. Anteriormente, se tenía un tramo indexado y un tramo no indexado, los cuales fueron reemplazados por el tramo de corto plazo y el tramo de mediano plazo. Esto se hizo con el fin de reflejar que existe una porción del portafolio que tiene una menor probabilidad de utilización en el corto plazo. Además, se incluyó al oro como un tramo del portafolio de inversión. Las principales características de los tres tramos se explican a continuación.

El *tramo de corto plazo* tiene como propósito cubrir las necesidades potenciales de liquidez de las reservas en doce meses. En la actualidad este tramo 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 390 m y USD 2.000 m⁵¹. 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, buscando 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 referencia⁵². A junio de 2015 el valor del tramo de corto plazo era de USD 31.099,12 m, de los cuales USD 1.169,36 m corresponden al capital de trabajo y USD 29.929,76 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. Su objetivo es maximizar la rentabilidad ajustada por riesgo en dólares estadounidenses, para la porción del portafolio que se considera menos probable de utilizar en un plazo de doce meses. El fin de tener un tramo de mediano plazo es aumentar la rentabilidad esperada de las reservas internacionales en el largo plazo, manteniendo un portafolio conservador. Se busca que el rendimiento esperado en dólares 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 siete portafolios de manejo activo

51 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.

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

A junio de 2015 el valor del tramo de corto plazo era de USD 31.099 m, el del tramo de mediano plazo era de USD 13.588 m y el valor de mercado del oro de las reservas internacionales ascendía a USD 391 m.

que buscan generar una rentabilidad más alta que el índice de referencia⁵³. Dentro del tramo de mediano plazo también se incluyen los fondos administrados por el Banco de Pagos Internacionales (BIS), a los cuales solamente tienen acceso los bancos centrales y entidades multilaterales, y que tienen como propósito hacer inversiones en activos apropiados para las reservas internacionales mundiales, en un esfuerzo cooperativo entre diferentes países⁵⁴. A junio de 2015 el valor del tramo de mediano plazo ascendía a USD 13.587,75 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 plazo. A junio de 2015 el valor de mercado del oro en las reservas ascendía a USD 391,09 m.

Los títulos valores del portafolio de inversión se encuentran depositados en entidades financieras conocidas como custodios⁵⁵. 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 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 referencia⁵⁶. 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 referencia para medir la gestión de cada portafolio. A continuación se explica la forma como se construyen.

53 En el numeral 4 de este capítulo 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.

54 En la actualidad se invierte en un fondo de títulos indexados a la inflación emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos (USD 104,92 m) y en un fondo de títulos emitidos por el gobierno chino (USD 103,66 m).

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

56 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).

El índice de referencia para el tramo de corto plazo busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país mediante una composición cambiaria objetivo.

Para construir el índice del tramo de corto plazo⁵⁷, en primer lugar, se determina una composición cambiaria objetivo, la cual busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país⁵⁸. 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. La composición cambiaria aprobada del tramo de corto plazo es de 86% dólares estadounidenses, 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 restricción de tener retornos positivos en un horizonte de 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 riesgo⁵⁹.

Para construir el índice del tramo de mediano plazo se sigue un procedimiento similar, con dos diferencias fundamentales. En primer lugar, no se establece una restricción de composición cambiaria, pues 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 a tal divisa.

El Gráfico 47 muestra los índices de referencia de los tramos de corto y mediano plazos⁶⁰. Los dos portafolios tienen un nivel de riesgo bajo. La duración modificada del índice del tramo de corto plazo es 0,9 y la del tramo de mediano plazo es 1,8⁶¹.

57 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.

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

59 La descripción detallada de la metodología para la construcción del 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.

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

61 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.

4. Programa de administración externa

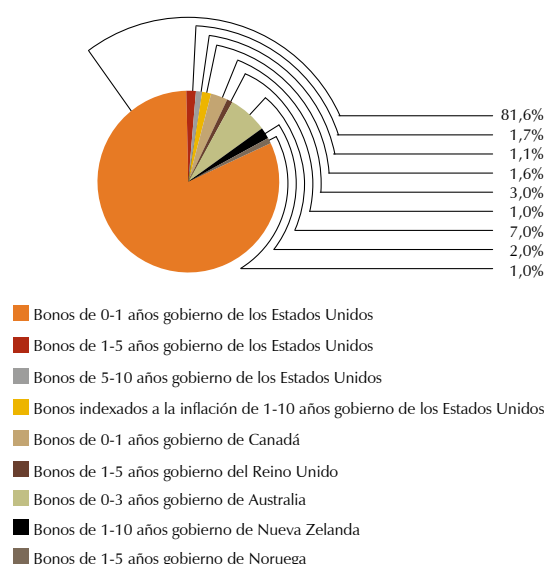
El Banco de la República gestiona directamente el tramo de corto plazo, un portafolio del tramo de mediano plazo y el tramo del oro (USD 33.290,21 m o 73,85% del portafolio de inversión). El resto de los recursos del tramo de mediano plazo son gestionados por administradores externos de portafolios.

El programa de administración externa ascendía a USD 11.787,74 m (26,15% del portafolio de inversión) al finalizar junio de 2015. 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 para definir estrategias de inversión.

