



INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL
CONGRESO DE LA REPÚBLICA



Marzo de 2015

ISSN - 1657 - 799X



INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

Marzo 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, marzo 27 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 Congreso de la República un Informe donde se señalan los resultados macroeconómicos del año 2014 y de 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
Resumen ejecutivo	16
I. Contexto internacional	29
A. Desempeño de las economías desarrolladas en 2014	31
B. Desempeño de las economías emergentes en 2014	34
C. Proyecciones para 2015	35
II. La economía colombiana: resultados en 2014 y perspectivas para 2015	38
A. Actividad económica	41
B. Mercado laboral	50
C. Inflación	54
D. Tasas de interés y sector financiero	60
E. Balance externo y política cambiaria	75
Recuadro 1: La caída del precio del petróleo y sus canales de influencia sobre la economía colombiana	86
Recuadro 2: Tasa de cambio nominal e inflación en Colombia	90
III. Reservas internacionales	95
A. Composición del portafolio de inversión	96
B. Rentabilidad de las reservas	97
IV. Situación financiera del Banco de la República	99
A. Evolución del estado de resultados	99
B. Constitución de reservas y distribución de utilidades	104
C. Balance del Banco de la República según criterio económico	105
D. Presupuesto de ingresos y gastos para el año 2015	108
Recuadro 3: Nuevo marco contable del Emisor basado en las NIIF	115
Anexo: Políticas de administración del portafolio de inversión de las reservas internacionales	118

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Precios internacionales del petróleo (Brent y WTI)	30
Gráfico 2	Precios internacionales de los alimentos	31
Gráfico 3	PIB real de los Estados Unidos	31
Gráfico 4	Tasa de desempleo y creación de empleo en los Estados Unidos	32
Gráfico 5	Crecimiento trimestral del PIB real para algunos países de la zona del euro	33
Gráfico 6	Inflación anual de la zona del euro	33
Gráfico 7	Tasas de interés a diez años para los títulos de deuda pública de algunos países de la zona del euro	34
Gráfico 8	Crecimiento anual del PIB real para algunos países de América Latina	34
Gráfico 9	Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina	35
Gráfico 10	Producto interno bruto	41
Gráfico 11	Tasa de desempleo (trimestre móvil desestacionalizado)	50
Gráfico 12	Tasa de desempleo (siete áreas, trimestre desestacionalizado)	51
Gráfico 13	Tasa de desempleo de los jefes de hogar	51
Gráfico 14	Tasa global de participación y tasa de ocupación	51
Gráfico 15	Número de ocupados y variación anual	52
Gráfico 16	Empleo por tipo de ocupación	53
Gráfico 17	Índice de salarios nominales: industria y comercio	53
Gráfico 18	Índice de salarios nominales: construcción pesada y vivienda	54
Gráfico 19	Inflación total al consumidor e inflación básica	54
Gráfico 20	IPP por procedencia	57
Gráfico 21	Tasa de interés de intervención del Banco de la República, tasa interbancaria (TIB) y DTF	60
Gráfico 22	Tasas de interés reales	61
Gráfico 23	Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de subasta de expansión del Banco de la República	63
Gráfico 24	Índice de las tasas cero cupón a diez años: Latinoamérica y otros emergentes	63
Gráfico 25	Repos netos, PSE y patrimonio de los establecimientos de crédito	65
Gráfico 26	Crecimiento nominal anual de los PSE, depósitos a la vista y depósitos a término	65
Gráfico 27	Crecimiento anual del M3, los pasivos sujetos a encaje y la cartera en moneda legal (ML)	66
Gráfico 28	Principales activos de los establecimientos de crédito	67
Gráfico 29	Crecimiento de la cartera por tipo	67
Gráfico 30	Crecimiento real anual de la cartera vencida	68
Gráfico 31	Indicador de mora y calidad de la cartera bruta	69
Gráfico 32	Crecimiento real anual de la cartera riesgosa	70
Gráfico 33	IRL_R a 30 días	71
Gráfico 34	Promedio móvil mensual del VeR	73

Gráfico 35	Índices de tasas de cambio nominales de algunos países de América Latina	81
Gráfico 36	<i>Credit default swaps</i> de algunos países de América Latina	81
Gráfico 37	Tasa de cambio nominal y precio internacional del petróleo	82
Gráfico 38	Índices de tasa de cambio real	82
Gráfico 39	Reservas internacionales/M3	84
Gráfico 40	A. Reservas internacionales/amortizaciones del año siguiente	85
	B. Reservas internacionales/servicio de la deuda del año siguiente	85
	C. Reservas internacionales/(déficit de cuenta corriente + amortizaciones) del año siguiente	85
Gráfico 41	A. Reservas internacionales/PIB	85
	B. Reservas internacionales como meses de importaciones de bienes	85
Gráfico 42	Composición de las reservas internacionales brutas	96
Gráfico 43	Composición del portafolio de inversión y administradores	96
Gráfico 44	Composición del portafolio de inversión por sectores	96
Gráfico 45	Distribución de las inversiones por calificación crediticia	96
Gráfico 46	Composición cambiaria del portafolio de inversión	97
Gráfico 47	Comportamiento de las monedas de reserva frente al dólar estadounidense	102
Gráfico 48	Tasas de interés de los bonos a 10 años	102

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	42
Cuadro 2	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	45
Cuadro 3	Indicadores de inflación al consumidor	55
Cuadro 4	Principales tasas de interés nominales del sistema financiero	61
Cuadro 5	Indicadores de riesgo por modalidad de crédito	69
Cuadro 6	Balanza de pagos de Colombia	77
Cuadro 7	Indicadores de las reservas internacionales de Colombia	84
Cuadro 8	Estado de resultados del Banco de la República (2014) bajo principios de contabilidad generalmente aceptados (PCGA)	100
Cuadro 9	Constitución de reservas y distribución de utilidades	105
Cuadro 10	Balance del Banco de la República clasificado por criterio económico: resultados a diciembre 2013 y a diciembre de 2014	106
Cuadro 11	Presupuesto para 2015 del Banco de la República bajo las normas internacionales de información financiera (NIIF)	110
Cuadro 12	Estado de resultados del Banco de la República por principales componentes, ejecución 2014 y presupuesto 2015	113

INTRODUCCIÓN

Luego de la rápida recuperación de los efectos de la crisis financiera internacional de 2009, la economía colombiana gozó de un período sostenido de expansión económica entre 2010 y 2014, que la llevó a ser una de las economías más dinámicas de América Latina. Las cifras así lo demuestran: el crecimiento promedio anual durante estos años fue de 4,8% y la tasa de desempleo para el total nacional se redujo al 9%, gracias a una masiva creación de trabajo asalariado que redujo los índices de informalidad, aumentó la confianza de los consumidores y estimuló el consumo de los hogares.

Este buen desempeño obedeció, en parte, a la mejora de los términos de intercambio, impulsados por el fuerte incremento en el precio del petróleo, que para la referencia Brent alcanzó en esos cuatro años un nivel promedio de USD 110 por barril (bl). Como resultado, la economía colombiana obtuvo rentas extraordinarias, que favorecieron las finanzas públicas y aumentaron el ingreso disponible. Esto se reflejó en un fortalecimiento de la demanda interna que estimuló la actividad económica y generó un círculo virtuoso con grandes beneficios económicos y sociales para el país.

El crecimiento observado en 2013 y 2014 muestra un consumo total que se expandió por encima del ritmo de la economía, con un fuerte dinamismo tanto en el consumo de los hogares como en el del Gobierno. Por el lado de la formación bruta de capital, las obras civiles y edificaciones (principalmente de vivienda) fueron los renglones líderes. Los beneficios de la bonanza petrolera fueron aprovechados por el Gobierno para sus programas sociales y de infraestructura, y por los hogares para invertir en vivienda y aumentar su consumo, en especial de bienes durables.

En ambos años, y sobre todo en 2014, la demanda interna creció más que el producto interno bruto (PIB), a la vez que recibió amplios niveles de financiamiento externo.

En este contexto, a partir del segundo semestre de 2014 la economía colombiana comenzó a recibir un fuerte choque en sus términos de intercambio como resultado de la sorpresiva caída en el precio internacional del petróleo. Esta disminución alcanzó el 60% entre finales de junio de 2014 y mediados de enero de 2015, al pasar de USD 115 bl a USD 45,8 bl para la referencia Brent. Los pronósticos de los analistas internacionales permiten prever que se trata de un choque con un componente persistente. Todos concuerdan en que la recuperación del precio será lenta, y que

difícilmente en el mediano plazo recuperará los niveles que se observaron antes de la caída reciente, debido a que no se espera que el exceso de oferta de crudo, principal causa de este fenómeno, desaparezca en los próximos años.

De esta manera, ese factor positivo que impulsó la economía colombiana en el pasado dejará de ser un motor de crecimiento. Dada la persistencia del choque, será imprescindible que la economía del país se ajuste a las nuevas circunstancias. De lo contrario, surgirían desequilibrios macroeconómicos que pondrían en peligro los progresos logrados, que ubican hoy en día a Colombia como una economía con grado de inversión y cuyos avances sociales han sido significativos.

Dicho ajuste es más importante en la medida en que el prolongado auge petrolero llevó a que esta actividad ganara protagonismo en ciertos aspectos de la economía colombiana. Durante el período 2011-2014, cerca del 53% de las exportaciones del país correspondieron a petróleo. Los ingresos originados en la actividad petrolera representaron, en promedio, cerca del 16% de los del gobierno nacional central (GNC) y las regalías petroleras ganaron importancia en los ingresos de las entidades territoriales. Por su parte, la inversión extranjera directa (IED) en el sector petrolero atrajo en promedio una tercera parte de la IED total. La inversión utilizada en el sector minero en esos años aumentó su participación en la inversión total del país hasta llegar a 15%. Finalmente, aunque dicho sector no es un generador importante de empleo directo por ser intensivo en capital, sí tiene encadenamientos considerables con la economía por medio de la demanda de numerosos servicios.

En tales condiciones, el ajuste de la economía deberá realizarse en diversos frentes. En el campo fiscal el Gobierno ya avanza en este proceso, tanto con la reforma tributaria aprobada a finales de 2014, como con los recortes y aplazamiento de gasto anunciados. Si los pronósticos de los analistas sobre el precio del petróleo se cumplen, posiblemente a futuro se tendría que profundizar ese ajuste. El cumplimiento de la regla fiscal será fundamental para lograr un ajuste oportuno y ordenado. De otra parte, será indispensable una recomposición del crecimiento desde la demanda interna hacia las exportaciones. Para ello, la depreciación del peso con respecto al dólar será un factor clave, no solo porque amortigua el impacto sobre las finanzas públicas, sino también porque, al depreciarse la tasa de cambio real aumenta la competitividad del sector exportador, lo cual puede estimular una mayor diversificación de las exportaciones. Ello podría contribuir a contener la ampliación del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos ante la caída del valor de las exportaciones de petróleo y, a la vez, ofrecer un impulso al crecimiento del producto.

Si bien un ajuste oportuno de la economía ayudará a prevenir desequilibrios macroeconómicos insostenibles, no impedirá que se transmitan los efectos del choque petrolero. Es importante crear un consenso sobre la necesidad de adaptarse a esta nueva realidad. Las políticas monetaria y fiscal no tienen el poder de eliminar totalmente los efectos negativos del choque, en la medida en que se podrían generar otros desbalances riesgosos para la economía, si esta no se adapta a su nueva

senda de ingreso. Ello es coherente con el anuncio del Banco de la República de reducir su pronóstico de crecimiento para 2015 de 4,3% a 3,6% (dentro de un rango de incertidumbre entre 2% y 4%), y con una estrategia de comunicación clara que informe a la sociedad colombiana el alcance y posibles consecuencias del choque mencionado. Para ese propósito el papel de este *Informe al Congreso* es fundamental.

En otro frente de la situación económica, la actual tendencia creciente de la inflación, que en febrero sobrepasó el techo del rango meta (4,36% vs. 4,0%), contrasta con el comportamiento de esta variable durante los últimos años. La aceleración de la inflación se explica principalmente por el mayor ritmo de aumento en los precios de los alimentos y, en menor medida, por un traspaso parcial de la depreciación del peso a algunos rubros de la canasta familiar. En contraste, el promedio de las medidas de inflación básica se situó en 3,53%. Esto revela que el aumento en la inflación total al haber sido presionado por un incremento anormal en el precio de algunos alimentos, corresponde a un fenómeno que se espera sea transitorio.

Las expectativas de inflación indican que los mercados perciben claramente el carácter transitorio de la desviación de la inflación con respecto a su rango meta. En efecto, para marzo de 2015 el promedio de las expectativas de inflación de los analistas a uno y dos años se situó en 3,17% y 3,14%, respectivamente. Las que se derivan de los TES a dos, tres y cinco años se encuentran en la mitad superior del rango meta. Adicionalmente, se observa que entre mayor es el plazo de la expectativa de inflación, esta se aproxima más a la meta de inflación (3%).

La evaluación de la situación inflacionaria que se presenta en este *Informe al Congreso* coincide con la percepción que tiene el mercado, por cuanto atribuye el incremento de la inflación al consumidor, en su mayor parte, a un choque de oferta en la producción de alimentos, que debe corregirse en los próximos meses. Adicionalmente, la desaceleración de la actividad económica que se prevé para 2015 contribuirá a reducir la presión sobre los precios, a medida que se modere la demanda interna de la economía.

La postura de la política monetaria de mantener inalterada la tasa de interés de referencia a un nivel de 4,5% desde agosto de 2014 es coherente con este análisis, al considerar que el incremento actual de la inflación no es impulsado por un exceso de demanda. Igualmente, contempla que la desaceleración esperada de la demanda agregada obedece a un ajuste permanente del ingreso, que no debe activar una respuesta de la política monetaria, puesto que ello podría traer consigo otros desequilibrios riesgosos para la economía.

RESUMEN EJECUTIVO

CONTEXTO INTERNACIONAL

Varios hechos fundamentales caracterizan el contexto internacional actual: crecimiento económico global que continúa a ritmo lento, aunque con diferencias importantes entre países; fuerte caída en el precio del petróleo que en términos netos tiene un efecto positivo sobre la economía mundial, pero con consecuencias opuestas sobre países importadores y exportadores de petróleo; apreciación mundial del dólar, y bajas tasas de interés de largo plazo en las principales economías avanzadas.

Países avanzados

Durante el año 2014 se observó una recuperación en la actividad real de los países avanzados que, de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), crecieron 1,8% frente al 1,3% en 2013.

El crecimiento económico de este grupo de países estuvo liderado por los Estados Unidos, con una expansión del PIB de 2,4% en 2014, que superó el resultado del año anterior (2,2%). Este dinamismo fue impulsado por el buen desempeño del consumo y de la inversión no residencial. La mayor actividad real estadounidense se reflejó en una tendencia decreciente de la tasa de desempleo, que se redujo de 6,7% en diciembre de 2013 a 5,6% al finalizar 2014, comportamiento que se ha mantenido en los primeros meses del presente año. En un contexto de menor desempleo e inflación baja, la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) procedió al desmonte gradual de su programa de compra de activos financieros entre enero y octubre de 2014. Igualmente, mantuvo su tasa de interés en 0,25%, y ha sugerido que podría iniciar su incremento gradual una vez la recuperación de la economía se consolide y la inflación presente signos de convergencia hacia el objetivo de largo plazo del 2,0%.

Durante 2014 la zona del euro continuó creciendo a un ritmo muy lento, de apenas 0,9% anual, aunque el desempeño entre países fue diferente. España y Portugal mostraron signos de recuperación, en tanto que Francia permaneció estancada e Italia siguió contrayéndose. Alemania logró una expansión de 1,6%, pero con tasas de crecimiento inestables a lo largo del año, que evidencian importantes vulnerabilidades. Ante el escaso dinamismo económico y las menores cotizaciones

de los bienes básicos, se acentuaron las presiones desinflacionarias en la zona del euro, de tal forma que la inflación de la región al concluir el año se ubicó en terreno negativo (-0,2%). En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) decidió iniciar una política de expansión cuantitativa para ofrecer un mayor estímulo a la economía y combatir las presiones deflacionarias.

Para otras economías desarrolladas se destaca el buen desempeño del Reino Unido, que aceleró su crecimiento anual de 1,7% en 2013 a 2,6% un año adelante. En contraste, la economía de Japón registró un estancamiento durante 2014, lo que significa un retroceso frente al aumento anual del PIB de 1,6% que se observó en el año 2013.

En cuanto a los mercados financieros internacionales, las tasas de los bonos de largo plazo de los Estados Unidos mostraron disminuciones durante 2014, y en lo corrido de 2015, aunque han presentado alguna corrección, continúan en niveles bajos. Igualmente, las tasas de los bonos de largo plazo de los principales países de la zona del euro tuvieron un comportamiento similar durante 2014.

Economías emergentes

En contraste con el mejor resultado promedio para las economías avanzadas, las economías emergentes se desaceleraron en 2014, al registrar un crecimiento del PIB de 4,4%, inferior al 4,7% alcanzado en 2013. Por regiones, la expansión anual del PIB en Asia se redujo levemente de 6,6% a 6,5%, mientras que en América Latina la desaceleración fue más marcada, al pasar de 2,8% a 1,2%.

En el caso de China el crecimiento del PIB para 2014 fue de 7,4%, inferior al observado durante 2013 (7,8%). En cuanto a América Latina, predominó el bajo dinamismo en la mayor parte de los países de la región. En términos generales, las ventas al exterior se mantuvieron débiles, como consecuencia de la reducción en los precios de los principales bienes básicos de exportación y del debilitamiento de la demanda de los socios comerciales. De forma similar, la confianza de los hogares y de los empresarios se mantuvo en niveles bajos, lo cual afectó las decisiones de inversión y de consumo.

Perspectivas para 2015

Para el presente año se anticipa un leve repunte en el crecimiento mundial, fundamentado en un mejor desempeño de las economías desarrolladas, especialmente en los Estados Unidos, y en la recuperación de algunos países emergentes. La expansión en el PIB estadounidense se aceleraría gracias al buen comportamiento de su demanda interna, en especial del gasto de los hogares, que se ha visto favorecido por la reducción en los precios de los combustibles y por las mejoras del mercado laboral. No obstante, el efecto neto en la economía podría moderarse por la reducción de la inversión en el sector petrolero ante los menores precios del crudo.

En el caso de la zona del euro existen dudas sobre la efectividad del programa de relajamiento cuantitativo del BCE para reactivar el canal del crédito de la región, dado el alto nivel de endeudamiento que ya se registra en varios de sus países. En cuanto a los emergentes, se espera que continúe la desaceleración del crecimiento económico en China. Para el caso de América Latina se prevé un comportamiento heterogéneo. Algunos países, como Perú y Chile, se han visto favorecidos por el menor precio del petróleo, al ser importadores netos. México recibiría el estímulo de la mayor dinámica de la economía estadounidense. En contraste, las perspectivas de Brasil son poco alentadoras, como resultado del ajuste fiscal que implementaría y los bajos niveles de confianza de empresarios y consumidores. Finalmente, los problemas estructurales de Venezuela se han agudizado con los bajos precios internacionales del petróleo.

Precios del petróleo

Durante el segundo semestre de 2014 los precios internacionales del petróleo presentaron una fuerte caída que alcanzó el 60% entre finales de junio de 2014 y mediados de enero de 2015, al pasar de USD 115 por bl a USD 45,8 bl para la referencia Brent. Este choque obedeció a una conjugación de factores, dentro de los cuales predomina la consolidación del incremento en la oferta de petróleo y, en menor medida, la reducción en las perspectivas de la demanda.

La mayor oferta de petróleo ha estado asociada principalmente con el incremento en la extracción de crudos no convencionales en América del Norte y la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de no recortar su cuota de producción. Por su parte, el debilitamiento en las perspectivas de demanda ha respondido, principalmente, a las menores expectativas de crecimiento económico mundial y la mayor eficiencia en el uso de combustibles. A esto se suma la apreciación del dólar, que debilita aún más la demanda de crudo, al reducir el poder adquisitivo de las monedas de los países compradores (Banco Mundial, 2015)¹. Adicionalmente, las presiones a la baja sobre el precio se acentuaron con la liquidación de las posiciones de contratos de futuros y opciones por parte de los agentes del mercado financiero.