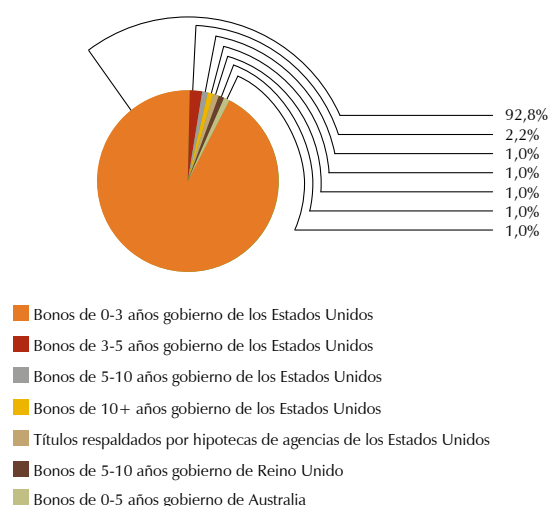
En la actualidad, las firmas privadas que participan en el programa de administración externa son: Deutsche Bank Asset Management, Fisher Francis Trees & Watts (propiedad de BNP Paribas), Goldman Sachs Asset Management, JP Morgan Asset Management, UBS Global Asset Management y Western Asset Management (Gráfico 48). Las firmas privadas que participan en el programa son escogidas mediante procesos competitivos y son evaluadas permanentemente. Los recursos que manejan se encuentran en las cuentas de custodia del Banco de la República y los contratos con los administradores se pueden cancelar cuando se considere necesario. De acuerdo con los resultados obtenidos por

Gráfico 47
Composición del índice de referencia del tramo de inversión
(a 30 de junio de 2015)

A. Tramo de corto plazo

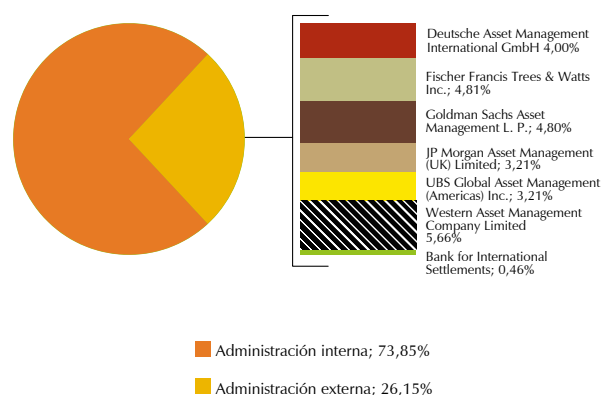


B. Tramo de mediano plazo



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 48
Composición del portafolio de inversión por administradores
(a 30 de junio de 2015)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 49
Composición del portafolio de inversión por sectores
(a 30 de junio de 2015)

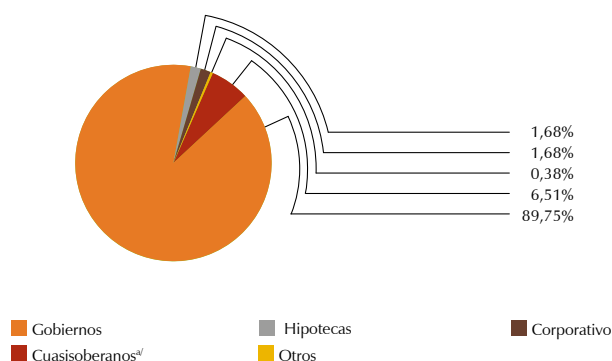


Gráfico 50
Distribución de las inversiones por calificación crediticia
(a 30 de junio de 2015)

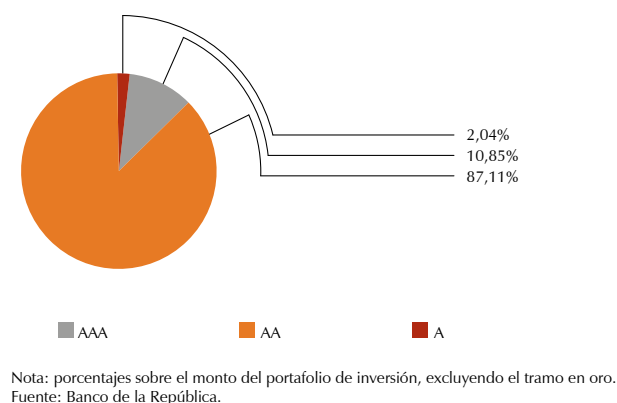
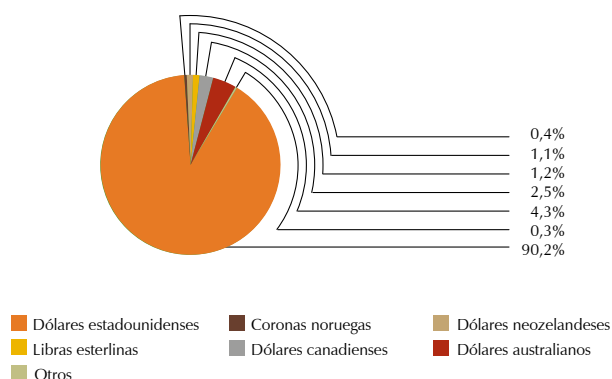


Gráfico 51
Composición cambiaria del portafolio de inversión
(a 30 de junio de 2015)



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 BIS también se consideran parte del programa de administración externa.

B. COMPOSICIÓN DEL PORTAFOLIO DE INVERSIÓN

En el Gráfico 49 se presenta la composición del portafolio de inversión a junio de 2015, cuando alrededor del 96% estaba invertido en papeles emitidos por gobiernos o entidades cuasisoberanas y acuerdos de recompra con la Reserva Federal.