LA ECONOMÍA COLOMBIANA

Actividad económica en 2014

En 2014 la economía colombiana creció 4,6%, cifra levemente inferior a la observada en 2013 (4,9%). En el primer semestre del año factores como la amplia liquidez internacional, la elevada demanda por activos colombianos, las mejoras en el mercado

¹ “Understanding the Plunge in Oil Prices: Sources and Implications”, cap. 4, *Global Economics Prospects*, enero, Washington, D. C.

laboral y los efectos de la política monetaria y fiscal expansiva del año anterior llevaron a un alto crecimiento de la demanda interna, una expansión del PIB superior al 5%; también generaron una apreciación del tipo de cambio y una ampliación en el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Durante este período el dinamismo de la demanda interna impulsó las importaciones. Por su parte, la baja expansión de varios de nuestros socios comerciales, junto con algunos choques de oferta, afectaron el sector transable. Como resultado, las exportaciones netas restaron al crecimiento del producto.

A partir del tercer trimestre del año el cambio en las condiciones externas, especialmente en lo relacionado con el precio del petróleo, llevó a una depreciación del tipo de cambio. Sin embargo, esta variación en los precios relativos no alcanzó a reflejarse en una desaceleración pronunciada de la demanda interna ni en una aceleración de las exportaciones. El bajo dinamismo que presentaban las exportaciones netas fue reforzado por la caída en los términos de intercambio, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se mantuvo en niveles históricamente altos durante los últimos meses. Lo anterior estuvo acompañado de una desaceleración en el crecimiento económico, al pasar de 6,4% en el primer trimestre a 3,5% en el último trimestre del año.

En 2014 se destacó el papel del consumo público y de las inversiones en obras civiles, rubros que crecieron a un ritmo superior al del resto de la economía y que contribuyeron de manera importante a la expansión del PIB. La inversión en vivienda también aportó al dinamismo de la actividad económica, aunque en menor medida que en 2013.

Adicionalmente los altos niveles de confianza, la reducción del desempleo y las mejoras en la calidad del mismo, fomentaron el buen desempeño del consumo de los hogares. Esto último en un entorno de relativa disponibilidad de crédito a tasas de interés bajas.

Por el lado de la oferta, las ramas de mayor dinamismo fueron los sectores no transables (la construcción, el comercio y los servicios financieros). Por su parte, la industria manufacturera y la minería presentaron un comportamiento débil, incluso en algunos trimestres se observaron contracciones anuales. La mayoría de los sectores se desaceleraron durante la segunda mitad del año.

Perspectivas para 2015

Las proyecciones para 2015 sugieren como escenario más probable un crecimiento del PIB de 3,6%, en un rango de incertidumbre entre 2% y 4%. La desaceleración de la actividad económica frente al año anterior estaría principalmente relacionada con la caída de los precios internacionales del petróleo; el ajuste las finanzas públicas; el desempeño de la economía global, y el efecto sobre el comportamiento de los flujos de capital ante un eventual incremento de tasas de interés

en los Estados Unidos. De la misma manera, la disponibilidad de financiamiento externo y la confianza de los agentes económicos influirán en este resultado.

Los efectos de la caída de los precios internacionales del petróleo se transmiten a la economía nacional mediante diversos canales. El más importante es el descenso en los términos de intercambio. Ello se refleja en un deterioro del ingreso nacional y en una menor inversión, al igual que en una desmejora del balance comercial y fiscal. La caída de las cotizaciones del crudo también reduce las entradas de capital, sobre todo las relacionadas con la IED dirigida al sector petrolero. Todo ello puede aumentar las primas de riesgo del país. Adicionalmente, este sector tiene encadenamientos con otras ramas de la economía mediante la compra y venta de insumos y bienes finales. Además, es una actividad intensiva en el uso de capital, con lo cual aporta a la formación bruta de capital del país y, en menor medida, al mercado laboral.

La depreciación de la tasa de cambio nominal que ha tenido lugar en el contexto de un régimen de tasa de cambio flexible contribuye a amortiguar algunos de estos efectos. Por una parte, compensa parcialmente la pérdida de valor de las exportaciones de petróleo, contribuyendo a sostener la rentabilidad del sector y, con ello aliviar las finanzas públicas. Por otra parte, en la medida en que la depreciación nominal se traduzca en una depreciación real, se produce una recomposición de la demanda hacia bienes producidos localmente, y un desincentivo al consumo de bienes importados. Asimismo, la depreciación real mejora la competitividad de las exportaciones colombianas, y de aquella producción nacional que compite con importaciones. En la medida en que la producción interna responda a este estímulo, habrá una recomposición de la oferta hacia bienes transables. De esta forma, la depreciación real, a través de su influencia sobre la composición de la demanda y la oferta agregadas de la economía, desempeña un papel importante en suavizar los efectos de la caída en el precio del petróleo sobre el crecimiento económico.

Mercado laboral

A lo largo de 2014 se observó una significativa reducción de la tasa de desempleo, la cual se ubicó en promedio en 9,1% en el total nacional y en 9,9% para las trece principales áreas metropolitanas. Estos valores son inferiores en 0,5 y 0,7 puntos porcentuales (pp), respectivamente, a los registrados para el promedio de 2013. La dinámica del mercado de trabajo puede explicarse por un crecimiento de la demanda de mano de obra (medida mediante la tasa de ocupación) mayor que el incremento de la oferta de trabajo (según la tasa global de participación).

Asimismo, se observó una mejora en la calidad del empleo, gracias a que la mayoría de la ocupación generada en 2014 fue asalariada, la cual creció en las trece áreas a una tasa anual de 4,5%. Esto permitió que el porcentaje de los trabajadores formales de las trece áreas se ubicara en promedio durante el año en 51,5%, aumentando 1,02 pp con respecto al mismo período del año anterior. Los progresos

en la calidad del empleo se reflejan en una mayor estabilidad laboral, remuneraciones más altas y un mejor acceso al crédito; lo que a su vez impulsa la confianza de los consumidores y el consumo de los hogares.

Inflación

Al finalizar 2014 la inflación anual al consumidor se situó en 3,66%, ubicándose en la mitad superior del rango meta (2,0% a 4,0%) establecido por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR). En el transcurso del año anterior la inflación aumentó de manera continua desde el bajo nivel observado a finales de 2013 (1,94%). Igualmente, la inflación básica, que se ubicó en 3,06%, registró un aumento, aunque de menor magnitud que el de la inflación total.

Este comportamiento no fue del todo sorpresivo. Tanto el equipo técnico del Banco de la República como los analistas del mercado esperaban que en 2014 la inflación convergiera hacia el 3,0%, dado que el descenso observado un año atrás había sido en parte originado por choques transitorios que impactaron el nivel de precios por una sola vez. Estos abarcaron desde una rebaja en los impuestos indirectos a materias primas, alimentos y combustibles, hasta unas condiciones climáticas excepcionales que favorecieron la oferta agropecuaria. A lo anterior se sumó una oferta importada amplia en el caso de ciertos productos alimenticios específicos y rebajas en las tarifas de diversos servicios públicos ordenadas por autoridades locales. Al desaparecer su efecto en 2014, los precios de diversos componentes de la canasta familiar, en particular los alimentos y los regulados, tendieron a presentar ajustes positivos más acordes con la meta de inflación de largo plazo.

Este incremento de la inflación fue igualmente coherente con una demanda interna más dinámica y con un nivel del producto que convergió al uso pleno de su capacidad instalada. A esto se sumó una depreciación del peso en la segunda mitad del año, la cual se transmitió parcialmente a la variación anual del índice de precios de bienes transables. A pesar de ello, las expectativas de inflación, un elemento clave para garantizar el cumplimiento de la meta de largo plazo, se mantuvieron ancladas en el 3,0% a lo largo del año.

En los primeros meses de 2015 la inflación anual al consumidor ha seguido aumentando. Sin embargo, se espera que entre el segundo y el tercer trimestres empiece a declinar, en la medida en que cedan las presiones de carácter transitorio. Adicionalmente, si se cumplen los pronósticos de un menor crecimiento del PIB en 2015, la economía deberá enfrentar algunos excesos de capacidad productiva, lo que permitiría descartar presiones importantes originadas en la demanda. Por esta misma razón, el ritmo de creación de empleo tenderá a ser menor que en los años anteriores, limitando las alzas de los costos laborales. Esta tendencia se mantendría en 2016, cuando la inflación continuaría convergiendo a la meta.

Igualmente, es previsible que la depreciación acumulada del peso continúe traspasándose a los precios al consumidor a lo largo de 2015. Sin embargo, cabe esperar

que esta sea una transmisión moderada, según los resultados que se presentan en el Recuadro 2 de este *Informe*, y en línea con experiencias pasadas de episodios de depreciación del peso en un contexto de desaceleración económica.

Política monetaria

Entre abril y agosto de 2014 la JDBR elevó la tasa de interés de referencia en cinco oportunidades, a razón de 25 puntos base en cada mes, al considerar que la mayor dinámica de la demanda interna, junto con una inflación al alza y algo mayor que la esperada, era coherente con una tasa de interés menos expansiva. La caída del precio del petróleo que comenzó a observarse desde mediados del año anterior generó incertidumbre sobre la solidez del crecimiento económico hacia el futuro. Adicionalmente, se registraron pocas presiones de demanda junto con unas expectativas de inflación que permanecieron ancladas en la meta. Ante estas circunstancias, luego de hacer el balance de riesgos, la JDBR decidió mantener inalteradas las tasas de interés en los últimos cuatro meses del año y en los primeros meses de 2015. Esta postura se consideró adecuada, incluso teniendo en cuenta que alguna proporción de la depreciación del peso eventualmente se transmitiría a los precios de los bienes transables.

Tasas de interés y crédito

El incremento de 125 puntos básicos (pb) de la tasa de interés de referencia entre abril y agosto de 2014, determinado por la JDBR, se reflejó de manera parcial en las tasas de captación y colocación del sistema financiero hacia finales del año. De esta manera, entre abril y diciembre de 2014 la tasa de interés de los depósitos a término fijo (DTF) aumentó 53 pb, la tasa agregada de captación de los certificados de depósito a término (CDT) lo hizo en 25 pb y la de los créditos comerciales en 58 pb. También, se observó que las tasas de interés de los préstamos para consumo descendieron unos 49 pb y la de vivienda permaneció estable. En enero de 2015 las tasas de interés de captación, las de crédito comercial y las de consumo aumentaron, lo cual demuestra que la transmisión se siguió presentando. En términos reales todas las tasas de interés de los préstamos se mantienen en niveles inferiores a sus promedios históricos calculados desde 2000 (exceptuando tarjetas de crédito), lo que indica una estructura de tasas que ofrece un estímulo a la economía.

En cuanto al mercado de deuda pública, en 2014 las tasas de los títulos de tesorería del Gobierno nacional (TES) de corto plazo aumentaron 72 pb frente al cierre de 2013. Por su parte, las tasas de los TES de mediano y largo plazos también lo hicieron, aunque en magnitudes inferiores a las del corto plazo. Los incrementos en las tasas para estos plazos se registraron principalmente en diciembre. Varios factores influyen sobre las tasas de interés de los TES, en especial la evaluación del riesgo país. Al respecto, la incertidumbre acerca del efecto de la caída del precio del petróleo sobre el crecimiento económico y la futura situación fiscal

pudo haber motivado la venta de estos títulos hacia finales de año, produciendo su desvalorización (y, como contrapartida, provocando el incremento de sus tasas de interés). No obstante, a inicios de este año los precios de los TES se han recuperado, al igual que los de los bonos de otros países emergentes. Esto se explica por la continuidad de las condiciones de amplia liquidez mundial, dadas las medidas de estímulo anunciadas por el BCE y la autoridad monetaria de China y ante las expectativas de que la Reserva Federal mantendría la tasa de política en niveles expansivos por un período más prolongado. A lo anterior se le sumó el cambio de postura de la política monetaria en el país, como ya se explicó.

El saldo de la cartera bruta del sistema financiero al cierre de 2014 presentó una variación anual de 12,8%, y ascendió a COP 297.653 miles de millones (mm). En términos reales la cartera en moneda nacional creció a un ritmo similar al del año anterior (10,8% en promedio), debido a que el mayor crecimiento nominal promedio fue explicado por el incremento de la inflación. Por tipo de crédito, los otorgados a las empresas (comercial y microcrédito), así como los hipotecarios, mostraron una aceleración en la primera mitad del año, en especial en el segundo trimestre, y una desaceleración en la segunda. De esta manera, el crédito a las empresas se expandió 13,6% en diciembre de 2014, después de crecer a tasas promedio de 16,1% en el segundo trimestre del año. A su turno, la cartera hipotecaria ajustada por titularizaciones redujo su ritmo de expansión desde 17,1% en promedio en el segundo trimestre, a 15,3% en los últimos tres meses del año. Este es un comportamiento coherente con el incremento de la tasa de interés de referencia y su transmisión a las tasas del mercado, señalado atrás. En relación con la cartera de consumo, y en contraste con los otros tipos créditos, la variación porcentual se estabilizó entre abril y septiembre de 2014 (11,8% en promedio) y se aceleró en el cuarto trimestre del año, al crecer 12,8% en promedio, revirtiendo la tendencia decreciente exhibida desde el inicio del año 2012. Este comportamiento es coherente con la respuesta parcial, hacia finales de 2014, de la tasa de interés del crédito de consumo ante el cambio de postura de la política monetaria.

Riesgos del sistema financiero

La evaluación periódica de los riesgos a los que están expuestos los principales intermediarios financieros es una labor que constantemente desarrolla el Banco de la República en su propósito de preservar la estabilidad financiera del país. Este *Informe* presenta dicha evaluación actualizada a finales de 2014. Allí se examina la exposición a los riesgos de crédito y de fondeo de las entidades que pertenecen al sistema financiero y se realiza un análisis del riesgo en el mercado de TES. En 2014 en el mercado de crédito se destacó un aumento en los indicadores de mora, con y sin castigos, así como una relativa estabilidad en el indicador de calidad. Asimismo, las provisiones se mantuvieron en niveles que permiten cubrir la totalidad de la cartera vencida. Por su parte, el indicador de liquidez sugiere que el sistema financiero cuenta con los recursos líquidos para atender de forma suficiente sus obligaciones contractuales y no contractuales de corto plazo. Por su parte, un análisis realizado sobre un conjunto de firmas del sector real consideradas expuestas

a la depreciación nominal debido a sus descalces cambiarios, revela una baja participación de este grupo en el saldo de la cartera comercial de los establecimientos de crédito. Finalmente, se encuentra una baja exposición del sistema financiero a las firmas petroleras del país. Todo lo anterior es evidencia de la solidez del sistema financiero para afrontar la coyuntura actual.

Balance externo y perspectivas para 2015

Durante 2014 la economía colombiana registró un déficit en la cuenta corriente de 5,2% del PIB, superior al observado un año atrás (3,2% del PIB). Esta ampliación se originó, principalmente, en el balance negativo de la cuenta de bienes, que contrasta con el superávit obtenido en 2013. El déficit comercial fue el resultado del descenso en el valor exportado (-5,5%) y del incremento de las importaciones (8,0%). La disminución de las ventas externas del país obedeció, en especial, a los menores precios internacionales de los principales productos de origen minero, destacándose la fuerte caída del precio del petróleo en el segundo semestre del año. Además, el cierre de la Refinería de Cartagena y las restricciones a la exportación de carbón en algunos puertos a principios de 2014 profundizaron la caída del valor de las ventas externas de estos productos.

El descenso de las exportaciones mineras fue compensado parcialmente por el incremento en los valores exportados de los productos agrícolas (café, flores y banana), que en conjunto registraron un crecimiento anual de 18%, en tanto que las ventas externas de productos industriales tuvieron una reducción anual de 4,8%. Por su parte, durante 2014 las importaciones se vieron impulsadas en especial por las mayores compras de insumos y bienes de capital para la industria, combustibles y lubricantes y bienes de consumo duradero. Por último, la menor remisión de utilidades por parte de las empresas con capital extranjero del sector minero-energético evitó un mayor deterioro del balance en la cuenta corriente.

El déficit en la cuenta corriente de 2014 fue financiado con entradas de capital registradas en la cuenta financiera (sin incluir activos de reserva) por un valor de USD 23.949 millones (m) (6,3% del PIB), monto superior en USD 5.167 m al registrado en 2013. Estas entradas de capital correspondieron a ingresos de capital extranjero por USD 36.260 m, a salidas de capital colombiano por USD 12.311 m y a una acumulación de reservas internacionales por USD 4.437 m. En particular, por concepto de IED se registraron entradas por un valor de USD 16.054 m, USD 146 m menos que el año anterior (-0,9%). El 40% del flujo de IED fue recibido por el sector petróleo y minería, el 46% en conjunto lo recibieron empresas que operan en las actividades de la industria, transporte, comunicaciones, servicios financieros y empresariales, y el 14% restante llegó a comercio, hoteles y electricidad.

Para 2015 la proyección del balance externo se enmarca en un contexto de recuperación de las economías avanzadas, pero con precios internacionales de productos básicos más bajos. Adicionalmente, para las economías exportadoras netas de bienes primarios, los choques de precios implicarían una desaceleración

de su crecimiento. En este escenario, la fuerte caída del precio del petróleo y sus implicaciones en la dinámica de los precios de otros bienes básicos tendrán un efecto significativo en las ventas externas de productos tradicionales y en las cuentas externas del país. Por el contrario, las mejores perspectivas para la economía de los Estados Unidos, en particular, significan unas mejores condiciones de demanda para las exportaciones no tradicionales de Colombia, las cuales se verían adicionalmente favorecidas por el proceso de apreciación de la moneda estadounidense.

Tasa de cambio y política cambiaria

La recuperación de la economía de los Estados Unidos y la desaceleración en otros países se tradujo en un fortalecimiento del dólar frente a la mayoría de las monedas, tanto de países desarrollados como emergentes. Así, por ejemplo, en 2014 se observó una depreciación del yen de 13,6%, del euro de 13,5% y de la libra esterlina de 6% frente al dólar de los Estados Unidos. De igual manera, todas las monedas de Latinoamérica se depreciaron: el peso argentino 31,2%; el peso colombiano 24,2%; el peso chileno 15,3%; el peso mexicano 12,7%; el real brasileño 12,6%, y el sol peruano 6,9%.

No obstante, el comportamiento de las tasas de cambio en América Latina no fue uniforme durante el transcurso del año. Durante el primer semestre se presentaron apreciaciones, como resultado de una reducción de las primas de riesgo para estas economías. En el caso de Colombia, se observaron mayores valorizaciones asociadas con la entrada de capitales de portafolio ante el incremento de la ponderación de su deuda denominada en pesos en los índices de deuda emergente de JP Morgan. Durante el segundo semestre, en contraste, se registraron depreciaciones significativas frente al dólar para la mayoría de las monedas de los países de la región. Entre las razones de esta tendencia se encuentran la disminución en los precios internacionales de las materias primas y las expectativas de un incremento de las tasas de interés en los Estados Unidos. En cuanto al peso colombiano, durante el segundo semestre se presentó una depreciación mayor a la de sus pares latinoamericanos. Aunque algunos bienes básicos, como la plata, el oro o el cobre, mostraron caídas en sus precios, ninguna fue comparable a la caída del precio del petróleo, que afecta particularmente a Colombia, dentro de los países con régimen de tasa de cambio flexible.

Las variaciones en la tasa de cambio nominal no necesariamente se reflejan en tasa de cambio real (TCR), pues esta última se ajusta por el comportamiento de los precios internos y externos. Es así como en promedio durante 2014, los diferentes índices de TCR para Colombia mostraron una depreciación anual entre el 3,0% y el 4,1% frente a nuestros principales socios comerciales, según si se utilizan los precios al productor o al consumidor, y del 3,9% frente a nuestros competidores en los Estados Unidos en café, banano, flores y textiles. Esto indica que la depreciación de peso se ha reflejado, hasta cierto punto, en una ganancia de competitividad para Colombia.

Durante 2014 el Banco de la República continuó con el programa de compra de reservas internacionales, y durante el año adquirió divisas en el mercado cambiario por USD 4.057,6 m mediante el mecanismo de subastas de compra directa. Con esto, al cierre del año las reservas internacionales brutas alcanzaron USD 47.328,1 m. En su sesión de diciembre la JDBR anunció que, teniendo en cuenta los niveles de cobertura de riesgo de liquidez externa, así como los cambios en el mercado cambiario, no continuaría con el programa de compra de reservas internacionales.

MANEJO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

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. A diciembre de 2014 las reservas internacionales netas alcanzaron un valor de USD 47.323,09 m. El 94,9% de las reservas internacionales corresponde al portafolio de inversión, conformado por inversiones en instrumentos financieros en el mercado internacional, y el resto corresponde a la posición en el FMI (3,09%), los aportes al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) (1,06%) y las inversiones en oro (0,84%). Con respecto al portafolio de inversión, este se invierte principalmente en dólares estadounidenses (87,8%), dólares canadienses (4,8%), dólares australianos (3,8%) y libras esterlinas (1,9%).

El portafolio de inversión de las reservas tiene un riesgo bajo, lo cual se ve reflejado en el hecho de que el 95,41% se invierta en bonos emitidos por gobiernos o cuasigobernanos² y que el 97,87% de las inversiones cuente con calificación igual o superior a AA. En 2014 la rentabilidad de las reservas estuvo afectada por la coyuntura internacional, en particular por las bajas tasas de interés en los países en los cuales se invierte y por la apreciación del dólar estadounidense frente a las principales monedas, lo cual redujo el valor en dólares de las inversiones en otras monedas.

SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

El estado de pérdidas y ganancias del Banco de la República está determinado, en gran medida, por los ingresos y egresos monetarios, los cuales se asocian con sus funciones de banca central y dependen, principalmente, de variables que no están bajo su control, como son las tasas de interés externas, las fluctuaciones de los precios de mercado de los títulos del portafolio de reservas, del portafolio de TES y del oro, y del comportamiento de las monedas en las cuales están invertidas las reservas internacionales.

2 Este término hace referencia a la deuda emitida por una entidad no gubernamental, implícitamente garantizada por un gobierno. Agrupa a entidades supranacionales (por ejemplo, Banco Mundial o Corporación Andina de Fomento) y agencias financiadas por gobiernos (por ejemplo, Fannie Mae o Freddie Mac en los Estados Unidos).

Los estatutos del Banco contemplan la constitución de reservas estatutarias para absorber eventuales pérdidas (Decreto 2520 de 1993). Estas reservas se constituyen con las utilidades del ejercicio cuando se proyecten pérdidas para los siguientes dos años (reserva de estabilización monetaria y cambiaria) y con las utilidades generadas por el diferencial cambiario entre el dólar y las demás monedas de reserva sobre los activos y pasivos denominados en moneda extranjera (reserva para fluctuación de monedas).

En 2014 el Banco registró un resultado operacional negativo de COP 1.166,2 mm, el cual es explicado, principalmente, por la depreciación de las monedas de reserva frente al dólar, que ha afectado el ingreso por rendimiento de las reservas internacionales y por las operaciones de contracción ejecutadas para contrarrestar el efecto inflacionario de las compras de divisas³, las cuales han generado costos para el Banco. Las pérdidas atribuidas al diferencial cambiario entre el dólar y las monedas de reserva (COP 1.055,1 mm) se cubrieron con la reserva para fluctuación de monedas y el remanente, una vez descontada la reserva para inversión neta en actividad cultural, fue cubierto por el GNC (COP 123,9 mm).

Para 2015 el presupuesto del Banco contempla un resultado operacional negativo de COP 531,3 mm. El presupuesto no considera fluctuaciones de las tasas de cambio en las cuales están invertidas las reservas frente al dólar (diferencial cambiario) ni del precio del oro, variables que por su volatilidad podrían afectar el resultado final⁴.

Se debe mencionar que la diferencia entre las pérdidas observadas en 2014 (COP 1.166,2 mm) y las presupuestadas para 2015 (COP 531,3 mm) se explica por: i) un diferencial cambiario negativo en 2014, generado por la devaluación de las monedas frente al dólar de COP 1.055,1 mm, mientras que en el presupuesto de 2015 se supone que no hay egresos ni ingresos por este concepto; ii) un componente monetario presupuestado para 2015 con egresos netos de COP 159,8 mm, superiores en COP 348,0 mm al resultado de 2014, principalmente por menores ingresos netos por diferencias en cambio (COP 303,9 mm)⁵, así como por mayores egresos netos de esterilización (COP 119,4 mm)⁶, y iii) el

3 Entre enero de 2007 y diciembre de 2014 el Banco adquirió divisas por USD 29.482 m. En 2014 adquirió USD 4.058 m.

4 A febrero de 2015 el resultado del diferencial cambiario fue de -COP 668,6 mm.

5 Las diferencias en cambio incluyen el efecto cambiario sobre los activos y pasivos en moneda extranjera del Banco diferentes a reservas internacionales, tales como aportes y obligaciones con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF), Corporación Andina de Fomento (CAF) y Banco de Pagos Internacionales (BIS). Los ingresos registrados en 2014 se explican por la devaluación de 24,2% observada en dicho año.

6 Incluye las variaciones de: egresos del componente monetario (COP 65,3 mm) por depósitos remunerados de control monetario, depósitos por operaciones de regulación monetaria y depósitos remunerados al GNC; ingresos por valorización de TES de propiedad del Banco de la República (-COP 44,2 mm), e ingresos de repos (-COP 9,9 mm).

resultado neto del agregado corporativo genera gastos superiores en COP 72,1 mm frente a lo registrado en 2014.

Finalmente, las reservas internacionales brutas, principal activo del Banco, alcanzaron un saldo de COP 113.230 mm (USD 47.328,1 m) a diciembre de 2014, monto que incorpora compras de divisas por USD 4.058 m realizadas el año anterior. La base monetaria, principal pasivo del Emisor, registró un crecimiento de 7,0% frente al cierre de 2013, por valor de COP 69.671 mm a diciembre de 2014. El patrimonio, por su parte, ascendió a COP 31.930 mm en diciembre de 2014, rubro que incorpora el incremento de la cuenta Ajuste de Cambio por COP 21.295 mm, como resultado del efecto de la depreciación del peso frente al dólar sobre el saldo de las reservas internacionales.

I. CONTEXTO INTERNACIONAL

Durante 2014 la economía global creció a un ritmo lento, similar al observado en 2013. Lo anterior, a diferencia de años pasados, es el resultado de una recuperación en la actividad real de los países desarrollados, junto con una moderación de las economías emergentes, especialmente las de América Latina. El hecho económico más importante para Colombia provino de la caída en el precio del petróleo que, con cifras a enero de 2015, disminuyó alrededor de 60% de forma no anticipada desde su valor más alto en junio de 2014. Esta fuerte reducción se originó, principalmente, por un incremento en la oferta mundial de crudo y, en menor medida, por menores perspectivas de demanda por este bien.

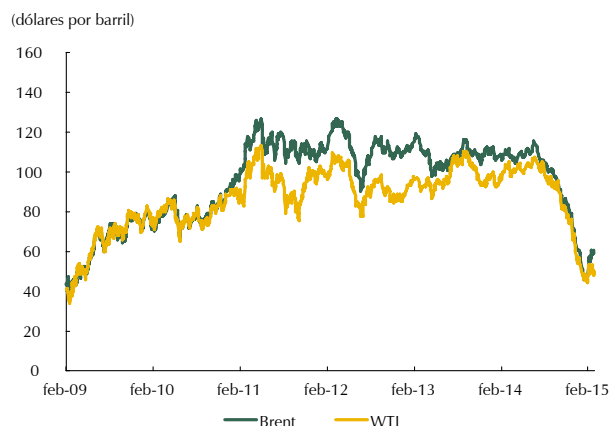
En 2014 la economía global se expandió a un ritmo lento, similar al observado en 2013. A diferencia de años anteriores, se registró una recuperación en la actividad real de las economías desarrolladas, mientras que las emergentes se desaceleraron. De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), los países avanzados crecieron 1,8% en términos anuales, lo cual representa una mejora frente al 1,3% del año anterior. En contraste, el incremento anual del producto interno bruto (PIB) en las economías emergentes pasó de 4,7% en 2013 a 4,4% doce meses después.

El crecimiento de las principales economías desarrolladas, sin embargo, mostró un comportamiento desigual. Por una parte, en los Estados Unidos y en el Reino Unido se observó una recuperación significativa en la actividad real, gracias a una dinámica favorable de su demanda interna. Por el otro, la zona del euro y Japón registraron un desempeño pobre durante el año, como consecuencia del poco dinamismo de la inversión y del consumo. Entretanto, algunos países emergentes mostraron una desaceleración de su actividad económica. Por ejemplo, en China se presentó una moderación importante de la inversión en activos fijos, especialmente de aquellos asociados con el mercado de vivienda, mientras que en América Latina el crecimiento ha estado por debajo de los niveles observados en años anteriores.

El precio del petróleo se redujo alrededor de 60% entre junio de 2014 y enero de 2015, como consecuencia, principalmente, de una mayor oferta mundial de crudo.

En cuanto a los precios de las materias primas, el hecho económico más importante provino del desplome en el precio del petróleo que, con cifras a enero de 2015, cayó alrededor de 60% desde su valor más alto en junio de 2014 (USD 115,4 por

Gráfico 1
Precios internacionales del petróleo (Brent y WTI)



WTI: West Texas Intermediate.
Fuente: Datastream.

barril), para luego recuperarse de forma leve y parcial en febrero (Gráfico 1). La magnitud de esta reducción no fue anticipada, y se originó, principalmente, por un incremento en la oferta mundial de crudo, y en menor medida por una reducción en las perspectivas de demanda por este bien. De esta forma, durante 2014 la producción global de petróleo registró un crecimiento anual (2,1%) superior al de la demanda (0,7%).

El incremento en la producción mundial de crudo ha obedecido, principalmente, a la mayor oferta en Norteamérica, como resultado del aumento de la extracción de crudos no convencionales. Esta expansión estuvo impulsada por los altos precios del petróleo observados en años anteriores, los cuales permitieron cubrir los mayores costos asociados con el uso de nuevas tecnologías, como el fracturamiento hidráulico y la perforación horizontal.

Adicionalmente, se observó estabilidad de la producción en Rusia y de los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), pese a conflictos internos de algunas de sus naciones. Libia registró una recuperación parcial de su producción y la de Irak alcanzó niveles históricamente altos a finales de 2014.

Igualmente, en su reunión de finales de noviembre de 2014 la OPEP decidió mantener sus niveles de producción, pese a la caída de los precios observada hasta ese momento, lo cual modificó las expectativas de oferta futura de crudo y contribuyó a la disminución de su cotización. Algunas instituciones, como el FMI y la Agencia Internacional de Energía (AIE), han planteado que los principales miembros de la OPEP implementaron esta estrategia para mantener su participación en el mercado, al no recortar su producción. Esto también buscaría frenar la oferta creciente de crudos no convencionales que, debido a sus mayores costos de extracción, pueden dejar de ser rentables a medida que el valor de venta del barril disminuya.

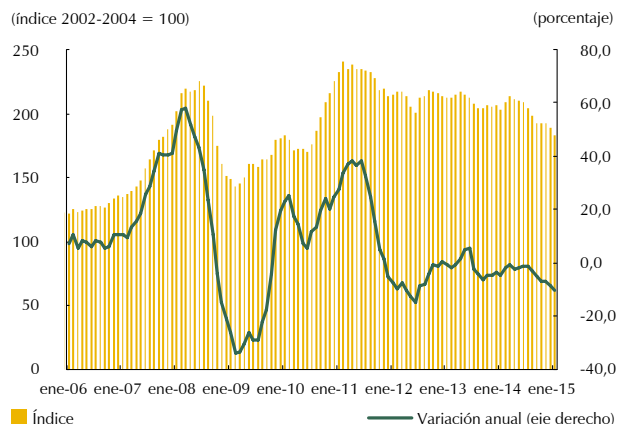
En cuanto a los factores de demanda de petróleo, la desaceleración de las economías emergentes, junto con el débil desempeño en las economías avanzadas (particularmente en la zona del euro), llevaron a que las agencias especializadas¹ revisaran a la baja sus proyecciones sobre la demanda de crudo para 2014 y 2015.

Para el caso de otros bienes básicos de origen mineral, como el carbón, el níquel y el cobre, las condiciones de oferta favorable, junto con una expansión modesta de la demanda global, generaron una reducción en sus cotizaciones internacionales, afectando así los ingresos por exportaciones de algunos países productores. En relación con los alimentos, las buenas cosechas han favorecido una alta acumulación de inventarios, lo cual, junto con la menor demanda de combustibles de origen

Los precios de otros bienes básicos de origen mineral exportados por Colombia, como el carbón y el níquel, presentaron una reducción durante la segunda parte de 2014.

¹ Por ejemplo, entre julio y diciembre de 2014 la AIE revisó a la baja sus previsiones de la demanda mundial de crudo para todo 2014 de 92,7 millones de barriles diarios (mbd) a 92,4 mbd, y para 2015 de 94,1 mbd a 93,3 mbd.

Gráfico 2
Precios internacionales de los alimentos



Fuente: Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura.

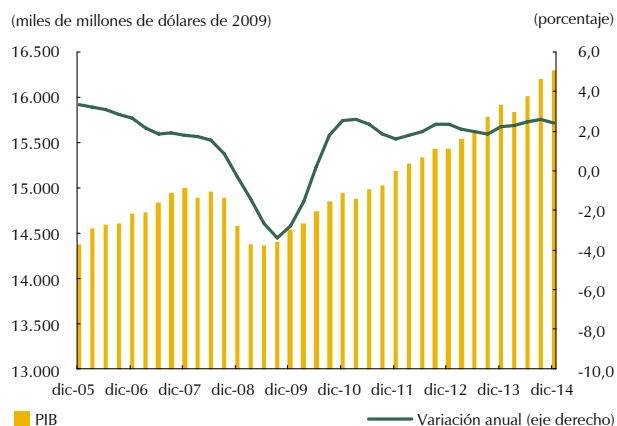
vegetal, ha prolongado los descensos en sus precios que se iniciaron el año anterior (Gráfico 2).

Las caídas en los precios de los bienes básicos, especialmente los del petróleo, la incertidumbre con respecto al momento en el que se incrementará la tasa de interés de la Reserva Federal (Fed) en los Estados Unidos, los riesgos desinflacionarios en los países desarrollados y las perspectivas de un programa de compras de activos por parte del Banco Central Europeo (BCE), entre otros factores, generaron aumentos en los indicadores de volatilidad en los mercados financieros durante la última parte del año. En este contexto, se observó una apreciación del dólar frente a la mayoría de monedas del mundo, aunque fue mucho más marcada comparada con las monedas de los países productores de petróleo. En general, se observaron incrementos en las primas de riesgo y caídas en los índices bursátiles de las economías exportadoras de bienes básicos, las cuales fueron mayores para los productores de crudo.

A. DESEMPEÑO DE LAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS EN 2014

En 2014 la expansión económica de las principales economías desarrolladas estuvo liderada por los Estados Unidos, que mostró una mejora considerable de su actividad real. El Reino Unido presentó igualmente una aceleración significativa en su tasa de crecimiento. No obstante, en la zona del euro se observó una dinámica muy débil, mientras que Japón se desaceleró de forma importante.

Gráfico 3
PIB real de los Estados Unidos

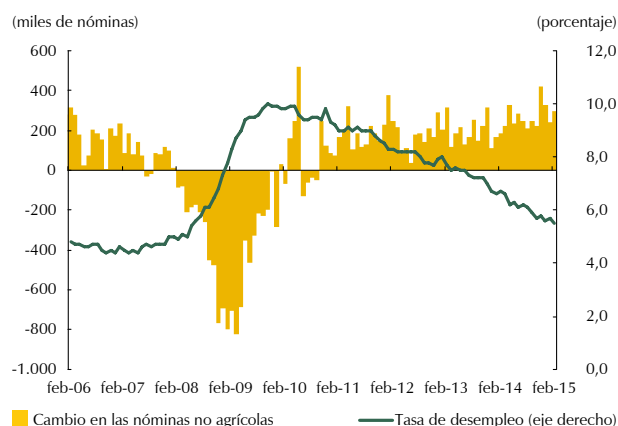


Fuente: Datastream.

Durante 2014 la economía de los Estados Unidos mostró un comportamiento favorable, impulsada, principalmente, por el buen desempeño del consumo y de la inversión no residencial. Por otra parte, el ajuste fiscal le restó menos al crecimiento económico, luego de que el año anterior fuera un obstáculo importante. En este contexto, la expansión del PIB fue de 2,4%, cifra que representa una mejora respecto al año anterior (2,2%) (Gráfico 3). Es importante anotar que este registro se vio afectado por una fuerte contracción en términos trimestrales de la actividad económica en los primeros tres meses del año, generada por choques temporales asociados con temperaturas inusualmente bajas y con una desacumulación significativa de inventarios.

El buen desempeño de la actividad real estadounidense durante el año permitió que su mercado laboral siguiera

Gráfico 4
Tasa de desempleo y creación de empleo en los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

recuperándose. La creación de empleo ha mostrado un comportamiento muy favorable: las nóminas no agrícolas se incrementaron a una tasa promedio mensual alrededor de 260.000 durante el año, el mejor registro desde 1999. En consecuencia, la tasa de desempleo conservó una clara tendencia decreciente y se redujo de 6,7% en diciembre de 2013 a 5,6% un año adelante (Gráfico 4). Esta dinámica se ha mantenido durante los dos primeros meses de 2015.

Otros indicadores que ofrecen información sobre el estado del mercado laboral, y que son monitoreados por la Fed, han mostrado mejoras significativas durante el año: por ejemplo, el desempleo de largo plazo² y la tasa de subempleo³ se han reducido de forma considerable y sugieren que siguen disminuyendo los excesos de capacidad y que ha mejorado la calidad de los empleos que se están creando.

Por otro lado, la inflación anual se ubicó por debajo de la meta de largo plazo de la Fed (2%) durante la segunda mitad del año. Esto se explica, principalmente, por la reducción en los precios de los combustibles y por la apreciación del dólar respecto a las principales monedas del mundo que, en términos relativos, disminuye los precios de los bienes importados. Entretanto, las medidas de inflación básica, que excluyen elementos volátiles como los alimentos y los combustibles, se mantuvieron relativamente estables alrededor de 1,7%.

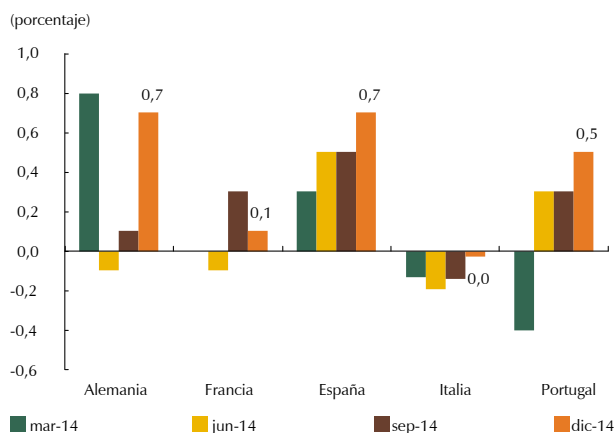
En este contexto, la Fed realizó el desmonte gradual de su programa de compra de activos financieros entre enero y octubre de 2014, tal y como lo había anunciado a finales del año anterior. Igualmente, mantuvo su tasa de interés en 0,25% y dio indicios de que iniciaría su incremento de forma gradual una vez la recuperación de la economía continuara, la inflación presentara signos de convergencia hacia su objetivo de largo plazo (2,0%) y el desempleo cayera por debajo del 6%. Diversos analistas creen que este proceso se iniciará durante el segundo semestre de 2015.