El Gráfico 50 permite observar 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). La alta participación de los títulos calificados AA se explica por la alta concentración del portafolio en deuda emitida por el gobierno de los Estados Unidos, cuya calificación crediticia se encuentra en AA+ de acuerdo con S&P. Estas cifras evidencian la alta calidad de los activos en que se invierte.

Finalmente, el Gráfico 51 muestra la composición cambiaria que tenía el portafolio de inversión al 30 de junio de 2015, la cual difiere levemente del objetivo, ya que se incluye el capital de trabajo, el cual invierte únicamente en dólares. Además, se permite, dentro de límites estrictos, que los portafolios activos registren ligeras desviaciones y que se realicen inversiones en otras monedas de países desarrollados como el euro, el yen, la corona noruega y el franco suizo.

C. RENTABILIDAD DE LAS RESERVAS

Entre diciembre de 2014 y junio de 2015 la rentabilidad de las reservas en dólares fue negativa en 0,54%⁶² (-USD 257,91 m), debido a dos factores:

62 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 2014 y el 30 de junio de 2015.

Entre diciembre de 2014 y junio de 2015 la rentabilidad de las reservas en dólares fue negativa en 0,54%, debido a las bajas tasas de interés en los países desarrollados y a la depreciación de las monedas de reserva frente al dólar.

- Las tasas de interés en los principales países desarrollados se mantuvieron en niveles históricamente bajos⁶³. Esto ha provocado que los rendimientos percibidos por las inversiones hayan sido bajos. Al descontar el efecto de la apreciación del dólar frente al resto de monedas, el rendimiento de las reservas fue positivo en 0,20% (USD 95,08 m).
- Las principales monedas de los países desarrollados se han depreciado frente al dólar de los Estados Unidos en 2015 por el mejor desempeño relativo de dicha economía, que ha llevado a expectativas de aumentos de la tasa de interés de referencia durante 2015 y/o 2016. Como las inversiones se valoran en dólares estadounidenses, el movimiento de las tasas de cambio tuvo un impacto negativo sobre la rentabilidad, que equivale a -0,74% (-USD 352,99 m).

⁶³ Por ejemplo, la tasa de interés promedio de los bonos con vencimiento inferior a tres años de los Estados Unidos en mayo de 2015 era 0,51%.

IV. SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

El resultado operacional del Banco durante el primer semestre de 2015 estuvo determinado por la depreciación frente al dólar de las monedas que componen el portafolio de inversión de las reservas internacionales.

A. RESULTADOS A JUNIO DE 2015

En el primer semestre de 2015 el Banco registró un resultado operacional de -COP 1.054,6 mm, frente a un presupuesto anual de -COP 531,3 mm. Este resultado se explica por la depreciación de las monedas que componen el portafolio de inversión de las reservas internacionales con respecto al dólar, dado que las proyecciones incluidas en el presupuesto no contemplan variación en las tasas de cambio del dólar frente a las monedas de reservas, lo cual afectó su rendimiento, al generar un diferencial cambiario negativo de COP 835,2 mm. Este efecto fue contrarrestado de manera parcial por los intereses de las reservas, los ingresos por las operaciones de liquidez, los ajustes en cambio sobre los activos en moneda extranjera diferentes a las reservas, el ingreso por valor facial de la moneda metálica puesta en circulación y los ingresos por las comisiones por servicios bancarios y negocios fiduciarios, tal como se explica en detalle más adelante. Los ingresos totales ascendieron a -COP 47,4 mm, monto que incorpora el rendimiento neto de las reservas internacionales, el cual fue negativo a junio; por su parte, los egresos totalizaron COP 1.007,2 mm (Cuadro 13).

En relación con los ingresos, se destaca:

- El rendimiento neto de las reservas internacionales fue de -COP 598,4 mm, resultado que se explica por:
 - i) La depreciación frente al dólar de las monedas que componen el portafolio de inversión (Gráfico 52), que generó pérdidas por diferencial cambiario de COP 835,2 mm.

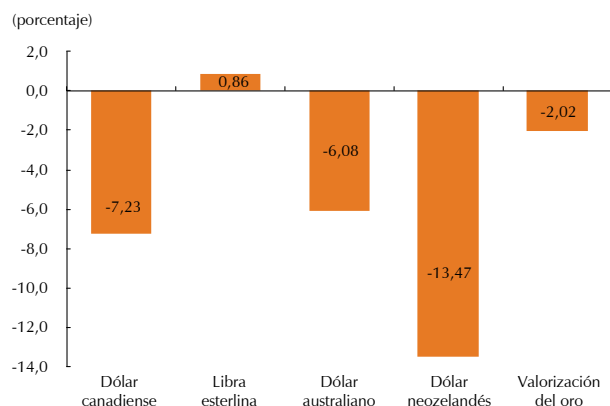
En el primer semestre de 2015 el Banco registró un resultado operacional negativo de COP 1.054,6 mm.