Por otra parte, en la zona del euro el PIB mostró un ritmo de crecimiento muy lento durante el año, expandiéndose al 0,9% en términos anuales. El panorama por países es heterogéneo (Gráfico 5). Se destaca el buen comportamiento de los países de la periferia, cuya recuperación ha sido el resultado de las reformas estructurales que adoptaron en los años anteriores. Cabe destacar el caso de España, donde el crecimiento anual del

2 Número de personas que no han conseguido empleo durante más de 27 semanas como proporción del total de desempleados.

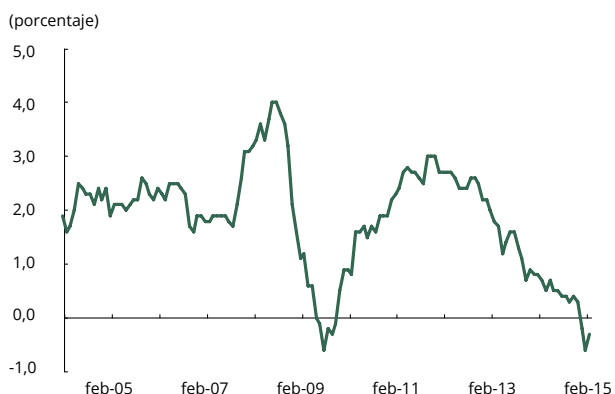
3 Número total de desempleados, de empleados con trabajos de tiempo parcial que manifiestan querer trabajar tiempo completo y aquellos fuera de la oferta laboral que estarían dispuestos a trabajar en caso de conseguir empleo (marginamente vinculados al mercado laboral), como proporción de la fuerza laboral y de los marginalmente vinculados al mercado laboral.

Gráfico 5
Crecimiento trimestral del PIB real para algunos países de la zona del euro



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 6
Inflación anual de la zona del euro



Fuente: Bloomberg.

PIB para todo 2014 fue de 1,4%, el mayor desde 2007, impulsado por su demanda interna.

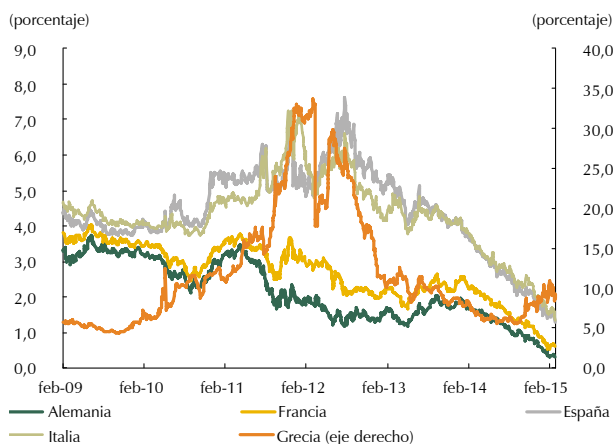
Por otra parte, la economía alemana tuvo una dinámica desigual durante el año, con un buen comportamiento en el primer trimestre, que luego mostró tasas modestas durante los siguientes seis meses, como consecuencia del debilitamiento de la demanda de sus principales socios comerciales y de los bajos niveles de confianza de consumidores y empresarios. En el último trimestre de 2014 se observó una recuperación gracias a una dinámica favorable de la inversión y del consumo, con lo que el crecimiento para todo 2014 fue de 1,6%. Entretanto, Francia creció a tasas bajas e Italia continuó contrayéndose, puesto que en ambos países el consumo se incrementó muy levemente, mientras que la inversión disminuyó.

Las menores cotizaciones de los bienes básicos acentuaron las presiones desinflacionarias en la zona del euro, de tal forma que en febrero de 2015 la inflación anual se ubicó en terreno negativo (-0,3%), lo cual representó una caída importante respecto al dato del año anterior (0,7%) (Gráfico 6). La inflación anual, excluyendo alimentos y combustibles, disminuyó en menor medida (10 puntos básicos) y registró 0,6%, manteniéndose lejos de la meta de mediano plazo del BCE (en un nivel inferior, aunque próximo, al 2,0%). En este contexto se ha observado una reducción significativa de las expectativas de inflación de mediano plazo, puesto que se ubicaron alrededor de 1,7% a finales de 2014, tras registrar 2,2% el año anterior.

En la segunda parte del año el BCE tomó diversas medidas orientadas a estimular la economía y a combatir las presiones deflacionarias. Por una parte, se adoptaron operaciones de refinanciamiento de largo plazo (TLTRO, por su sigla en inglés) para otorgar liquidez a bajas tasas de interés a los bancos que canalizaran créditos al sector corporativo no financiero y a los hogares, excluyendo hipotecas. Adicionalmente, se inició un programa de compra de activos por EUR 60.000 millones por mes en bonos garantizados (*covered bonds*), en títulos respaldados por activos (*asset backed securities*) y, a partir de marzo de 2015, en bonos soberanos. Este programa se extenderá hasta septiembre de 2016. Gracias a esto, las tasas de interés de los títulos de deuda de las principales economías europeas se redujeron de forma importante durante el año (Gráfico 7).

En otras economías desarrolladas también se observa un comportamiento heterogéneo. La economía del Reino Unido aceleró su crecimiento anual de 1,7% en

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



Fuente: Bloomberg.

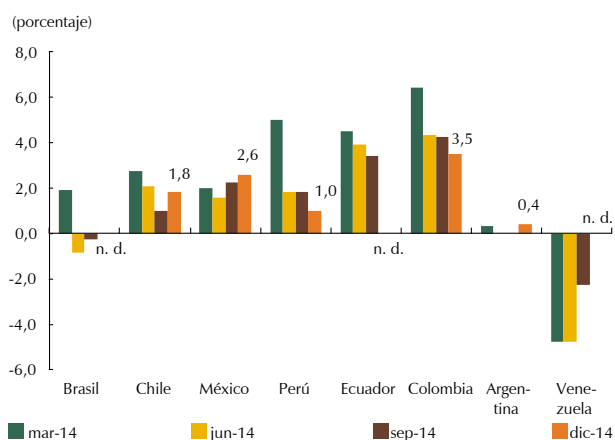
2013 a 2,6% un año adelante. Este buen desempeño de la actividad real se vio impulsado por su demanda interna, principalmente por la inversión. En contraste, la economía de Japón registró un estancamiento durante 2014, lo cual se compara con el aumento anual del PIB de 1,6% que se observó doce meses atrás. Esta desaceleración se vio explicada, en gran medida, por el impacto negativo que tuvo el alza en los impuestos al consumo sobre el gasto de los hogares. En este escenario, el banco central de Japón aumentó el monto de su programa de compra de activos, buscando estimular la economía y frenar las presiones desinflacionarias.

B. DESEMPEÑO DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES EN 2014

El crecimiento de las economías emergentes se desaceleró frente a lo observado en 2013. De acuerdo con el FMI, la expansión de este grupo de países en 2014 fue de 4,4%, cifra inferior a la registrada un año atrás (4,7%). Por regiones, la expansión anual del PIB en Asia se redujo levemente de 6,6% a 6,5%, mientras que en América Latina la moderación fue más marcada, al pasar de 2,8% a 1,2%.

En el caso de China, el PIB aumentó 7,4% para todo 2014, ubicándose por debajo de la meta del gobierno (7,5%) y del dato observado el año anterior (7,8%). Esta desaceleración ocurrió, en gran parte, como consecuencia de una moderación significativa de la inversión en activos fijos, que pasó de aumentar 19,6% en términos anuales en diciembre de 2013 a 15,7% el año siguiente. Para frenar esta tendencia su gobierno y su banco central han adelantado planes de estímulo focalizado, a pesar de la existencia de posibles desbalances en algunos sectores (inmobiliario y financiero).

Gráfico 8
Crecimiento anual del PIB real para algunos países de América Latina



n. d.: no disponible.

Fuente: Bloomberg.

En cuanto a América Latina, los indicadores más recientes de actividad real muestran que los países de la región siguieron presentando un muy bajo dinamismo durante el cuarto trimestre. En términos generales, las ventas al exterior se mantuvieron débiles, como consecuencia de la reducción en los precios de los principales bienes básicos de exportación y del debilitamiento de la demanda de los socios comerciales. De forma similar, la confianza de los hogares y de los empresarios se ha mantenido en niveles bajos, lo cual ha afectado las decisiones de inversión y de consumo.

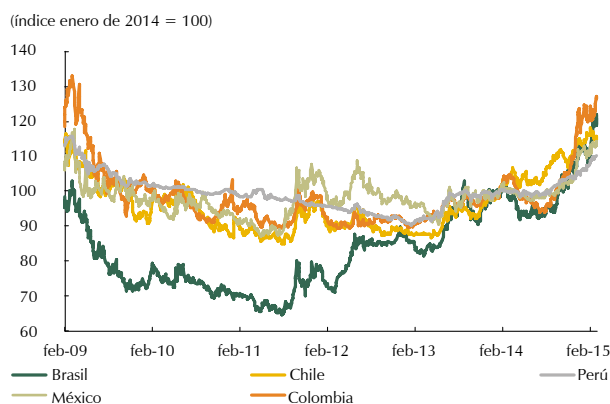
Además de las condiciones externas menos favorables, otros factores idiosincrásicos explican el bajo crecimiento registrado durante 2014 (Gráfico 8). En Perú, por ejemplo, se observó un menor gasto de los gobiernos

locales; el sector de la pesca, que tiene importantes encadenamientos productivos con la industria, se ha visto afectado por fenómenos climáticos, y se dilataron algunos proyectos mineros por problemas de licenciamiento. Entretanto, en Brasil la incertidumbre generada por las elecciones presidenciales y la necesidad de realizar una consolidación fiscal explica, en parte, su estancamiento económico. Finalmente, cabe destacar el caso de Venezuela, donde la fuerte caída en los precios del petróleo ha acentuado el retroceso de la actividad real en un contexto de inflación elevada.

En cuanto al comportamiento de la inflación en las economías emergentes, este continuó siendo desigual. Por un lado, en Brasil, Perú y Chile se observaron presiones al alza que ubicaron la inflación anual por encima del rango meta de sus respectivos bancos centrales. Vale la pena mencionar que, especialmente en el caso chileno, una parte importante del incremento estuvo explicada por la depreciación de su moneda. Por el otro, en China, India y Corea los menores precios de los bienes básicos generaron una clara tendencia a la baja de la inflación anual, en particular en la segunda mitad del año.

En este contexto, sus bancos centrales, a excepción del de Brasil, redujeron sus tasas de referencia. En el caso de Chile y Perú esto ha sucedido porque el incremento en los precios se ha interpretado como un fenómeno temporal, dado que las expectativas de inflación se mantienen ancladas alrededor de la meta.

Gráfico 9
Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

Finalmente, cabe resaltar que las monedas de los países de América Latina se depreciaron durante 2014 (Gráfico 9). El caso colombiano fue un poco distinto al de sus vecinos, puesto que en la primera parte del año JP Morgan anunció un incremento de la ponderación de los bonos de Colombia en los índices de deuda emergente GBI⁴, lo cual favoreció el ingreso de capitales de portafolio, fortaleciendo así el peso. Sin embargo, en la segunda mitad del año el desplome en los precios del petróleo y, en menor medida, el fin del rebalanco de los portafolios de los inversionistas que siguen el índice de referencia de JP Morgan, hizo que el peso colombiano se depreciara de forma considerable. De esta manera, la moneda colombiana fue una de las que más se debilitó entre finales de 2013 y de 2014 (23,1%).

C. PROYECCIONES PARA 2015

Para 2015 se anticipa un leve repunte en el crecimiento mundial, fundamentado en un mejor desempeño de las economías desarrolladas, especialmente la de

4 Para una explicación detallada, véase Recuadro 2 pp. 90-94, “Análisis del impacto en Colombia de la recomposición de los índices de JP Morgan de deuda local de países emergentes”, *Informe al Congreso*, julio de 2014.

Para 2015 se espera un leve repunte en el crecimiento mundial, gracias al mejor desempeño de las economías desarrolladas, especialmente los Estados Unidos, y a la recuperación de algunos países emergentes.

Los principales riesgos a la baja provienen de una posible subestimación del impacto de los menores precios de los bienes básicos sobre las economías emergentes exportadoras de estos recursos y de la incertidumbre sobre la reacción de los mercados financieros ante el incremento de las tasas de interés de los Estados Unidos.

los Estados Unidos, y en la recuperación de algunos países emergentes. Así las cosas, la expansión en el PIB estadounidense se aceleraría gracias al buen comportamiento de su demanda interna, en especial del gasto de los hogares. Este último se vería ampliamente favorecido por una reducción en los precios de los combustibles y por las mejoras del mercado laboral, las cuales incrementarían el ingreso disponible de las familias. No obstante, el efecto neto en la economía podría moderarse por la reducción de la inversión en el sector petrolero ante los menores precios del crudo.

En el caso de la zona del euro los menores precios de los combustibles favorecerían en alguna medida el consumo de los hogares. Sin embargo, dadas las mayores rigideces de este precio en Europa y su menor dependencia del petróleo, el efecto positivo sería más bajo que en los Estados Unidos. Por su parte, las acciones que ha tomado el BCE impulsarían una depreciación del euro respecto al dólar y a la libra esterlina, lo cual daría un impulso adicional al comercio externo de la región. No obstante, de acuerdo con algunos analistas, el programa de relajamiento cuantitativo podría no tener un efecto importante sobre el canal del crédito de la región, como consecuencia del alto nivel de apalancamiento. De igual forma, algunos países, como Francia e Italia, seguirían estancados por cuenta de que aún adolecen de problemas estructurales de competitividad.

En relación con los países emergentes, en China es probable que continúe la desaceleración de su crecimiento económico. Para el caso de América Latina se espera un comportamiento heterogéneo entre países para 2015. Por un lado, Perú y Chile mostrarían alguna recuperación, como consecuencia del menor precio del petróleo (puesto que son importadores netos) y del estímulo que efectuaría el sector público. De forma similar, México se vería favorecido por la mayor dinámica de la economía estadounidense. En contraste, la recuperación de la economía de Brasil sería débil ante la consolidación fiscal que ocurriría en este país y dados los bajos niveles de confianza de empresarios y consumidores. Entretanto, Venezuela se seguiría contrayendo debido a los problemas estructurales que enfrenta, los cuales se han intensificado con los bajos precios internacionales del petróleo.

Si bien se espera un crecimiento mayor de la economía mundial para 2015, la actividad real sigue presentando riesgos no despreciables a la baja. Uno proviene de una posible subestimación del impacto de la caída de los precios de los bienes básicos sobre las economías emergentes exportadoras de estos recursos.

En Europa la incertidumbre generada por las discusiones en torno de las condiciones de financiamiento por parte de las agencias multilaterales para Grecia, podría tener un impacto importante en la actividad real de la región y contagiar a otros países por medio de los mercados financieros y de la confianza. Adicionalmente, es posible que las políticas anunciadas por el BCE no logren evitar que la región entre en una espiral deflacionaria que afecte de manera negativa los balances de los agentes con un alto nivel de deuda y que postergue las decisiones de consumo e inversión.

Finalmente, el incremento esperado de las tasas de interés en los Estados Unidos podría tener efectos adversos sobre los mercados financieros, los flujos de capital hacia las economías emergentes y la confianza de los inversionistas.

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

En 2014 la economía colombiana creció 4,6%, lo que representó una desaceleración frente a 2013 (4,9%). El desempeño de la demanda interna contribuyó de manera importante al crecimiento, compensando el deterioro de las exportaciones netas. Por sectores, se destacó el dinamismo de los no transables (construcción, comercio y servicios financieros), los cuales se expandieron por encima de la economía en su conjunto. Para 2015 se espera una desaceleración adicional, debido al efecto sobre la inversión de la caída de los precios del petróleo; al ajuste de las finanzas públicas y su impacto en el gasto e inversión pública; al desempeño de la economía global, y al efecto que pueda tener la eventual normalización de la política monetaria en los Estados Unidos sobre el comportamiento de los flujos de capital.

En los primeros tres trimestres de 2014 la economía colombiana mostró un buen desempeño, comportamiento que contrastó con el bajo crecimiento registrado por los países más grandes de la región y por otros emergentes. En dicho período el PIB aumentó 4,9%, frente al 4,5% observado en los nueve primeros meses de 2013.

En materia de precios, desde inicios de 2014 la inflación presentó una convergencia hacia la meta de largo plazo (3%), a partir del bajo nivel registrado a finales de 2013. Las diferentes medidas de inflación básica y las expectativas de incrementos de precios también presentaron un comportamiento similar. Así, en septiembre de 2014 la inflación anual se situó en 2,86% y el promedio de las cuatro medidas de inflación básica en 2,63%. Al tiempo, la economía continuó mostrando síntomas de fortalecimiento, agotando los excesos de capacidad.

En las circunstancias descritas (de crecimiento sostenido de la economía y de inflación al alza), la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) consideró apropiado moverse hacia una postura de política monetaria menos expansiva. De

En 2014 la economía colombiana mostró un buen desempeño, el cual contrastó con el bajo crecimiento de otros países de la región.

Los efectos de un menor precio del petróleo se transmiten a la economía nacional mediante diversos canales: un deterioro del ingreso nacional, una caída en la inversión y una desmejora del balance comercial y fiscal.

esta forma, entre abril y agosto de 2014 aumentó de manera gradual la tasa de interés de referencia en 125 puntos básicos (pb) hasta situarla en 4,5%. Este incremento se transmitió en su totalidad a la tasa de interés interbancaria (TIB), y de forma parcial a las tasas de interés de captación y de crédito.

En el último semestre de 2014 el crédito bancario se desaceleró⁵, comportamiento explicado por un menor ritmo de crecimiento del crédito comercial (en pesos y en moneda extranjera), que no alcanzó a ser compensado por la mayor dinámica de los préstamos dirigidos a los hogares.

En el cuarto trimestre de 2014 el PIB creció 3,5%. La demanda interna siguió registrando una alta dinámica (5,7%), mientras que las exportaciones netas tuvieron un aporte negativo al PIB. Si bien el resultado de crecimiento fue menor tanto al esperado como al registrado en los tres primeros trimestres, el desempeño de la economía colombiana sigue siendo sobresaliente frente al de la región. En todo 2014 el crecimiento económico de Colombia fue de 4,6%, tasa algo menor a la cifra para 2013 (4,9%, revisada por el DANE).

Desde julio de 2014 la economía colombiana ha enfrentado un choque externo negativo debido al descenso del precio del petróleo, comportamiento que se acentuó en el cuarto trimestre del año. Si bien es probable que su efecto neto sobre el crecimiento de la economía mundial sea positivo, sus impactos sobre los países importadores y exportadores netos del crudo son distintos. Por una parte, los países importadores se beneficiarán gracias al alivio en el presupuesto de los hogares, por el menor costo de los insumos y la mejora de su posición externa y fiscal. Por otra parte, los países exportadores de petróleo, como Colombia⁶, se verán afectados por la caída de sus ingresos externos y fiscales.

Los efectos de un menor precio del petróleo se transmiten a la economía nacional mediante diversos canales. El más importante es el descenso en los términos de intercambio. Ello se refleja en un deterioro del ingreso nacional y en una caída en la inversión, al igual que en una desmejora del balance comercial y fiscal. La caída de las cotizaciones del crudo también reducen las entradas de capital, sobre todo las relacionadas con la inversión extranjera directa, especialmente la dirigida al sector petrolero⁷. Todo lo anterior puede aumentar las primas de riesgo del país.

En el cuarto trimestre de 2014 ya se habían observado algunos de los anteriores efectos. En ese período los términos de intercambio descendieron 19,6% en promedio anual. Por su parte, la fuerte caída de los ingresos por exportaciones petroleras y el dinamismo de la demanda interna generaron una mayor ampliación del

5 Aunque continuó expandiéndose a tasas superiores a las del PIB nominal.

6 En 2014 el 52,8% de las ventas externas en dólares del país correspondieron a petróleo y derivados.

7 En 2014 alrededor de la tercera parte se dirigió al sector petrolero.

déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos del país⁸. Los bajos precios del crudo también han empeorado los ingresos esperados del gobierno nacional central (GNC)⁹ y de las regiones, hecho que se ha reflejado en la revisión al plan financiero de 2015 y en las discusiones sobre la necesidad de una reforma tributaria.

Cabe esperar, sin embargo, que el comportamiento de otras variables económicas contribuya a amortiguar los efectos del choque petrolero. En primer lugar, la depreciación del peso colombiano frente al dólar hace más competitivas las exportaciones y la producción de algunos sectores que se enfrentan a los bienes importados. Adicionalmente, aunque para 2015 se proyecta una menor dinámica de la inversión en obras civiles, se estima que su aumento sea mayor que el pronosticado para toda la economía.

La caída en el precio del petróleo ha ocurrido en un contexto de crecimiento mundial débil y desigual, como se mencionó en el primer capítulo de este informe. Es factible que en 2015 la expansión promedio de nuestros socios comerciales sea un poco mayor que la de 2014, pero menor que lo estimado en meses anteriores.

Con todo lo anterior, el equipo técnico del Banco de la República redujo el pronóstico más probable de crecimiento de la economía colombiana para 2015 de 4,3% a 3,6%, con un rango entre 2,0% y 4,0%. La nueva cifra más factible tiene en cuenta una menor dinámica en el ingreso nacional y un descenso en la financiación externa, las cuales podrían generar una moderación del gasto, especialmente por un menor nivel de inversión privada. Por su parte, la amplitud del intervalo refleja la incertidumbre que se tiene sobre los posibles escenarios extremos relacionados con el comportamiento del precio del petróleo y del financiamiento externo.

Con respecto a los precios, en el cuarto trimestre la inflación continuó aumentando y en diciembre se situó en 3,66%, cifra que se encuentra dentro del rango meta establecido por la JDBR para 2014. La desviación con respecto al punto central se explicó, fundamentalmente, por la reversión de caídas transitorias en los precios de los alimentos y los regulados, y por aumentos temporales en otros, como diversión, cultura y esparcimiento. La depreciación del peso que se presentó en la segunda mitad del año se vio reflejada de forma parcial en la parte transable del IPC. En los últimos tres meses de 2014 el promedio de las medidas de inflación básica también aumentó y a diciembre se situó en 3,1%.

La depreciación del peso colombiano frente al dólar contribuiría a amortiguar los efectos del choque petrolero durante 2015.

En febrero de 2015 la inflación al consumidor se situó en 4,36% y el promedio de las medidas de inflación básica en 3,53%. Las expectativas de inflación de los analistas se situaron cerca del 3,0%, mientras que las derivadas de los papeles de deuda pública se ubicaron en la mitad superior del rango meta. Según las estimaciones del equipo técnico, durante el primer semestre de 2015 la inflación podría

8 Durante los primeros tres trimestres de 2014 el déficit corriente ascendió a 4,8% del PIB, mientras que en el cuarto alcanzó 6,5%. En todo 2014 fue 5,2%, superior al registrado en 2013 (3,2%).

9 Cerca del 20% de ellos provienen de la actividad petrolera.

ubicarse en niveles ligeramente superiores a los observados a finales del año pasado. Los efectos de la depreciación deberían sentirse, principalmente, sobre los precios de los bienes transables. Sin embargo, debido a que la caída de los precios del petróleo y de otras materias primas debería inducir recortes en los costos de producción y transporte, y que la demanda agregada no deberá exceder la capacidad productiva de la economía, las alzas en los precios transables no comprometerían el cumplimiento del rango meta definido para este año. La inflación muy probablemente empezará a declinar a partir del segundo semestre de 2015. Esta tendencia se mantendría en 2016, cuando la inflación convergería al punto central del rango meta.

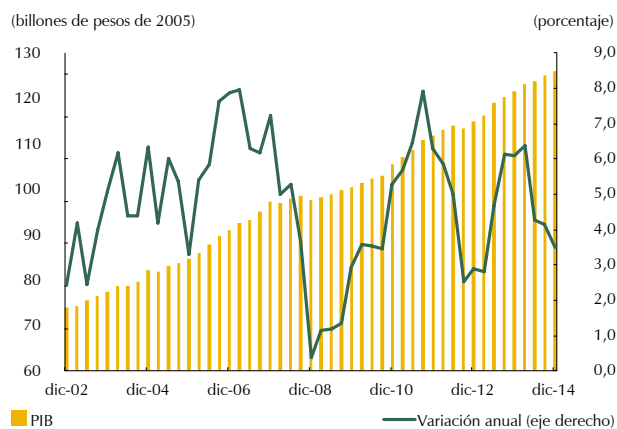
En conclusión, a finales de 2014 la demanda interna continuaba mostrando dinamismo en un contexto cercano a la plena utilización de la capacidad productiva. La inflación aumentó en los primeros meses del año y en febrero superó el límite superior del rango meta. Así mismo, las expectativas se han venido incrementando, ubicándose en la mitad superior de dicho intervalo. Lo anterior se presenta en un entorno de deterioro de los términos de intercambio y de incertidumbre sobre su evolución futura y su impacto sobre la demanda agregada. Así, luego de hacer la evaluación del balance de riesgos, entre septiembre de 2014 y febrero de 2015 la JDBR consideró apropiado mantener la tasa de interés de referencia en 4,5%.

Además, en la reunión de diciembre de 2014 decidió no extender el programa de acumulación de reservas internacionales, teniendo en cuenta los niveles de cobertura de riesgo de liquidez externa y el contexto del mercado cambiario.

A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

1. Evolución de la actividad económica en 2014

Gráfico 10
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Según las cifras de crecimiento económico publicadas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), durante 2014 la economía colombiana registró un ritmo de expansión anual de 4,6% (Gráfico 10), cifra algo por debajo a la observada para 2013 (4,9%). La dinámica trimestral del PIB no fue homogénea entre períodos: después del alto crecimiento observado para los primeros tres meses del año, a lo largo de los siguientes trimestres se registró una desaceleración paulatina, la cual ocurrió en un contexto de un buen desempeño de la demanda interna y de una contribución negativa de las exportaciones netas.

En general, en 2014 se destacó el papel de la inversión, en particular la de obras civiles, y del consumo público, incluso a pesar de su desaceleración frente al año anterior. La inversión en vivienda también aportó

al dinamismo de la actividad económica, aunque en menor medida que en 2013. Adicionalmente, los altos niveles de confianza, los avances en el mercado laboral (en materia de reducción del desempleo y de mejoras en la calidad y las condiciones de trabajo) habrían fomentado el buen desempeño del consumo de las familias. Esto último en un entorno de relativa disponibilidad de crédito ofrecido a tasas de interés históricamente bajas.

De esta manera, la demanda interna se expandió a una tasa anual mayor que la observada en 2013. El rubro con mayor participación dentro de este componente del PIB, el consumo agregado, registró incrementos importantes en 2014. En particular, el consumo de los hogares creció a un mayor ritmo que el observado en 2013 (Cuadro 1).

Con respecto a la formación bruta de capital, durante 2014 se destacó el buen desempeño de los rubros que la componen. En particular, sobresalió el comportamiento del gasto en inversión en obras civiles, que se expandió a un mayor ritmo que el observado en años recientes debido, principalmente, a los avances en la construcción de obras de infraestructura ejecutadas por los gobiernos locales y regionales financiadas con los mayores recursos girados por el Sistema General de Regalías. A lo anterior se sumó el incremento del gasto destinado a la modernización y adecuación de aeropuertos y puertos, y a la construcción de distintas obras

Cuadro 1
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2012	2013	2014				2014
	Año completo	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
Consumo total	4,8	5,0	5,4	4,4	4,3	4,8	4,7
Consumo de hogares	4,4	3,8	4,3	3,8	4,1	5,1	4,4
Bienes no durables	3,8	3,2	3,8	3,2	3,8	4,5	3,8
Bienes semidurables	5,2	2,7	3,9	3,6	3,5	7,3	4,6
Bienes durables	7,6	7,4	3,9	4,6	8,3	13,3	7,6
Servicios	4,3	4,3	5,0	4,1	4,0	4,0	4,3
Consumo final del Gobierno	6,3	9,2	9,5	6,6	5,1	3,9	6,2
Formación bruta de capital	4,3	5,6	14,7	13,7	10,1	8,5	11,7
Formación bruta de capital fijo	4,7	6,0	13,3	8,6	11,8	10,1	10,9
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	-12,9	-5,7	2,6	2,3	5,3	8,6	4,6
Maquinaria y equipo	13,3	0,2	14,4	7,8	14,6	12,2	12,2
Equipo de transporte	-9,6	-8,5	5,2	11,1	14,9	16,6	12,1
Construcción y edificaciones	5,1	11,1	7,1	1,3	15,3	7,5	7,8
Obras civiles	4,8	10,8	25,9	13,3	7,0	3,3	12,1
Servicios	7,2	4,1	6,0	1,3	4,9	1,7	3,5
Demanda interna	4,7	5,1	7,9	6,1	5,8	5,7	6,3
Exportaciones totales	6,0	5,3	3,2	-11,5	4,9	-2,0	-1,7
Importaciones totales	9,1	6,4	9,2	5,6	8,7	13,0	9,2
PIB	4,0	4,9	6,4	4,3	4,2	3,5	4,6

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

viales a lo largo del país por parte del gobierno nacional. Por su parte, la inversión en construcción de edificaciones también se expandió de manera importante, aunque a una tasa menor que la de 2013. El buen desempeño de este rubro ocurrió principalmente en los distintos proyectos de construcción de vivienda con fines sociales que viene adelantando el GNC (véase el sombreado 1: Evolución reciente del mercado de vivienda en Colombia).

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL MERCADO DE VIVIENDA EN COLOMBIA

La evolución del mercado de vivienda tiene efectos directos sobre la actividad económica y potencialmente sobre la estabilidad financiera de un país. En cuanto a los primeros, la participación de la construcción de edificaciones dentro del PIB es cerca del 5%, es un sector intensivo en mano de obra y, además, genera encadenamientos significativos¹. Por el lado de la demanda, la inversión en edificaciones representa el 24% de la inversión total (7% del PIB), y tiene efectos indirectos sobre el consumo de los hogares vía el nivel de empleo, principalmente².

En cuanto a las posibles repercusiones sobre la estabilidad financiera, la vivienda es, en la mayoría de los casos, el principal activo de las familias y, generalmente, es adquirido con financiamiento. Por tanto, los cambios en el mercado de vivienda pueden afectar al sistema financiero en la medida en que la cartera para la compra de este activo tenga una participación significativa en el balance de los bancos o que los inmuebles sean utilizados como garantía para acceder a otro tipo de créditos.

Si bien en Colombia la cartera de vivienda (incluido el *leasing* habitacional) representa un poco más del 12% del total de la cartera de los establecimientos de crédito, existen

límites al porcentaje de financiación³, y no es generalizado el uso de hipotecas como garantía para otras modalidades de crédito⁴, por lo que es pertinente hacer un monitoreo constante de la evolución del mercado de vivienda. En este sentido, el Banco incluye en los Informes Especiales de Estabilidad Financiera y en el *Informe sobre Inflación* análisis sobre diferentes variables relacionadas con dicho mercado.

Según datos de la Galería Inmobiliaria⁵, en 2014 el número de unidades vendidas de vivienda nueva creció 4,5% frente al año anterior, cifra inferior a la reportada en 2013 (8,6%). En esta desaceleración hay que tener en cuenta que en buena parte de 2013 se asignaron subsidios a la tasa de interés para compra de vivienda diferente a la de interés social⁶, y que las ventas se ubican en máximos desde 2008 para el total nacional.

En el comportamiento de las ventas en 2014, se destacan dos hechos: i) el dinamismo de la vivienda de interés social (VIS), que tuvo una variación anual de 13,6%, impulsado en buena

1 Varios sectores de la industria, como la producción de cemento y minerales no metálicos en general, la fabricación de muebles, productos de madera, entre otros, se dinamizan con la actividad edificadora.

2 La literatura también señala posibles efectos sobre el consumo de los hogares relacionados con el efecto riqueza que se puede generar por cambios en los precios de la vivienda, o por el acceso al crédito que se gana al poderla utilizar como colateral.

3 De acuerdo con el Decreto 195 de 2000, modificado por el Decreto 3760 de 2008, el límite es el 70% del valor del inmueble en el caso de vivienda no VIS y del 80% en el caso de VIS.

4 En el caso de la cartera de consumo, por ejemplo, con cifras a septiembre de 2014 solo el 0,5% de las operaciones estaban respaldadas por hipotecas o *leasing* inmobiliario.

5 Incluye información para Bogotá y sus alrededores, Medellín, Cali, Bucaramanga, Barranquilla, Cartagena, Santa Marta y Villavicencio. En todos los casos se considera el casco urbano y en algunos el área urbana o metropolitana. También, incluye viviendas campestres en algunos municipios cercanos a Bogotá.

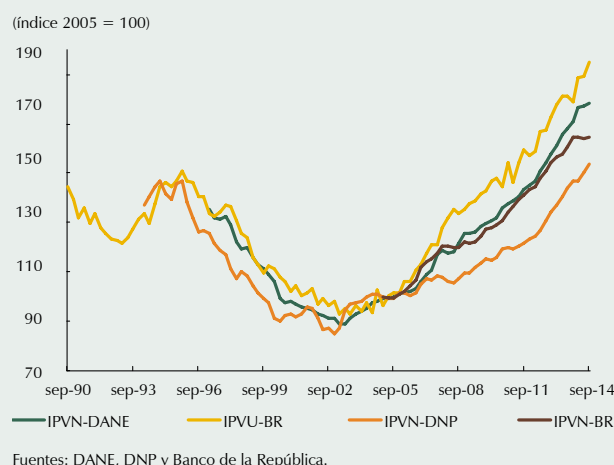
6 Viviendas de hasta 335 salarios mínimos.

medida por los programas del Gobierno⁷, como el de vivienda de interés prioritario para ahorradores, lo cual compensó la caída de 5% en el segmento no VIS, y ii) las ventas se redujeron en los mercados más grandes, es decir, en Bogotá, sus alrededores, y en Medellín⁸, que conjuntamente representan cerca del 60% del mercado nacional, mientras que aumentaron en ciudades con volúmenes de ventas menores, como Cali o las de la costa Caribe.

En cuanto a los precios, los distintos índices disponibles para el país muestran que en los últimos años se han alcanzado máximos históricos (Gráfico A). Aunque los precios continúan aumentando por encima de la inflación al consumidor, su crecimiento se ha moderado en los últimos trimestres⁹.

- 7 No se considera el programa de las 100 Mil Casas Gratis por cuanto no ocurre una venta.
- 8 Incluyendo su área metropolitana. En Bucaramanga también disminuyeron.
- 9 Con información a septiembre de 2014, el precio de la vivienda nueva creció 6,1% anual más que el IPC, según el IPVN del DANE; el de la vivienda usada lo hizo al 7,6% según el IPVU del

Gráfico A
Índices de precios de la vivienda en Colombia
(relativos al IPC)



Banco de la República; el de la vivienda nueva en las principales ciudades (Bogotá y sus alrededores, Medellín y Cali) el 2,6%, según el IPVN del Banco de la República, y el de la vivienda nueva en Bogotá se ajustó 6,7%, según el IPVN del DNP.

Para los demás rubros de la formación bruta de capital fijo también se registraron tasas de crecimiento importantes; es el caso de la inversión en maquinaria y equipo dirigida a la industria y de la de equipo de transporte (esta última asociada con los planes de renovación y ampliación de la flota de algunas compañías de transporte aéreo). Por otro lado, un nuevo ciclo de retención ganadera y la culminación de los procesos de renovación cafetera favorecieron el comportamiento de la inversión en el sector agropecuario.

Por último, durante 2014 el desempeño de las cuentas de comercio exterior fue dispar: mientras que las importaciones se aceleraron significativamente frente a lo observado durante 2013, las exportaciones registraron un mal comportamiento. El crecimiento destacado de las compras externas fue reflejo del dinamismo generalizado de la demanda interna. Además, el cierre temporal de la Refinería de Cartagena (Reficar), por adecuaciones y ampliaciones en su planta, obligó a incrementar las importaciones de bienes intermedios, en particular de combustibles, con el fin de sustituir la caída en la oferta local de refinados. En cuanto a las ventas externas, el menor desempeño de nuestros socios comerciales habría contribuido a los malos resultados de las exportaciones. Asimismo, los distintos choques de oferta al sector petrolero en la primera mitad del año impactaron sus ventas al exterior¹⁰.

10 El cierre de Reficar también afectó las ventas al exterior de productos refinados del petróleo.

Por el lado de la oferta, para todo 2014 las ramas de mayor dinamismo fueron la construcción, el comercio y los servicios financieros (Cuadro 2). Por el contrario, la industria manufacturera y la minería presentaron un comportamiento débil, incluso en algunos trimestres se observaron contracciones anuales. La mayoría de los sectores se desaceleraron durante la segunda mitad del año.

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

Sector	2012 Año completo	2013 Año completo	2014				2014 Año completo
			I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,5	6,7	6,2	0,3	1,7	0,9	2,3
Explotación de minas y canteras	5,3	5,5	6,1	(2,2)	(1,2)	(3,3)	(0,2)
Industria manufacturera	0,1	0,6	4,1	(2,0)	(0,6)	(0,3)	0,2
Electricidad, gas y agua	2,3	3,2	4,4	3,7	4,0	3,1	3,8
Construcción	5,9	11,6	14,2	8,4	11,1	5,9	9,9
Edificaciones	5,9	11,2	6,8	1,0	14,1	7,5	7,4
Obras civiles	6,0	12,1	24,8	14,3	7,1	3,8	12,0
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	3,9	4,5	5,5	4,1	4,2	4,5	4,6
Transporte, almacenamiento y comunicación	3,9	3,6	4,9	4,3	4,2	3,2	4,2
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	5,1	4,6	5,4	5,5	4,5	4,1	4,9
Servicios sociales, comunales y personales	4,6	6,0	7,6	5,5	4,7	4,2	5,5
Subtotal valor agregado	3,9	5,0	6,3	4,0	4,1	3,2	4,4
Impuestos menos subsidios	5,4	3,9	7,5	8,2	7,4	8,3	7,8
PIB	4,0	4,9	6,4	4,3	4,2	3,5	4,6

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El sector más dinámico durante 2014 fue la construcción (9,9%), tanto de edificaciones (7,4%) como de obras civiles (12,0%), por las razones que ya se expusieron. En lo que respecta al comercio, se destaca el significativo dinamismo de las ventas al por menor (11,2%) y en este rubro el muy buen comportamiento de las ventas de vehículos (la expansión anual fue de 19,1%). Al excluir los vehículos, las ventas crecieron 9,7%. Con todo ello, el valor agregado del sector fue de 4,6%.

El PIB de servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas continuó creciendo a una tasa relativamente alta (4,9% en el año). Dada su participación en el PIB (19,6%), el sector siguió siendo uno de los que más aportó a la expansión de la economía (como viene sucediendo desde hace varios años).

Durante 2014 los sectores minero y manufacturero presentaron el peor desempeño. En el primer caso, fue el único que se contrajo (-0,2%), lo que estuvo significativamente por debajo de lo observado en años anteriores (9,3% en promedio desde 2008 a 2013). El deterioro se concentró en la producción de petróleo, la cual cayó 1,9% en 2014 como consecuencia de algunos cuellos de botella por el transporte

El crecimiento de la economía colombiana continuó estando liderado por los sectores no transables, cuya expansión anual en 2014 fue de 6,0%. El PIB de los sectores transables presentó una tasa de crecimiento anual de 2,3%.

del crudo y problemas de orden público (como los atentados a oleoductos). De hecho, la producción promedio anual fue de 987.000 barriles diarios, cifra inferior a la meta propuesta por las autoridades al inicio del año (alrededor de 1.030.000 barriles diarios).

En la industria se registró un crecimiento de 0,2% en 2014. De acuerdo con la encuesta de la Asociación Nacional de Industriales de Colombia (ANDI), los principales obstáculos que enfrentaron los empresarios en el desarrollo normal de su actividad fueron la alta competencia en el mercado, baja demanda, tipo de cambio, costo y suministro de materias primas, además del contrabando. Asimismo, debe señalarse que se presentaron choques de oferta que impactaron significativamente al sector: el cierre transitorio de la refinería de Cartagena (Reficar), que ocurrió a partir de los primeros meses del año, le restó al crecimiento de la industria 1,1 puntos porcentuales (pp) y 0,1 pp al PIB total. Cabe señalar que esta empresa cerró sus instalaciones con el fin de ampliarlas y modernizarlas, y se estima que su reapertura sea en el segundo semestre de 2015.