Cuadro 13
Resultados enero-junio de 2015
(miles de millones de pesos)

	Presupuesto 2015	Observado a junio de 2015	Porcentaje frente al presupuesto
I. Total ingresos (A + B + C)	1.342,0	(47,4)	(3,5)
A. Ingresos monetarios	910,7	(259,5)	(28,5)
1. Intereses y rendimientos	708,6	(393,3)	(55,5)
Reservas internacionales	581,3	(598,4)	(103,0)
Rendimientos	581,3	236,8	40,7
Diferencial cambiario	0,0	(835,2)	-
Portafolio de inversión de regulación monetaria (TES)	0,1	6,6	-
Operaciones activas de regulación monetaria (repos)	127,2	198,6	156,2
2. Diferencias en cambio	200,2	133,8	66,8
3. Otros ingresos monetarios	2,0	0,0	0,6
B. Moneda metálica emitida	267,9	126,3	47,1
C. Ingresos corporativos	163,3	85,7	52,5
1. Comisiones: servicios bancarios y negocios fiduciarios	139,9	70,4	50,3
Servicios bancarios	63,3	32,1	50,7
2. Otros ingresos corporativos	23,4	15,4	65,5
II. Total gastos (A + B + C + D)	1.873,3	1.007,2	53,8
A. Gastos monetarios	1.087,7	680,7	62,6
1. Intereses y rendimientos	946,3	605,8	64,0
Depósitos remunerados (DGCPTN)	377,5	277,9	73,6
Depósitos remunerados de control monetario	519,1	325,8	62,8
Depósitos operaciones pasivas de regulación monetaria	49,6	2,1	4,2
2. Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior	32,8	15,9	48,5
3. Comisión de compromiso de crédito flexible con el FMI	27,5	14,1	51,5
4. Diferencias en cambio	81,0	44,8	55,3
5. Otros gastos monetarios	0,2	0,2	67,1
B. Billetes y monedas	250,8	82,6	32,9
C. Gastos corporativos	480,3	215,7	44,9
1. Gastos de personal	313,8	151,2	48,2
2. Gastos generales	84,9	34,1	40,1
3. Otros corporativos	81,5	30,4	37,2
D. Gastos pensionados	54,6	28,1	51,6
III. Resultado del ejercicio (I - II)	(531,3)	(1.054,6)	-

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 52
Variación porcentual del dólar estadounidense frente a las monedas de reserva (enero-junio de 2015)



Nota: variaciones negativas (positivas) significan apreciación (depreciación) del dólar estadounidense.

Fuente: The World Markets Company PLC (WM).

ii) Los rendimientos de las inversiones de las reservas⁶⁴ ascendieron a COP236,8 mm, que representan el 40,7% de la proyección contemplada en el presupuesto (Cuadro 14).

- Los ingresos por las operaciones de liquidez mediante repos (operaciones activas de regulación monetaria) totalizaron COP198,6 mm y representan el 156,2% de la proyección contemplada en el presupuesto, resultado del mayor volumen promedio diario observado de estas operaciones.
- 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 positivo en COP89,0 mm (74,7% de la proyección contemplada en el presupuesto).

Este resultado es producto de la mayor depreciación del peso frente al dólar⁶⁵.

- La puesta en circulación de moneda metálica generó ingresos por COP126,3 mm, 47,1% de la proyección anual, en especial, por la puesta en circulación de las monedas de las denominaciones de COP200, COP500 y COP1.000.
- Los ingresos recibidos por las comisiones por servicios bancarios y negocios fiduciarios ascendieron a COP70,4 mm, que representan el 50,3% de la proyección anual. Esto se explica, principalmente, por las comisiones

Cuadro 14
Rendimiento de las inversiones de las reservas internacionales (miles de millones de pesos)

	Presupuesto 2015	Observado a junio de 2015	Porcentaje frente al presupuesto
Rendimientos	581,3	236,8	40,7
Portafolio	577,8	252,9	43,8
Organismos internacionales	3,1	4,2	138,5
Oro	0,0	(20,7)	-
Otros	0,4	0,4	81,2

Fuente: Banco de la República.

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

65 La tasa de cambio presupuestada para fin de 2015 fue de COP2.236,5 y al cierre de junio de 2015 fue de COP2.598,7.

por el reintegro de exportaciones y el pago de importaciones bajo el convenio Aladi y por la administración de los TES.

En relación con los egresos, se destaca:

- 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 COP 603,7 mm y representan el 67,3% de la proyección contemplada en el presupuesto. Por una parte, la remuneración a las cuentas de la Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional (DGCPTN) fue de COP 277,9 mm⁶⁶ (73,6% de la proyección anual) y por otra, la remuneración a los depósitos de control monetario fue de COP 325,8 mm (62,8%⁶⁷ de la proyección).
- Los costos por emisión y distribución de especies monetarias totalizaron COP 82,6 mm y representan el 32,9% de la proyección anual, como resultado de la puesta en circulación de 321,2 m de piezas de moneda metálica y de 375,9 m de piezas de billetes. El bajo nivel de ejecución se explica por la estacionalidad de los costos del circulante, la cual se concentra en el último trimestre del año.
- Los egresos corporativos se situaron en COP 215,7 mm y representan el 44,9% de la proyección contemplada en el presupuesto, distribuidos de la siguiente manera:
 - Los gastos de personal ascendieron a COP 151,2 mm, lo que representa un 48,2% de la proyección anual. Estos incluyen los gastos por beneficios a empleados y otros gastos de personal, que comprenden salarios, prestaciones sociales, aportes a la seguridad social, servicio médico, auxilios y capacitación formal, aportes a cajas de compensación, Instituto Colombiano de Bienestar Familiar (ICBF) y el Servicio Nacional de Aprendizaje (SENA), capacitación continuada y viáticos, entre otros.
 - Los gastos generales totalizaron COP 34,1 mm, y representan 40,1% de lo proyectado para el año. 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 (BLAA), entre otros.
 - Otros gastos corporativos ascendieron a COP 30,4 mm y representan 37,2% de la proyección anual. Incluyen, principalmente, impuestos, seguros, contribuciones, afiliaciones, depreciaciones, provisiones,