Por último, el crecimiento de la economía colombiana continuó estando liderado por los sectores no transables, cuya expansión anual en 2014 fue de 6,0%, mayor que la de un año atrás (5,5%). El PIB de sectores transables, por su parte, presentó una tasa de crecimiento anual (2,3%) inferior a la de la economía en su conjunto y menor a la de 2013 (4,1%). Al excluir la minería, los sectores transables restantes mostraron una expansión mayor (2,9%).

2. Perspectivas de la economía colombiana para 2015

Dada la caída del precio internacional del crudo, para todo 2015 se prevé una menor dinámica del ingreso nacional disponible y un descenso de la inversión, sobre todo de aquella destinada al sector petrolero. En conjunto, estos efectos inducirán una desaceleración de los componentes de la demanda interna. En contraste, se espera que la depreciación de la tasa de cambio nominal impulse el crecimiento de las exportaciones, en particular de las no tradicionales, y desestime la dinámica de las importaciones. Así las cosas, se prevé que las exportaciones netas compensen en alguna medida el menor desempeño de la demanda interna.

Con todo lo anterior, las proyecciones que realiza el equipo técnico del Banco de la República sobre el crecimiento de la economía colombiana sugieren que en 2015 el PIB se expandiría a un ritmo menor que el observado en 2014. Esta desaceleración de la actividad económica estaría principalmente relacionada con una caída importante de los precios internacionales del petróleo¹¹. Sin embargo, la incertidumbre sobre la magnitud de los efectos de esta caída en el crecimiento del producto es alta, y el desempeño de la economía colombiana dependerá de otros

¹¹ Véase Recuadro 1 “La caída del precio del petróleo y sus canales de influencia sobre la economía colombiana” pp. 86-89.

Para todo 2015 se prevé una menor dinámica del ingreso nacional disponible y un descenso en la inversión. La magnitud del ajuste dependerá tanto de factores externos como internos.

factores, como la disponibilidad de financiamiento externo, de la manera como se afecte la confianza de los agentes económicos y del grado en el que se ajusten las finanzas públicas nacionales y regionales.

El desempeño del contexto internacional también es otra variable para tener en cuenta. En principio, son difusas las perspectivas de crecimiento para algunas grandes economías y para nuestros principales socios comerciales en la región. Tampoco se tiene claridad sobre el efecto que podría tener una eventual normalización de la política monetaria en los Estados Unidos en el comportamiento de los flujos de capital hacia el país.

Por otro lado, la caída de los precios del petróleo y de otras materias primas exportadas por Colombia debería ser parcialmente compensada por menores precios de los bienes importados. Esto podría atenuar la disminución de los términos de intercambio, y tendría eventualmente un efecto positivo sobre el crecimiento económico mediante menores costos para la economía.

Las proyecciones del PIB que a continuación se muestran suponen una menor entrada de capitales por concepto de IED (en particular aquella destinada al sector minero) y una menor entrada de inversión de cartera, en línea con los pronósticos de la balanza de pagos presentados en la sección E de este capítulo.

Con respecto a la coyuntura local, se prevé una desaceleración significativa de la demanda interna. El rubro más afectado sería el de formación bruta de capital; en particular se espera una reducción importante de las inversiones en exploración y explotación en el sector petrolero, producto del descenso en el precio del petróleo y afín con los menores ingresos de IED proyectados para este sector.

El resto de inversiones en bienes de capital también registraría un desempeño menor que el de 2014, aunque la desaceleración sería de menor magnitud. Por su parte, el gasto en inversión en construcción de edificaciones y de obras civiles deberá resultar beneficiado por la continuación de los programas de construcción de viviendas con fines sociales que adelanta el gobierno nacional y por la ejecución de recursos ya comprometidos en proyectos de infraestructura vial y aeroportuaria que se vienen ejecutando a lo largo del territorio nacional. Cabe señalar que también se empezarán a desembolsar rubros para los proyectos adjudicados en el marco de la primera ola de construcción de vías mediante las concesiones de cuarta generación (4G), correspondientes al pago de gastos asociados con la fase de planeación financiera y estudios técnicos. Sin embargo, los desembolsos previstos para este año corresponden a un porcentaje pequeño del total adjudicado.

La inversión en construcción de edificaciones y de obras civiles se verá beneficiada por los programas de vivienda con fines sociales del gobierno nacional y por la ejecución de recursos en proyectos de infraestructura vial y aeroportuaria.

Por su parte, el consumo agregado contaría con un impulso importante por cuenta del gasto del Gobierno. A pesar de que se prevé una desaceleración en el dinamismo de este rubro para el GNC, la mayor ejecución de los recursos en los ámbitos regionales y locales, durante el último año del período de alcaldes y gobernadores, permite pensar en un buen desempeño de este componente del PIB durante 2015. Por el lado del consumo privado, las menores tasas de crecimiento obedecerían al

*Se espera una
reducción de las
importaciones
asociada con el menor
desempeño del gasto
en inversión, de un
menor consumo de
bienes importados y
con la reapertura de
Reficar.*

impacto que tendría la caída de los términos de intercambio y la posible reducción de los flujos de capitales hacia el país sobre la capacidad de gasto de los hogares. Adicionalmente, la transmisión del efecto de una tasa de cambio más depreciada sobre los precios de los bienes transables tenderá a desincentivar el consumo de bienes durables y semidurables importados, principalmente —véase el Recuadro 2 de este *Informe*: “Tasa de cambio e inflación en Colombia”— pp. 90-94.

Para las exportaciones e importaciones se proyectan comportamientos dispares durante 2015. En el primer caso se espera que la depreciación acumulada de la tasa de cambio nominal tenga efectos positivos sobre las exportaciones de bienes no tradicionales y de servicios. Adicionalmente, las cantidades producidas de carbón y petróleo deberán registrar incrementos con respecto a lo observado para 2014.

Para el caso de las importaciones se pronostican retrocesos significativos, relacionados sobre todo con el menor desempeño del gasto en inversión en maquinaria y equipo y equipo de transporte. También se prevé una posible sustitución de oferta importada por local, debido al incremento en los costos asociados con la depreciación del peso. De manera similar, la reapertura de Reficar supondría una menor necesidad de compras externas de productos refinados del petróleo, pues la nueva producción interna sustituiría buena parte de este tipo de importaciones.

Por el lado de la oferta, además de la construcción, que continuaría siendo el sector de mejor desempeño en 2015, los sectores con expansiones importantes serían la minería, la industria y los servicios sociales, comunales y personales.

Para el primer caso se espera 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 la primera parte de 2014. Algo similar ocurriría en el caso del petróleo. No obstante, cabe señalar que las proyecciones de la producción promedio de crudo para 2015 han sido revisadas a la baja tanto por el equipo técnico del Banco de la República (a unos 1.020 miles de barriles diarios) como por parte de diversos analistas económicos¹², debido principalmente a la caída reciente en su precio. Se resalta que, pese a los recientes descensos tanto en las cotizaciones del petróleo como del carbón, las inversiones realizadas en los años anteriores en la infraestructura de transporte de dichos productos deberían contribuir a una mejora en las tasas de crecimiento de estos sectores frente a 2014; aunque se estima que su expansión anual se ubicaría por debajo de las tasas de dos dígitos observadas entre 2008 y 2011 (11,4% en promedio).

*La minería debería
reportar una expansión
importante, lo que
consolidaría su proceso
de recuperación
basado en los esfuerzos
de inversión de años
anteriores.*

12 A inicios de año la Agencia Internacional de Energía actualizó sus proyecciones de producción de petróleo para Colombia a la baja, estima 930.000 barriles diarios promedio para 2015, cuando meses atrás esperaba 1,1 millones. Por su parte, entidades como Fedesarrollo y la Asociación Colombiana de Petroleros mantienen una proyección superior al millón de barriles diarios, pero que dista de las del *Marco Fiscal de Mediano Plazo* del ministerio de Hacienda, publicado a mediados de 2014 (1.029.000 barriles diarios promedio). En este sentido, es importante aclarar que las cantidades producidas de petróleo crecerían con respecto a 2014, pero menos de lo esperado meses atrás.

Luego de tres años de estancamiento, se espera que la industria contribuya de manera importante al crecimiento del PIB.

Con respecto a la industria, el pronóstico para 2015 prevé una recuperación 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 genere en términos de competitividad. Asimismo, debe señalarse que el sector tendrá una baja base de comparación luego de tres años de estancamiento, y que la reapertura de Reficar en el segundo semestre significará un salto importante en la producción de derivados del petróleo, cuya participación en el PIB de la industria se encuentra alrededor del 12,5%. Gracias a todo ello, la industria manufacturera lograría expandirse durante 2015 a una tasa superior a la del conjunto de la economía.

De todas maneras, algunas ramas seguirían enfrentando una dura competencia de las importaciones, de acuerdo con la percepción reportada por los empresarios en las encuestas de la ANDI. En otros casos, como la industria editorial, de impresión y conexas, es posible que continúe el retroceso, el cual obedece a cambios estructurales profundos que aquejan a este sector en el ámbito mundial.

Con relación a los servicios sociales, personales y comunales, se espera que el dinamismo del gasto público continúe desempeñando un papel importante dentro de las fuentes de crecimiento de 2015, en especial en los rubros asociados con la administración pública y la asistencia social y la salud. Sin embargo, la incertidumbre sobre los ingresos fiscales, generada por la caída y volatilidad del precio del petróleo, hace prever que el comportamiento de este gasto se desaceleraría.

Por su parte, los servicios financieros continuarían contribuyendo de manera activa a la expansión de la economía colombiana, lo que se atribuye a su alta participación sectorial (19,6%) y al dinamismo que seguirían mostrando las inversiones del sistema financiero y la expansión de la cartera, en un entorno de tasas de interés relativamente bajas.

La agricultura presentaría un comportamiento dispar, el café continuaría expandiéndose, mientras que existe alta incertidumbre por la duración y el efecto del ciclo de retención ganadera.

Por último, para el sector agropecuario se espera un comportamiento dispar para 2015. La producción de café seguiría aportando de manera importante al crecimiento del valor agregado sectorial, aunque menos que lo observado en 2014. Sin embargo, el sacrificio de ganado contrarrestaría dicha dinámica debido a la continuación del ciclo de retención ganadera. En el primer caso, de acuerdo con la Federación Nacional de Cafeteros (Fedecafé), durante estos años se alcanzaría un pico en la producción del grano, la cual se deriva de las renovaciones en los cultivos que se hicieron entre 2008 y 2013¹³. Por el contrario, existe alta incertidumbre por la duración del ciclo de retención ganadera y su impacto en 2015, pues recientemente los patrones comerciales, en especial con Venezuela, pueden haberlo alterado.

13 En esos años se modernizaron más de 546.000 hectáreas (2.900 millones de árboles). Esto implicó una mejora en la productividad, ya que el 61% del área cultivada fue sembrada con variedades resistentes a la roya, la densidad de siembra se incrementó en un 10% y la edad promedio de los cafetales se redujo de 12,4 a 8,2 años.

Con base en todo lo anterior, la proyección del crecimiento del PIB en el escenario más probable se ubica alrededor de 3,6% para 2015, con un intervalo entre 2,0% y 4,0%.

B. MERCADO LABORAL

Durante 2014 el mercado laboral mostró mejorías importantes. Sobresale la reducción de la tasa de desempleo (TD), principalmente debida a una mayor demanda por mano de obra. Además, durante el año se continuaron observando incrementos en el empleo asalariado y formal¹⁴, variables que tienen una relación estrecha con la evolución del consumo y la confianza de los hogares.

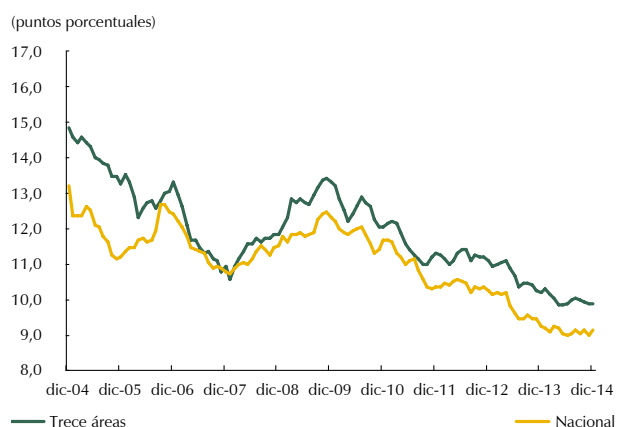
1. Desempleo

De acuerdo con la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH), del DANE, durante 2014 se registraron disminuciones significativas de la TD. Este comportamiento se presentó en todos los dominios geográficos, excepto en el caso de las áreas rurales. De esta forma, la TD nacional se ubicó en promedio para 2014

en 9,1% y la de las trece principales áreas metropolitanas¹⁵ en 9,9%, valores inferiores en 0,5 y 0,7 pp, respectivamente, al promedio registrado en 2013. Las series corregidas por estacionalidad muestran que durante 2014 estos indicadores se mantuvieron en los niveles mínimos de los últimos catorce años, período para el cual existen datos comparables (Gráfico 11). Al utilizar series empalmadas de la TD para las principales siete áreas metropolitanas, se observa que los niveles actuales no se observaban desde 1996 (Gráfico 12).

Esta serie de TD constituye un empalme construido a partir de la información de la GEIH y de la *Encuesta nacional de hogares* (ENH) del DANE. Ambas tienen metodologías y cubrimientos geográficos diferentes, razón por la cual el indicador de

Gráfico 11
Tasa de desempleo
(trimestre móvil desestacionalizado)

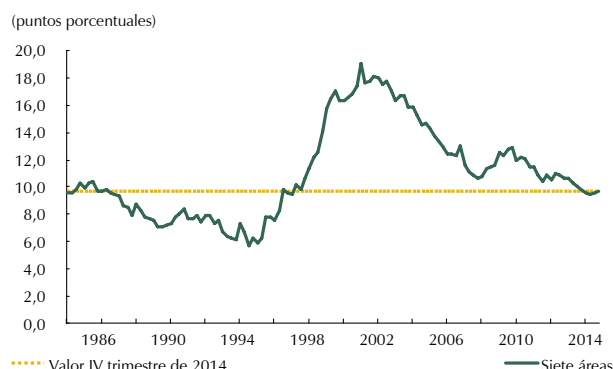


Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

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

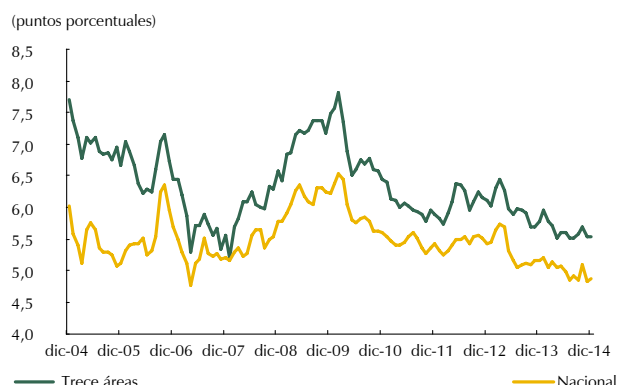
15 Según la GEIH del DANE, se define como área metropolitana: “el área de influencia que incluye municipios circundantes, que con la ciudad conforman un solo tejido urbano no discontinuo y han sido reconocidos legalmente”. Las trece principales áreas comprenden: Bogotá; Medellín y Valle de Aburrá; Cali 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.

Gráfico 12
Tasa de desempleo
(siete áreas, trimestre desestacionalizado)



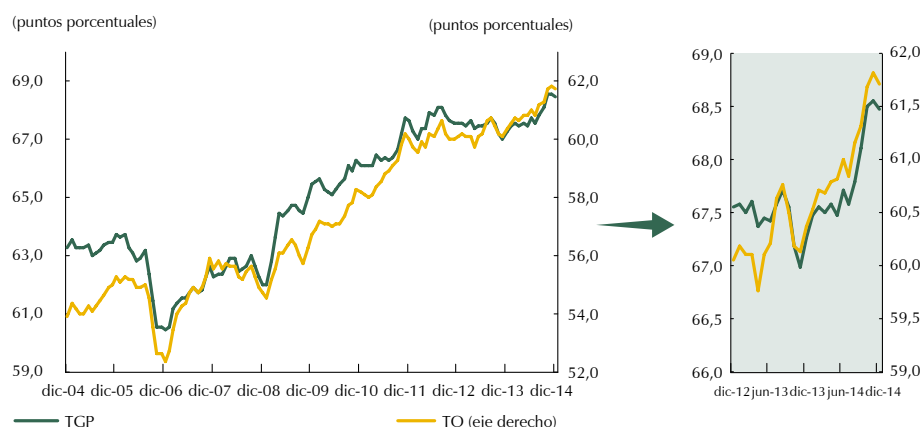
Fuente: DANE (GEIH y ENH); cálculos del Banco de la República.
Nota: esta serie de TD constituye un empalme construido a partir de la información de la gran encuesta integrada de hogares (GEIH) y de la encuesta nacional de hogares (ENH) del DANE. Ambas tienen metodologías y cubrimientos geográficos diferentes, razón por la cual el indicador de TD empalmado puede presentar hacia el pasado sesgos importantes.

Gráfico 13
Tasa de desempleo de los jefes de hogar
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

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



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

TD empalmado puede presentar sesgos importantes hacia el pasado.

La mejoría del panorama laboral se corrobora cuando se examina el comportamiento de la TD de los jefes de hogar, un segmento que sigue más de cerca el ciclo económico, al presentar una oferta de trabajo menos volátil y que está menos afectada por fenómenos demográficos y de participación. En este grupo la TD presentó una reducción durante 2014 (Gráfico 13).

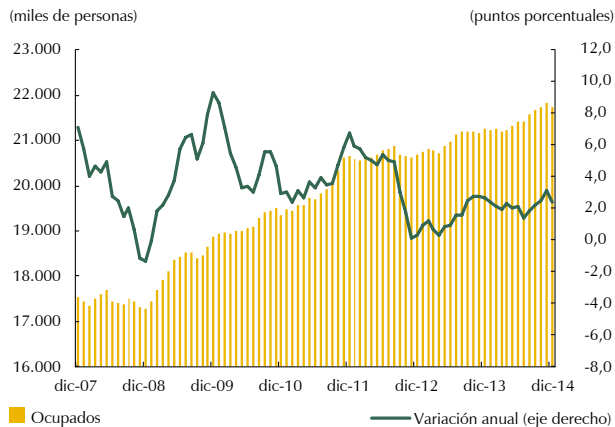
2. Oferta y demanda de trabajo

La dinámica del desempleo puede explicarse a partir del comportamiento de la oferta, resumida por la tasa global de participación (TGP), y de la demanda, entendida como la tasa de ocupación (TO). Como lo muestra el Gráfico 14, en 2014 tanto la TGP como la TO mostraron incrementos importantes en las trece áreas; no obstante, el de la segunda mostró una cifra algo mayor, razón por la cual es posible afirmar que la reducción de la TD se explica por una mayor demanda laboral.

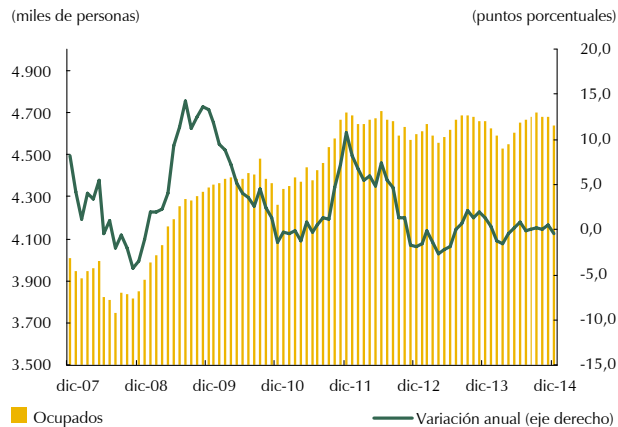
Durante 2014 el número de ocupados creció en promedio 2,2% anual en el total nacional, 2,9% en las cabeceras urbanas y 3,0% en las trece áreas. Por su parte, en las áreas rurales los ocupados cayeron -0,1% anual en ese mismo período (Gráfico 15).

Gráfico 15
Número de ocupados y variación anual
(trimestre móvil desestacionalizado)

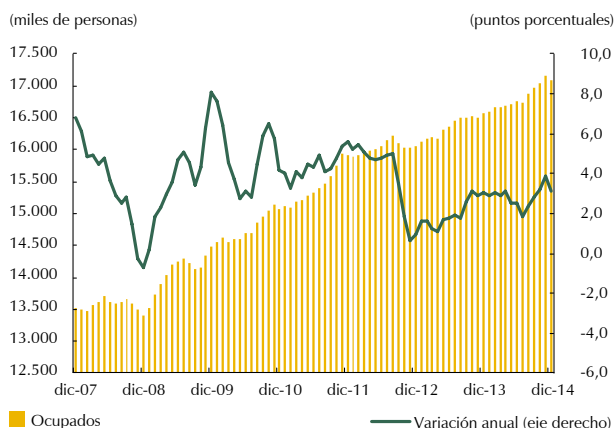
A. Total nacional



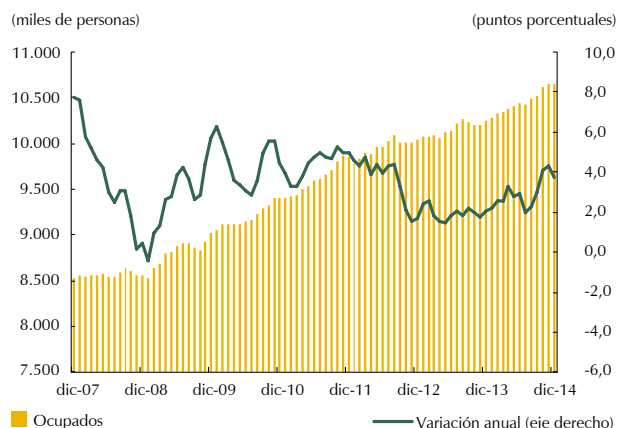
B. Áreas rurales



C. Cabeceras urbanas



D. Trece principales áreas metropolitanas



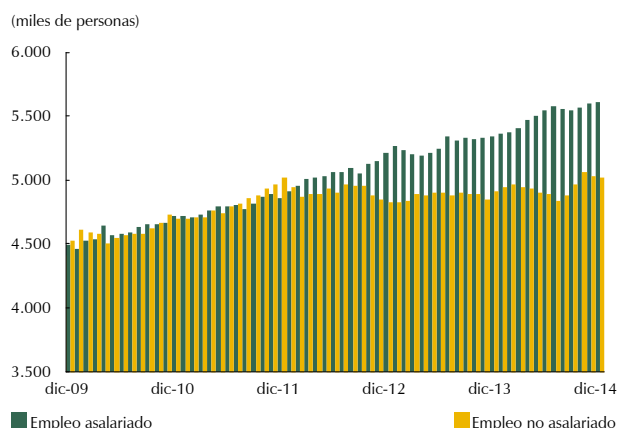
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Al desagregar por rama de actividad económica, se observa que, en promedio, durante 2014 la creación de empleo fue impulsada por el sector de servicios y, en menor medida, por el de comercio. La industria manufacturera habría vuelto a presentar incrementos en el nivel de ocupación. Por su parte, la minería y la agricultura contribuyeron negativamente a la generación de empleo en promedio para 2014.

3. Calidad del empleo y condiciones del mercado laboral

Las variables asociadas con la calidad del empleo continuaron evolucionando favorablemente en 2014. Se siguieron presentando mejoras significativas en la formalidad y el empleo asalariado, que podrían atribuirse, en parte, a las políticas de fomento al empleo formal implementadas en los últimos años.

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



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

Cabe resaltar que la mayoría del empleo generado en 2014 fue asalariado, el cual creció en las trece áreas a una tasa anual de 4,5%. Por otro lado, el empleo no asalariado ha vuelto a aumentar, después de un período importante de crecimientos nulos o negativos. En las trece áreas estos últimos se expandieron a una tasa anual de 1,4% en promedio para los doce meses de 2014 (Gráfico 16).

Por su parte, el porcentaje de los trabajadores formales de las trece áreas se ubicó en promedio durante el año en 51,5%, aumentando 1,02 pp con respecto al mismo período del año anterior. Buena parte del incremento del empleo formal se explica por la expansión del empleo formal con educación superior, el cual creció a una tasa promedio anual de 8,4% durante 2014.

Los aumentos de la formalidad y del empleo asalariado suelen asociarse con avances en materia de calidad del empleo. Lo anterior se debe a que los trabajadores de este tipo disfrutaban de una mayor estabilidad laboral, remuneraciones más altas y un mejor acceso al crédito; lo que a su vez impulsa la confianza de los consumidores y el consumo de los hogares.

4. Costos laborales y salariales

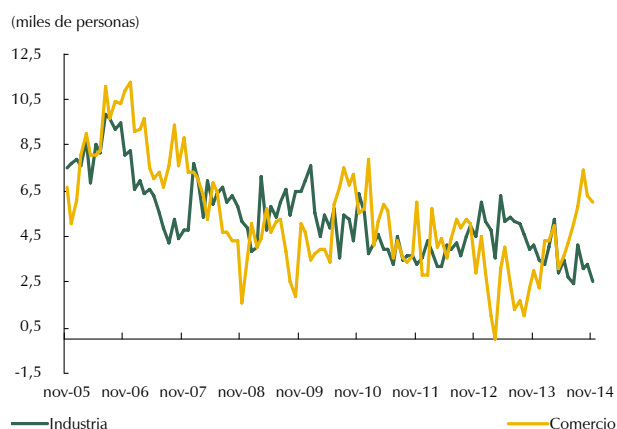
Durante 2014 los ajustes salariales fueron moderados. Entre enero y noviembre los salarios nominales de la industria presentaron un incremento promedio de 3,4% anual, mientras que en el comercio el aumento promedio fue de 5% en el mismo período (Gráfico 17). La aceleración observada en los salarios del comercio puede explicarse principalmente por dos factores. El primero de ellos es la reactivación

de las ventas de vehículos observada en el segundo semestre de 2014 y el consiguiente incremento de las comisiones que hacen parte del rubro salarial. En segundo lugar, nuevas empresas con mayores salarios per cápita han ingresado al mercado.

En cuanto a la construcción pesada y de vivienda, durante 2014 los salarios nominales en estos sectores registraron una expansión anual promedio de 3,9% y 3,7%, respectivamente (Gráfico 18).

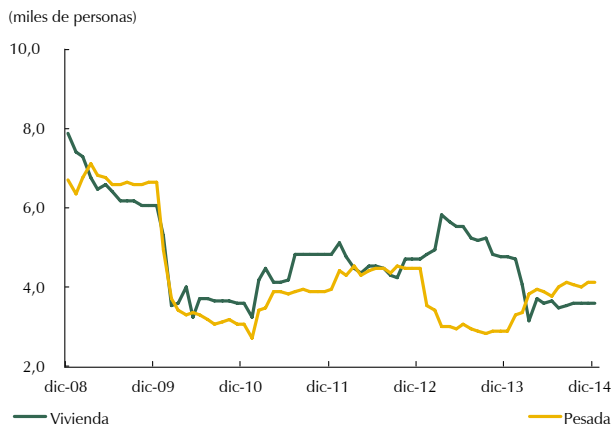
Como se mencionó en informes anteriores, en los últimos años el costo por trabajador creció a una tasa menor que la de los salarios, debido a la reducción en las contribuciones obligatorias a cargo del empleador contempladas en la reforma tributaria de 2012. Sin

Gráfico 17
Índice de salarios nominales: industria y comercio



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

Gráfico 18
Índice de salarios nominales: construcción pesada y vivienda



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

embargo, el efecto de esta medida es de una sola vez, por lo que las presiones inflacionarias originadas en los costos laborales podrían ser algo mayores hacia 2015.

5. Expectativas para 2015

Dado que se prevé un crecimiento económico para 2015 menor que el de años anteriores, es probable que el empleo crezca a un ritmo menor que el de 2013 y 2014. Por tanto, es posible que en el futuro la TD no se reduzca en las magnitudes observadas en este período. Adicionalmente, la formalización de la fuerza laboral podría desacelerarse.

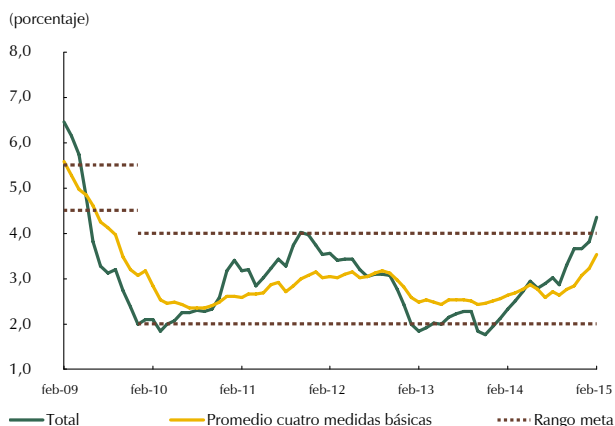
Sin embargo, debe tenerse en cuenta la elevada incertidumbre asociada con la magnitud del impacto de estos factores sobre el mercado laboral. Más aún considerando que el efecto de la depreciación es heterogéneo entre ramas de actividad económica, puesto que esta podría favorecer algunos sectores transables intensivos en mano de obra.

Así, se espera que, de continuar los ajustes salariales moderados, las presiones inflacionarias originadas en el mercado laboral podrían seguir siendo bajas, y no comprometerían el cumplimiento de la meta de inflación del Banco de la República para 2015.

C. INFLACIÓN

1. La inflación en 2014

Gráfico 19
Inflación total al consumidor e inflación básica



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Durante 2014 la inflación al consumidor aumentó de manera continua desde el bajo nivel observado a finales de 2013. El resultado a diciembre fue de 3,66%, situándose en la mitad superior del rango meta (2,0% a 4,0%) establecido por la JDBR. Un comportamiento similar se observó en la inflación básica, la cual, de acuerdo con el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco, terminó el año en 3,06% (Gráfico 19, Cuadro 3). Desde finales de 2013 tanto el equipo técnico del Banco de la República, como los analistas del mercado, esperaban que la inflación presentara una tendencia creciente en 2014 hacia el 3,0%, dado que el descenso observado un año atrás se consideró en buena parte transitorio.

Cuadro 3
Indicadores de inflación al consumidor
(a febrero de 2015)
(porcentaje)

Descripción	Ponde- ración	Dic-12	Mar-13	Jun-13	Sep-13	Dic-13	Mar-14	Jun-14	Sep-14	Dic-14	Ene-15	Feb-15
Total	100	2,44	1,91	2,16	2,27	1,94	2,51	2,79	2,86	3,66	3,82	4,36
Sin alimentos	71,79	2,40	2,11	2,48	2,36	2,36	2,62	2,66	2,70	3,26	3,20	3,42
Transables	26	0,77	1,13	1,10	1,34	1,40	1,65	1,94	1,59	2,03	2,28	3,26
No transables	30,52	3,92	3,85	3,78	3,70	3,76	3,55	3,45	3,26	3,38	3,47	3,50
Regulados	15,26	1,91	0,20	1,98	1,24	1,05	2,21	2,14	3,25	4,84	4,01	3,46
Alimentos	28,21	2,52	1,41	1,34	2,05	0,86	2,23	3,11	3,25	4,69	5,41	6,78
Perecederos	3,88	(3,90)	(1,86)	2,44	5,94	(0,16)	3,17	8,92	7,61	16,74	16,78	19,68
Procesados	16,26	2,83	1,25	(0,11)	0,18	(0,24)	0,92	1,44	2,14	2,54	3,70	5,62
Comidas fuera del hogar	8,07	4,90	3,22	3,51	3,74	3,26	4,13	3,52	3,23	3,51	3,60	3,34
Indicadores de inflación básica												
Sin alimentos		2,40	2,11	2,48	2,36	2,36	2,62	2,66	2,70	3,26	3,20	3,42
Núcleo 20		3,23	2,78	2,83	2,79	2,72	2,86	3,04	2,89	3,42	3,58	3,62
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos		3,02	2,51	2,14	2,19	2,19	2,53	2,53	2,39	2,76	3,12	3,69
Inflación sin alimentos ni regulados		2,55	2,67	2,63	2,69	2,74	2,74	2,81	2,55	2,81	2,97	3,40
Promedio de todos los indicadores		2,80	2,52	2,52	2,51	2,50	2,69	2,76	2,63	3,06	3,22	3,53

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Así, la reversión de los choques bajistas que se observaron en 2013, y que impactaron el nivel de precios por una sola vez, contribuyó de manera importante al aumento de la inflación durante 2014. Estos choques abarcaron desde una rebaja en los impuestos indirectos a las materias primas, alimentos y combustibles, entre otros, ordenada por la reforma tributaria que entró en vigencia a comienzos de 2013, hasta unas condiciones climáticas excepcionales que favorecieron la oferta agropecuaria. A lo anterior se sumó una amplia oferta de importados, en el caso de ciertos productos alimenticios específicos, y rebajas en las tarifas de diversos servicios públicos ordenadas por autoridades locales. Para 2014 estos choques no se repitieron y los precios, en particular en los casos de los alimentos y de los regulados, tendieron a presentar ajustes positivos más acordes con la meta de inflación de largo plazo.

La tendencia creciente de la inflación en 2014 hacia niveles más cercanos a la meta de largo plazo fue coherente con una demanda interna más dinámica y con un nivel del producto que convergió al uso pleno de su capacidad instalada. También,

La tendencia creciente de la inflación en 2014 fue consistente con una demanda interna más dinámica y una depreciación del peso en la segunda mitad del año.

con una depreciación del peso en la segunda mitad del año, la cual se transmitió parcialmente a la variación anual del IPC transable.

Aunque gran parte del comportamiento de la demanda y de las reversiones de algunos de los choques fueron anticipados, la senda de inflación tendió a superar las previsiones del Banco y de los analistas. Así, en 2014 la inflación terminó entre 50 y 100 pb por encima de las diferentes proyecciones efectuadas a comienzos de año. A pesar de ello, las expectativas de inflación, un elemento clave para garantizar el cumplimiento de la meta de largo plazo, se mantuvieron ancladas en el 3,0% a lo largo del año, algo a lo que contribuyó la política monetaria.

En efecto, entre abril y agosto la JDBR elevó su tasa de referencia en cinco oportunidades (25 pb en cada mes), al considerar que la mayor dinámica de la demanda interna, junto con una inflación al alza y algo mayor que la esperada, era coherente con una tasa de interés menos expansiva. Desde mediados del año la caída del precio del petróleo generó incertidumbre sobre la solidez del crecimiento económico hacia el futuro. Adicionalmente, se registraron pocas presiones de demanda, junto con unas expectativas de inflación que permanecieron ancladas en la meta. Ante estas circunstancias, al hacer el balance de riesgos, la JDBR decidió mantener inalteradas las tasas de interés en los últimos cuatro meses del año. Esto sin desconocer que, hacia futuro, la depreciación del peso observada desde la segunda mitad del año podría generar alzas en los precios de los transables.

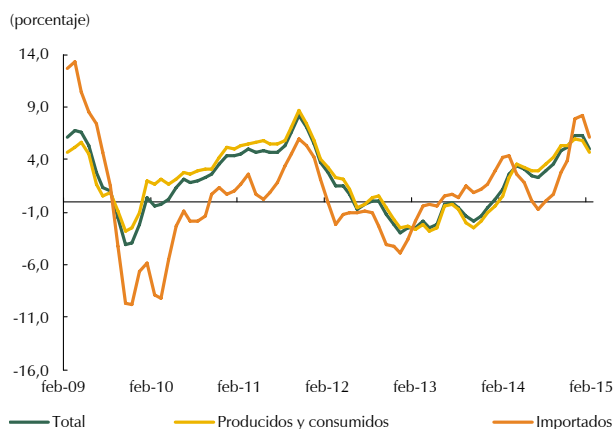
La subestimación de la inflación en 2014 se explica por dos factores. En primer lugar, en el caso de los alimentos, una oferta agropecuaria más débil de lo usual, especialmente en el caso de los no procesados, como los tubérculos, hortalizas y frutas, o de los semiprocesados, como el arroz, cuyas siembras y producción fueron desestimuladas por los bajos precios observados en 2013, todo lo cual resultó en ajustes mayores a lo inicialmente pronosticado. Este comportamiento habría sido reforzado por unas condiciones climáticas menos óptimas, con algunos episodios localizados de sequías durante el primer semestre del año y por un riesgo no despreciable de surgimiento de un fenómeno de El Niño en la segunda mitad de 2014. Este último fenómeno ha tendido a posponer siembras y cosechas en oportunidades anteriores, alterando transitoriamente los precios. En el caso de algunos productos, como el arroz y los derivados de la industria avícola, existe evidencia de algunos problemas fitosanitarios que habrían golpeado la productividad.

A pesar de que la inflación en 2014 se situó por encima de las proyecciones del Banco y de los analistas, las expectativas se mantuvieron ancladas en el 3% a lo largo del año.

En segundo lugar, debido al inicio, a partir de julio, de una fase de depreciación del tipo de cambio que se acentuó en el cuarto trimestre, lo que empezó a manifestarse en alzas mayores a las esperadas en los precios de algunos bienes y servicios transables. Es el caso de algunos alimentos procesados con componentes importados altos (huevos y pollo) y el de otros bienes y servicios, como vehículos y pasajes aéreos. El segmento del IPC de transables sin alimentos ni regulados cerró el año con una variación mensual de 2,0%, que aunque es baja (comparada con la inflación total), no se observaba desde hace cinco años (Cuadro 3). No obstante, hasta diciembre, la transmisión de la depreciación del peso a los precios al consumidor había sido más lenta que lo observado en episodios anteriores, algo

destacable si se tiene en cuenta la magnitud de esta depreciación: 26,5% entre julio y diciembre, y de 7,2% para todo el año en promedio.

Gráfico 20
IPP por procedencia



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El efecto de la depreciación se evidenció más rápido sobre los precios al productor, vía los precios de las materias primas importadas. La variación anual del IPP total aumentó sustancialmente a largo del año, en especial durante el segundo semestre, situándose en diciembre en 6,3% (frente a -0,5% un año atrás), mientras que el IPP importado cerró el año en 7,9% (frente a 1,7% en diciembre de 2013) (Gráfico 20). El aumento de los precios al productor sugiere incrementos en los costos no laborales que, sin embargo, no se manifestaron en presiones sobre los precios al consumidor en 2014.

De nuevo en 2014 las presiones de demanda fueron escasas, pese al dinamismo de la economía. A esta conclusión se llega después de observar el descenso a niveles más moderados que presentó la variación anual del IPC de no transables sin alimentos ni regulados: en diciembre de este año su valor fue de 3,38% frente al 3,76% de doce meses atrás. Los arriendos, el rubro de más peso dentro de la canasta del consumidor, contribuyeron a esta dinámica, al mostrar una tendencia decreciente a lo largo del año y terminar en 3,0% en diciembre. La baja inflación en 2013 (parte de los arriendos están indexados a la inflación pasada) y una oferta amplia de vivienda son factores que explicaron este buen comportamiento.

Finalmente, en 2014 las presiones de costos salariales sobre la inflación fueron limitadas, tal como se señala en la sección precedente de este documento. La rebaja en la contribución de salud que hacen los empresarios, además de unos ajustes salariales bajos, impidieron aumentos en los costos que asumen las empresas para contratar mano de obra, evitando que surgieran presiones sobre los precios al consumidor.

2. Perspectivas para 2015

En los primeros meses de 2015 la inflación anual al consumidor ha aumentando; sin embargo, se espera que entre el segundo y el tercer trimestre empiece a declinar, en la medida en que cedan las presiones de carácter transitorio. Esta tendencia se mantendría en 2016, cuando la inflación convergería a la meta de largo plazo.