66 El saldo promedio diario de estos depósitos fue de COP 12.664,2 mm. El presupuesto consideró para el primer semestre depósitos promedio diarios de COP 8.341 mm y una tasa promedio anual de remuneración de 4,5% efectiva anual (e. a.). Frente a igual período del año anterior, este gasto registró un incremento de 59,5%, que se explica por el aumento del saldo promedio de estos depósitos y por la mayor tasa de remuneración.

67 El saldo promedio de estos depósitos a junio de 2015 fue de COP 13.092,7 mm, monto igual al presupuestado.

Al cierre de junio de 2015 los activos del Banco de la República registraron un saldo de COP 141.255 mm.

amortizaciones, IVA descontable y otros gastos operacionales y no operacionales.

- Por último, el gasto neto de pensiones de jubilación presentó un resultado de COP 28,1 mm, que representa el 51,6% de lo proyectado para el año, producto del costo financiero por concepto de pensiones de jubilación, auxilios educacionales y servicio médico.

B. ESTRUCTURA FINANCIERA

Durante el primer semestre del año el activo del Banco se incrementó en COP 16.087 mm, principalmente como resultado de la variación de las reservas internacionales brutas (COP 8.860 mm). Por su parte, las principales variaciones del pasivo y del patrimonio se explican por el incremento de los depósitos de la DGCPTN en el Banco (COP 7.363 mm), la cuenta de ajuste de cambio (COP 9.467 mm) y las pérdidas registradas durante el primer semestre de 2015 (COP 1.055 mm)⁶⁸ (Cuadro 15).

1. Activo

Los activos del Banco de la República registraron un saldo de COP 141.255 mm⁶⁹ al cierre de junio de 2015. Esta cifra es superior en COP 16.087 mm (12,9%) al saldo observado en diciembre de 2014, cuando los activos ascendieron a COP 125,168 mm. Las principales variaciones de las cuentas del activo se explican por:

- *Reservas internacionales:* al cierre de junio de 2015 las reservas internacionales brutas, valoradas a precios de mercado, fueron COP 122.090 mm (USD 46.982 m)⁷⁰, superiores en COP 8.860 mm (7.8%) con respecto a las observadas el 31 de diciembre de 2014. Esta variación es explicada principalmente por: i) el ajuste de cambio, resultado de la depreciación del peso con respecto al dólar, lo que incrementó el saldo en pesos de las reservas internacionales brutas en COP 9.467 mm, y ii) el rendimiento por intereses causado en lo corrido del año 2015 por COP 513 mm. Lo anterior se compensó parcialmente con la valoración a precios de mercado y el diferencial

68 A partir de 2015 el Banco reporta sus estados financieros bajo un nuevo marco contable basado en las NIIF. Las comparaciones se realizan con respecto a diciembre de 2014, reexpresando sus saldos en términos de NIIF. Para una explicación detallada, véase Recuadro 3: “Nuevo marco contable del emisor basado en las NIIF”, *Informe al Congreso de la República*, marzo de 2015.

69 Este saldo tiene descontado el valor de los pasivos asociado con operaciones de las reservas internacionales.

70 Véase la nota al pie anterior.

Cuadro 15

Estado de la situación financiera del Banco de la República, clasificado por criterio económico (resultados de diciembre de 2014 y junio de 2015)

Presentación bajo el nuevo marco contable basado en las NIIF
(miles de millones de pesos)

Cuentas	Diciembre, 2014		Junio, 2015		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	125.168	88,6	141.255	100,0	16.087	12,9
Reservas internacionales brutas	113.231	80,2	122.090	86,4	8.860	7,8
Aportes en organismos internacionales	2.997	2,1	3.448	2,4	451	15,1
Inversiones	3	0,0	1.520	1,1	1.517	- - -
Sector público regulación monetaria	3	0,0	1.520	1,1	1.517	- - -
Pactos de reventa y apoyos transitorios de liquidez	6.885	4,9	12.032	8,5	5.147	74,8
Cuentas por cobrar	151	0,1	156	0,1	5	3,4
Otros activos netos	1.902	1,3	2.009	1,4	106	5,6
Pasivo y patrimonio	125.168	88,6	141.255	100,0	16.087	12,9
Pasivo	94.895	67,2	102.461	72,5	7.566	8,0
Pasivos en M/E que afectan reservas internacionales	12	0,0	15	0,0	3	27,7
Base monetaria	69.671	49,3	69.269	49,0	(402)	(0,6)
Efectivo	45.194	32,0	43.809	31,0	(1.385)	(3,1)
Reserva	24.477	17,3	25.460	18,0	983	4,0
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	71	0,1	50	0,0	(21)	(29,7)
Gobierno nacional: DGCPTN M/N	7.606	5,4	14.969	10,6	7.363	96,8
Gobierno nacional: DGCPTN M/E	150	0,1	134	0,1	(15)	(10,3)
Depósitos remunerados de control monetario	13.093	9,3	13.093	9,3	-	0,0
Obligaciones con organismos internacionales	4.225	3,0	4.707	3,3	482	11,4
Otros pasivos	68	0,0	224	0,2	156	230,6
Patrimonio total	30.273	21,4	38.794	27,5	8.521	28,1
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Reservas por fluctuación de monedas	1.760	1,2	705	0,5	(1.055)	(60,0)
Superávit	29.825	21,1	39.290	27,8	9.464	31,7
Liquidación CEC	453	0,3	453	0,3	0	0,0
Ajuste de cambio	29.223	20,7	38.691	27,4	9.467	32,4
Por inversión neta en activos para actividad cultural	156	0,1	169	0,1	13	8,2
Otros resultados integrales	(7)	(0,0)	(23)	(0,0)	(15)	215,2
Resultados	(1.145)	(0,8)	(1.055)	(0,7)	90	(7,9)
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	(1.145)	(0,8)	(1.055)	(0,7)	90	(7,9)
Resultados acumulados proceso de convergencia a NIIF	(180)	(0,1)	(158)	(0,1)	21	(11,9)

- - - Variación superior al mil por ciento.
Fuente: Banco de la República.

cambiario, que produjeron una disminución en el saldo de las reservas por COP 1.112 mm⁷¹, entre otros.

- *Portafolio de inversiones en moneda nacional*: su saldo valorado a precios de mercado fue de COP 1.520 mm en junio de 2015, superior en COP 1.517 mm con respecto al cierre del año 2014. Lo anterior fue el resultado de: i) compras de TES por parte del Banco de la República por COP 1.389 mm; ii) traslado de TES por parte del Gobierno al Banco de la República por COP 124 mm para cubrir parte de las pérdidas del Banco registradas en 2014, y iii) la valoración a precios de mercado de su portafolio por COP 6 mm. Así, el resultado final fue un incremento en el saldo de estos títulos en poder del Banco.
- *Operaciones repo utilizadas para otorgar liquidez transitoria*: presentaron un saldo de COP 12.032 mm al finalizar junio de 2015, lo que significó un incremento de COP 5.147 mm (74,8%) con respecto al cierre de 2014.

2. Pasivo

Por su parte, los pasivos ascendieron a COP 102.461 mm.

A 30 de junio de 2015 el saldo de los pasivos ascendió a COP 102.461 mm, superior en COP 7.566 mm (8%) al registrado al finalizar el año 2014. A continuación se explican las principales cuentas:

- *Base monetaria*: el 30 de junio de 2015 la base monetaria presentó un saldo de COP 69.269 mm, inferior en COP 402 mm (0,6%) al registrado al cierre de 2014, resultado de una reducción de COP 1.385 mm en el valor del efectivo que se compensa con un incremento de COP 983 mm de la reserva bancaria.
- *Los depósitos en pesos del gobierno nacional*, constituidos mediante la DGCPTN en el Banco de la República, tuvieron un saldo de COP 14.969 mm al cierre de junio de 2015⁷². Este monto es superior en COP 7.363 mm (96,8%) al registrado en diciembre de 2014.
- *Los depósitos remunerados de control monetario*, constituidos desde el año 2012, presentaron un saldo de COP 13.093 mm al cierre de junio de 2015, igual al registrado en diciembre de 2014⁷³.

71 El diferencial cambiario se refiere al efecto contable generado por la depreciación o apreciación del dólar frente a las monedas que conforman el portafolio de las reservas internacionales.

72 Este saldo no incluye los intereses devengados y no pagados, como lo establece la práctica bajo las NIIF; así, el valor de estos intereses se registra dentro de los otros pasivos.

73 En este caso, el saldo no incluye los intereses devengados y no pagados, como tampoco el diferencial de tasas originado en la prima en la colocación de estos títulos como lo establece la práctica bajo NIIF. En esta presentación, el valor por estos dos conceptos se incluye dentro de los otros pasivos.

3. Patrimonio

El patrimonio ascendió a COP 38.794 mm en junio de 2015, superior en COP 8.521 mm (28,1%) con respecto a la cifra observada en diciembre de 2014. Este incremento se explica, principalmente, por: i) la variación de la cuenta de ajuste de cambio, la cual aumentó en COP 9.467 mm (32,4%) como resultado de la depreciación del peso con respecto al dólar; ii) la pérdida del ejercicio enero-junio de 2015 por COP 1.055 mm, y iii) el traslado del Gobierno por COP 124 mm para enjugar parte de las pérdidas de 2014.

C. PROYECCIÓN DE INGRESOS Y GASTOS

Para 2015 se estima un resultado operacional negativo de COP 1.471,1 mm, producto de ingresos por COP 431,0 mm y de egresos por COP 1.902,1 mm (Cuadro 16). La reserva para fluctuación de monedas a junio de 2015 es de COP 704,5 mm, con lo cual, la transferencia del Gobierno para cubrir parte de las pérdidas se estima en COP 766,6 mm.

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

- Los rendimientos de las reservas internacionales se estiman en -COP 556,1 mm, superiores en COP 3,9 mm a los observados el año anterior. Se proyecta que la rentabilidad promedio del portafolio de las reservas internacionales será de -0,50%. Este resultado incorpora: i) pérdida por diferencial cambiario de COP 835,2 mm⁷⁴, y ii) rendimientos y valorizaciones por COP 279,1 mm, dentro de los cuales, se incluyen -COP 14,0 mm por desvalorización de las inversiones en oro⁷⁵.
- El ingreso estimado por las operaciones de liquidez mediante repos se proyecta en COP 289,3 mm, superior en COP 152,3 mm frente a 2014. Este aumento obedece al mayor volumen y tasa de interés en las operaciones repo⁷⁶.
- El ingreso neto estimado por el ajuste en cambio (COP 176,7 mm) es el resultado de ingresos por COP 231,6 mm y de egresos por COP 54,9 mm, producto de la variación del dólar frente al peso sobre los activos y pasivos en moneda extranjera diferente a las reservas internacionales.

Para 2015 se estima un resultado operacional negativo de COP 1.471,1 mm.

⁷⁴ Las estimaciones contemplan las tasas de cambio observadas al cierre de junio y no consideran variaciones en el resto del año. Las pérdidas proyectadas por el diferencial cambiario suponen la apreciación del dólar estadounidense frente al dólar canadiense (-7,2%), al dólar australiano (-6,1%), al dólar neozelandés (-13,5%) y a la corona sueca (-5,7%).

⁷⁵ Al cierre de 2014 el precio internacional del oro fue de USD 1.199,3 por onza troy y se estima un precio para fin de 2015 de USD 1.182,0 por onza troy.

⁷⁶ Para 2015 se estiman repos por COP 6.557,6 mm promedio diario frente a COP 3.479,2 mm realizados en 2014. La tasa de interés promedio estimada para 2015, 4,5% e. a., frente a 4,0% e. a. de 2014.

Cuadro 16
Proyección del estado de resultados del Banco de la República, 2015
(miles de millones de pesos)

	Observado 2014	Proyección 2015	Variaciones anuales	
			Porcentuales	Absolutas
I. Total ingresos (A + B + C)	473,6	431,0	(9,0)	(42,6)
A. Ingresos monetarios	89,1	(0,3)	(100,3)	(89,4)
1. Intereses y rendimientos	(378,7)	(233,9)	(38,2)	144,8
Reservas internacionales	(560,1)	(556,1)	(0,7)	3,9
Rendimientos	485,8	279,1	(42,6)	(206,8)
Diferencial cambiario	(1.045,9)	(835,2)	(20,1)	210,7
Portafolio de inversiones de regulación monetaria (TES)	44,3	32,9	(25,7)	(11,4)
Operaciones activas de regulación monetaria (repos)	137,0	289,3	111,1	152,3
2. Diferencias en cambio	465,8	231,6	(50,3)	(234,2)
3. Otros ingresos monetarios	2,1	2,0	(1,8)	(0,0)
B. Moneda metálica emitida	187,3	267,9	43,1	80,7
C. Ingresos corporativos	197,2	163,3	(17,2)	(33,9)
1. Comisiones: servicios bancarios y negocios fiduciarios	137,5	139,9	1,8	2,4
Servicios bancarios	65,3	63,3	(3,0)	(2,0)
Negocios fiduciarios	72,2	76,6	6,1	4,4
2. Otros ingresos corporativos	59,7	23,4	(60,7)	(36,3)
II. Total gastos (A + B + C + D)	1.618,3	1.902,1	17,5	283,8
A. Gastos monetarios	977,1	1.166,4	19,4	189,3
1. Intereses y rendimientos	881,0	1.046,7	18,8	165,8
Depósitos remunerados (DGCPTN)	423,7	518,3	22,3	94,6
Depósitos remunerados de control monetario	443,4	511,3	15,3	67,8
Depósitos de operaciones pasivas para regulación monetaria	13,8	17,2	24,4	3,4
2. Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior	26,1	33,6	28,7	7,5
3. Comisión de compromiso del crédito flexible con el FMI	27,1	31,0	14,2	3,9
4. Diferencias en cambio	42,8	54,9	28,3	12,1
5. Otros gastos monetarios	0,2	0,2	32,3	0,1
B. Billetes y monedas	148,5	210,6	41,8	62,1
C. Gastos corporativos	432,8	463,0	7,0	30,2
1. Gastos de personal	287,0	309,5	7,8	22,5
2. Gastos generales	73,3	81,0	10,4	7,6
3. Otros corporativos	72,5	72,6	0,1	0,1
D. Gastos pensionados	59,8	62,0	3,6	2,1
III. Resultado del ejercicio (I - II)	(1.144,8)	(1.471,1)	28,5	(326,4)

Fuente: Banco de la República.

- Se estima que la puesta en circulación de moneda metálica generará ingresos por COP 267,9 mm⁷⁷ superior en 43,1%. Este crecimiento está asociado, principalmente, con la puesta en circulación de un mayor número de piezas de moneda de las denominaciones de COP 200, COP 500 y COP 1.000, en especial por el ingreso por valor facial de la moneda de COP 1.000.
- Los ingresos corporativos se estiman en COP 163,3 mm, con una reducción anual de 16,6%, principalmente porque en 2014 se generó un ingreso adicional en la venta del platino y metales adherentes⁷⁸.

Los egresos para 2015 se estiman en COP 1.902,1 mm, con un aumento anual de COP 283,7 mm (17,5%), así:

- Se proyecta que la remuneración a los depósitos de la DGCPTN en el Banco ascenderá a COP 518,3 mm, con un aumento anual de 22,3% (COP 94,6 mm), producto del mayor saldo y tasa de interés promedio esperado de estos depósitos⁷⁹.
- 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 COP 511,3 mm, con una variación anual de 15,3% y un incremento de COP 67,8 mm frente a 2014⁸⁰.
- Los costos de emisión y distribución de especies monetarias se calculan en COP 210,6 mm, con una variación anual de 41,8% (COP 62,1 mm), resultado de la mayor demanda y puesta en circulación de billetes y monedas.
- Los egresos corporativos se proyectan en COP 463,0 mm, con una variación anual de 7,0% (COP 30,2 mm), de los cuales COP 309,5 mm corresponden a gastos de personal, COP 81,0 mm a gastos generales y COP 72,6 mm a otros gastos corporativos:
 - Los gastos de personal se estiman con un crecimiento anual de 7,8%, de acuerdo con lo pactado en la convención colectiva vigente⁸¹ y por el aumento de la planta para el fortalecimiento de procesos y para el desarrollo de proyectos informáticos, estos últimos de carácter temporal⁸².

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

78 El ingreso por la venta de platino en 2014 fue de COP 32.364 m y por la venta de metales adherentes COP 664 m.

79 Los volúmenes promedio diarios para 2015 se estiman en COP 11.770,7 mm frente a COP 11.157,7 mm en 2014; el presupuesto contempló volúmenes promedio de COP 8.600 mm. La tasa proyectada para 2015 es de 4,5% e. a. frente a 3,9% en 2014.

80 El saldo promedio diario de estos depósitos en 2014 fue de COP 9.389,2 mm y se estima para 2015 un promedio diario de COP 10.134,7 mm (igual al presupuestado).

81 La convención colectiva establece un incremento salarial anual igual a la meta de inflación más dos puntos porcentuales.

82 Proyectos informáticos asociados con la modernización y fortalecimiento de procesos de las subgerencias de Pagos y Operación Bancaria, Industrial y de Tesorería, y de Gestión Administrativa.

- Los gastos generales se estiman en COP 81,0 mm, con un aumento anual de 10,4%. El incremento estimado para 2015 se explica, principalmente, por gastos adicionales asociados con el mantenimiento de equipos de infraestructura eléctrica, sistemas de aire acondicionado, de tecnología y del área de tesorería y por los contratos que se ajustan de acuerdo con el incremento del salario mínimo⁸³.
- Otros gastos corporativos, tales como impuestos, seguros, depreciaciones, provisiones y amortizaciones, IVA descontable, contribuciones y afiliaciones, se estiman en COP 72,6 mm, sin incremento frente a 2014.
- Por último, se estima que los gastos netos de pensionados ascenderán a COP 62,0 mm, con un incremento de 3,6% con respecto a 2014.

83 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 BLAA, entre otros.

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 (BIS, por su sigla en inglés). De acuerdo con esto, 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, los cuales se mantienen registrados a su costo de adquisición en DEG en el rubro “aportes en organismos y entidades internacionales”. El 2 de julio de 2015, por concepto de dividendos, el Banco recibió USD 949.315, correspondientes al ejercicio contable del BIS 2014-2015; abril de 2014 a marzo de 2015, lo cual equivale a una rentabilidad anual del 1,0% ¹.

Como miembro del BIS el Banco participa en reuniones periódicas donde se examinan los acontecimientos recientes y las perspectivas de la economía global y de los mercados financieros. Estos encuentros son, además, un foro de discusión para intercambiar puntos de vista y experiencias en temas que son de especial relevancia para los bancos centrales, lo que contribuye a entender mejor los desafíos que afectan a varios países y a implementar medidas de política apropiadas.

La incorporación del Banco de la República al BIS ha permitido su participación en el Consejo Consultivo para las Américas (CCA), el cual está conformado por los gobernadores

(gerentes) de los bancos centrales del continente americano miembros del BIS². Desde enero de 2014 este organismo es presidido por el gerente general del Banco de la República, doctor José Darío Uribe. Dentro de sus actividades, el CCA orienta trabajos de investigación en temas de interés para la región. Durante el último año el Banco participó en un proyecto que busca modelar la adopción de medidas macroprudenciales en una economía exportadora de bienes primarios y cuantificar el impacto de los instrumentos de política a cargo de las autoridades económicas. Asimismo, actualmente participa en la agenda de investigación, cuyo objetivo es evaluar la efectividad de las políticas macroprudenciales y su interacción con la política monetaria.

Por otra parte, el Banco participa en el Grupo Consultivo de Directores de Operaciones (GCDO) —red de representantes de los bancos centrales responsables de las operaciones de mercado abierto y del mercado cambiario—, en el grupo de directores de estabilidad financiera y en grupos de trabajo relacionados con la gestión de las reservas internacionales. Estos espacios fomentan la cooperación entre bancos centrales y el análisis de temas que son comunes y de gran relevancia para la estabilidad monetaria y financiera.

1 La Asamblea General del BIS aprobó el pago de un dividendo de 225 DEG por acción. La rentabilidad corresponde a la razón entre el dividendo recibido y el precio de suscripción por acción (21.904 DEG).

2 Argentina, Brasil, Canadá, Chile, Colombia, Estados Unidos, México y Perú.

Este reporte fue coordinado, editado y diagramado por la Sección de Gestión de Publicaciones del Departamento de Servicios Administrativos, con caracteres Times New Roman de 10,5 puntos.

Impreso por Nomos

Agosto de 2015