El traspaso gradual de la depreciación acumulada del peso a los precios al consumidor debería continuar a lo largo de 2015. De todas maneras, se espera una transmisión, en línea con lo observado en los períodos de depreciación de los últimos quince años. Además, teniendo en cuenta que se prevé una desaceleración del crecimiento económico, como se explicó en la primera sección de este capítulo, habría una menor presión sobre los precios.

Los precios que más reaccionarían al mayor nivel de la tasa de cambio serían los de la canasta de transables sin alimentos ni regulados y los de los alimentos con un alto componente importado. Sin embargo, en este último caso el efecto debe resultar atenuado por unos precios internacionales más bajos en materias primas agrícolas y en transporte, frente a lo observado en 2014.

Con respecto a esto último, cabe esperar que los costos de producción medidos en dólares presenten tendencias a la baja, en un entorno de baja inflación mundial, con caídas fuertes en el precio del petróleo y con menores cotizaciones internacionales (o al menos una tendencia estable) para una amplia gama de materias primas en 2015. Este hecho deberá compensar, en parte, las presiones alcistas originadas en la depreciación del peso. Además, se prevén reducciones de importancia en el precio interno de los combustibles, toda vez que la caída del precio internacional del petróleo en la segunda mitad de 2014 (51% entre junio y diciembre) es mayor que la depreciación observada en igual período.

Una segunda fuente de presiones inflacionarias que estarán presentes en el primer semestre de 2015 se origina en los precios de los alimentos producidos en el país. Las condiciones de una oferta limitada en el caso de varios productos primarios y semiprocesados, como la papa y el arroz, deberán mantenerse en los dos primeros trimestres, ya que estos son productos de ciclo semestral. Así las cosas, la variación anual del precio de los alimentos continuaría aumentando en los primeros meses del año y, junto con ella, la inflación total. Sin embargo, para el segundo semestre se esperan rebajas en precios, una vez las siembras se normalicen y la oferta reaccione a los mayores márgenes.

En 2015 también se anticipan algunos aumentos en las tarifas reguladas de gas natural, teniendo en cuenta los cuellos de botella en producción y transporte que enfrenta el sector y la reestructuración de contratos para el suministro de esta materia prima en los campos de La Guajira. De igual forma, se presentarían reajustes en las tarifas de energía eléctrica por encima de la meta de inflación, aunque menores que las observadas el año pasado. Ambos hechos deben mantener la variación anual del IPC de regulados en terreno positivo, pese a la reducción esperada en el precio de la gasolina, aunque con una tendencia decreciente.

Si se verifican los pronósticos de un menor crecimiento del PIB en 2015, la economía deberá enfrentar algunos excesos de capacidad productiva, lo que permitiría descartar presiones importantes originadas en la demanda. Por esta misma razón, el ritmo de creación de empleo tenderá a ser menor que en los años anteriores, limitando las alzas de los costos laborales.

Si las expectativas de inflación permanecen ancladas en la meta de largo plazo, las alzas derivadas de una oferta de alimentos restringida, de los reajustes en las tarifas de algunos regulados y de la depreciación serán de carácter transitorio y deberán tener un efecto de corto plazo sobre la inflación.

Durante los primeros meses del año la inflación al consumidor ha aumentado. Sin embargo, con las expectativas ancladas en la meta, los choques en los precios de los alimentos, los regulados y la depreciación tendrán un efecto transitorio sobre la inflación.

Existen riesgos al alza sobre la inflación, asociados con la incertidumbre sobre la depreciación y su efecto en los precios internos y al posible desanclaje de la meta de las expectativas de inflación.

Así las cosas, los modelos del Banco anticipaban que la inflación anual al consumidor seguiría aumentando en los primeros meses de 2015, pero que entre el segundo y el tercer trimestre esta empezaría a declinar, en la medida en que cedan las presiones transitorias señaladas. Esta tendencia se mantendría en 2016, cuando la inflación convergería al punto central del rango meta.

Las cifras observadas hasta febrero mostraron alzas un poco mayores a las esperadas por el equipo técnico del Banco y por el mercado. En el primer bimestre del año la inflación anual al consumidor aumentó 69 pb y se situó a febrero en 4,36%. Como se esperaba, al alza contribuyeron principalmente el IPC de alimentos y el de transables sin alimentos ni regulados. Estas presiones fueron contrarrestadas por reducciones en el precio interno de la gasolina, que hasta ese mes había sido del orden de 3,6%. El Gobierno anunció una disminución adicional de 3,0% efectiva desde la última semana de febrero, que deberá afectar el IPC en marzo, principalmente (Gráfico 19 y Cuadro 3).

Los anteriores pronósticos suponen riesgos para 2015, que son principalmente al alza. Uno de ellos es el que pesa sobre el comportamiento de la tasa de cambio y su transmisión a los precios internos. Dada la incertidumbre que existe sobre la evolución del precio del petróleo, de los flujos de capital y de la senda futura del tipo de cambio, se pueden continuar observando alzas en los precios al consumidor. Asimismo, puesto que el salto en el tipo de cambio sería en buena parte permanente, a diferencia de lo acontecido en episodios anteriores, cabe la posibilidad de que los pronósticos estén subestimando el traspaso a los precios internos y su duración¹⁶.

Otro riesgo es el de un eventual desanclaje de las expectativas de inflación de la meta de largo plazo establecida por la JDBR. Este riesgo aumenta en la medida en que el distanciamiento de la inflación observada frente al 3,0% se prolongue o se incremente.

Los riesgos a la baja sobre la inflación estarán dominados por la posibilidad de que el crecimiento económico se resienta más de lo previsto en caso de que el impacto de la caída del precio del petróleo sobre la demanda interna sea mayor a lo estimado. También, cabe la posibilidad de que el crecimiento de la demanda externa se afecte si se materializan los riesgos que enfrentan diversas economías avanzadas y emergentes, con un castigo sobre el desempeño de la economía colombiana. Los efectos de estos riesgos potenciales ocurrirían en un horizonte más amplio, extendiéndose seguramente hacia 2016.

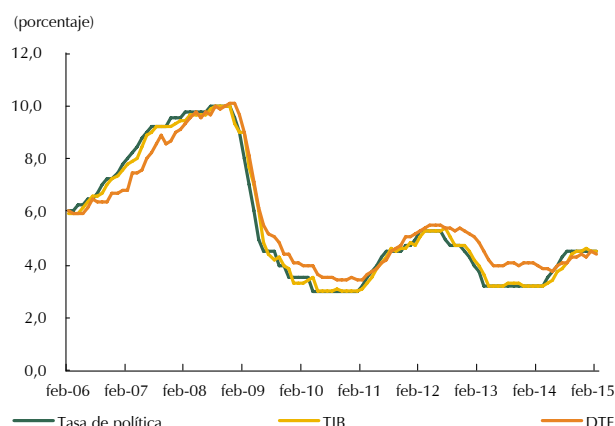
16 Véase Recuadro 2: “Tasa de cambio e inflación en Colombia” pp.90-94.

D. TASAS DE INTERÉS Y SECTOR FINANCIERO

1. Comportamiento de las tasas de interés durante 2014

a. Tasas de interés bancarias

Gráfico 21
Tasa de interés de intervención del Banco de la República,
tasa interbancaria (TIB) y DTF



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

Como se mencionó al comienzo del capítulo, entre abril y agosto de 2014 la JDBR aumentó la tasa de referencia en 125 pb (25 pb en cada mes), luego de haberla mantenido estable durante un poco más de un año. Dicha alza se transmitió en su totalidad a la tasa de interés interbancaria (TIB) (Gráfico 21). La reacción de las tasas de mercado a un día ante los cambios en la tasa de referencia es el primer paso en la cadena de transmisión de la política monetaria a las demás tasas de interés de la economía. Para que esta primera etapa ocurra, el Banco suministra o retira la liquidez que requieren los establecimientos de crédito por medio de diversos mecanismos (permanentes o transitorios). Durante el año la mayor parte de la liquidez primaria se suministró mediante las compras de divisas en el mercado cambiario (véase sombreado).

La transmisión de los incrementos de la tasa de interés de referencia hacia las tasas pasivas (DTF) y de créditos comerciales, de tesorería y preferenciales ha sido parcial. Por el contrario, las tasas de interés de los préstamos para consumo descendieron y la de vivienda permaneció relativamente estable (Cuadro 4).

A febrero de 2015 las tasas de interés de captación, las de crédito comercial y las de consumo aumentaron¹⁷ (Cuadro 4) frente al cierre de 2014, lo cual indica que la transmisión se sigue presentando, aunque de forma lenta. En términos reales, todas las tasas de interés de los préstamos se mantienen en niveles inferiores a sus promedios históricos calculados desde 2000 (exceptuando tarjetas de crédito) (Gráfico 22).

17 Las excepciones son la tasa de los créditos preferenciales, que se redujo frente al cierre de 2014, y la tasa de tarjetas de crédito, que mantiene su tendencia decreciente.

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

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

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.

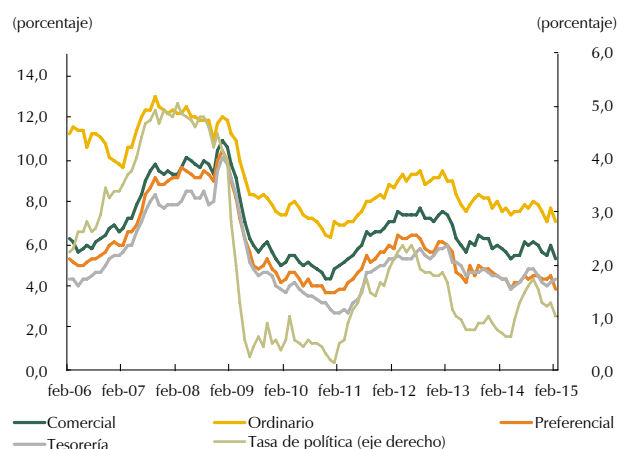
b/ No incluye consumos a un mes ni avances.

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

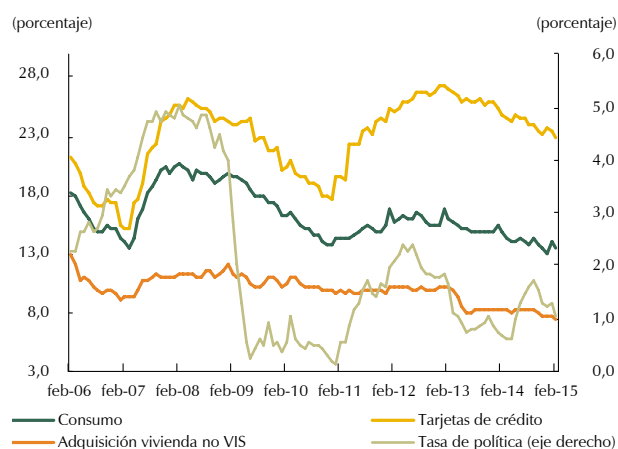
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (formatos 088 y 441).

Gráfico 22
Tasas de interés reales^{a/}

A. Créditos comerciales



B. Créditos a los hogares



a/ Se utiliza el IPC sin alimentos como deflactor.

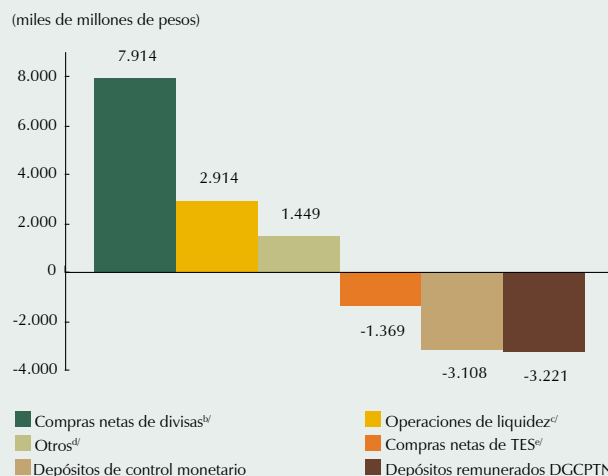
Fuente: Superintendencia Financiera; cálculos del Banco de la República.

BASE MONETARIA

Al 31 de diciembre de 2014 la base monetaria ascendió a COP 69.671 mm, registrando un crecimiento nominal anual de 7%. Durante ese año la acumulación de reservas internacionales mediante el programa de subastas de compras directas fue la principal fuente de liquidez primaria (COP 7.914 mm; es decir, USD 4.058 m), seguida por las operaciones netas de liquidez (COP 2.914 mm) y por otras cuentas del balance (COP 1.449 mm), que en este caso tuvieron un efecto expansivo. Por lo anterior, y dado que el incremento de la demanda de base monetaria fue COP 4.578 mm, se retiró liquidez de la economía por medio de los mayores depósitos de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN: COP 3.221 mm), las colocaciones adicionales de TES de control monetario (depósitos del gobierno nacional en el Banco de la República por COP 3.108 mm), y las ventas netas y vencimientos de los TES (COP 1.369 mm) (Gráfico A).

La variación de las otras cuentas del balance obedece, principalmente, al efecto monetario del estado de resultados (P y G) del Banco de la República. Dentro de este, los rubros que tuvieron un mayor efecto expansionista correspondieron a la remuneración tanto a los depósitos por las colocaciones de TES de control monetario (COP 436 mm) como a los de la DGCPTN (COP 423 mm), y a los gastos corporativos (personales y generales por COP 362 mm) y de pensionados (COP 203 mm).

Gráfico A
Origen de la base monetaria en el año 2014^{a/}



a/ Estas cifras consideran el cierre del mes calendario.

b/ Incluye subastas de compra directa de divisas.

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

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

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

Fuente: Banco de la República.

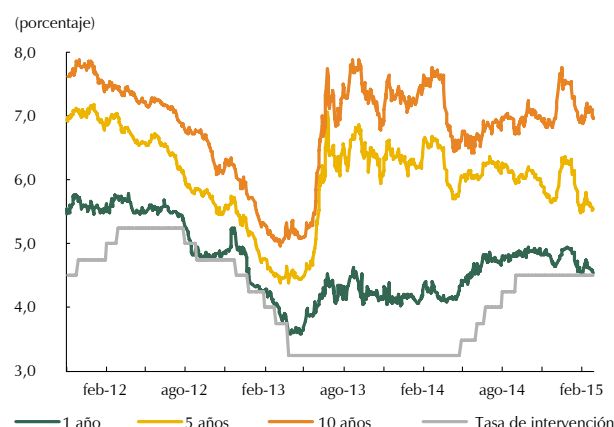
b. Mercado de deuda pública

Por lo general, los cambios observados y esperados en las tasas de interés de referencia se transmiten de forma rápida a las tasas de interés de plazos cortos, incluyendo las de los títulos emitidos por el Gobierno (TES). Así, desde abril de 2014 las tasas de los TES de corto plazo aumentaron cerca de 60 pb y en todo el año lo hicieron 72 pb (sus precios disminuyeron)¹⁸. Buena parte de este cambio ocurrió después del incremento de 125 pb en la tasa de referencia.

Por su parte, el precio de los TES de mediano y largo plazos también disminuyó (sus tasas subieron), aunque en magnitudes inferiores a las del corto plazo. Los

18 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 seguirán recibiendo los mismos COP 110.

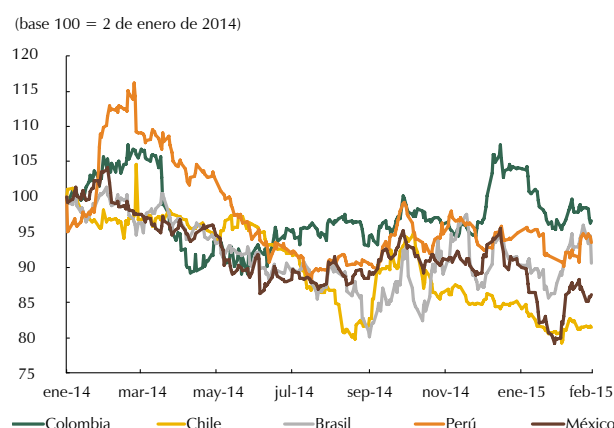
Gráfico 23
Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de subasta de expansión del Banco de la República^{a/}



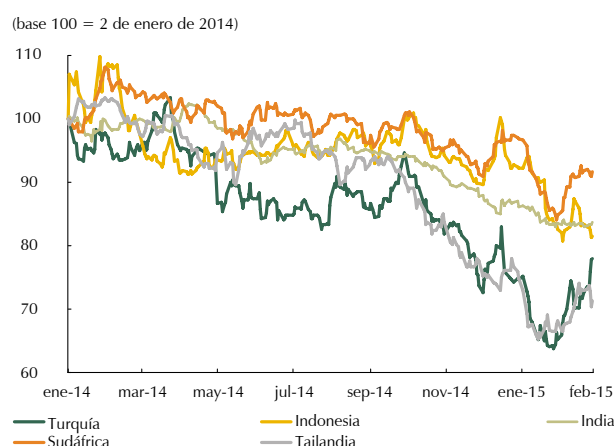
a/ Información al 27 de febrero de 2015.
Fuentes: SEN y MEC; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 24
Índice de las tasas cero cupón a diez años: Latinoamérica y otros emergentes^{a/}

A. Latinoamérica



B. Otros países emergentes



a/ Información al 27 de febrero de 2015.
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC; cálculos del Banco de la República.

incrementos en las tasas para estos plazos se observaron principalmente en diciembre, movimiento que superó las valorizaciones que se habían presentado en los meses anteriores (Gráfico 23).

Esta tendencia de desvalorización de los TES del fin de año estuvo acorde con el movimiento de otros bonos, de países de la región y de otros emergentes y, se explica, en parte, por el deterioro en las expectativas de crecimiento económico global y por una mayor incertidumbre con respecto al momento en el cual la Reserva Federal aumentaría la tasa de política monetaria.

Asimismo, otros factores locales acentuaron las desvalorizaciones de los TES, haciendo que estas fueran superiores a las registradas en otros países (Gráfico 24). En particular, se destacó la preocupación con respecto a la futura situación fiscal, dada la caída del precio del petróleo y la necesidad de financiar el posconflicto; situación que se confirmó con la revisión al plan financiero para el año 2015, donde se contempló un déficit superior al estimado en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo* (MFMP) de junio de 2014¹⁹. Además, las discusiones sobre la reforma tributaria pudieron haber motivado la venta de títulos, así como expectativas de menores compras por parte de extranjeros, en comparación con lo observado en 2014.

Al respecto, cabe mencionar que el año pasado el mercado de TES recibió flujos muy importantes por parte de extranjeros, ya que a mediados de marzo JP Morgan anunció el aumento de la ponderación de los bonos colombianos en sus índices globales de emergentes GBI²⁰, el cual se realizó de manera gradual entre mayo y septiembre. Esto último, sumado a la mejora en la

19. Adicionalmente, se conoció que el monto de TES por ser emitido en 2015 sería inferior al contemplado en el MFMP presentado en junio de 2014, y que los recursos adicionales se obtendrían de emisiones de bonos en los mercados internacionales por USD 2.500 m y por desembolsos de la banca multilateral por USD 2.600 m.

20. Para una explicación detallada, véase *Reportes del Emisor* núm. 179, “Análisis del impacto en Colombia de la recomposición de los índices de JP Morgan de deuda local de países emergentes”, abril de 2014.

Durante 2014 el mercado de TES recibió flujos extranjeros muy importantes, debido en parte al aumento de la ponderación de los bonos colombianos en los índices globales de emergentes GBI y a la mejora en la calificación de la deuda soberana.

calificación de la deuda soberana²¹, generó una mayor demanda de TES por parte de inversionistas extranjeros, principalmente en el largo plazo²².

Debido a esto, las valorizaciones más importantes de los TES en 2014 se dieron entre marzo y abril. El resto del año (de mayo a noviembre) los títulos de mediano y largo plazos tuvieron tendencias diferentes, de acuerdo con un incremento de la percepción de riesgo ante las señales de desaceleración de la economía mundial y la incertidumbre con respecto a la situación fiscal local que motivó a los agentes a reducir la duración de sus portafolios²³. Adicionalmente, las operaciones de canje de deuda por parte del Gobierno, que aumentaron la oferta de títulos con vencimientos largos, así como las expectativas de una mayor inflación, contribuyeron a apoyar esta tendencia.

En lo corrido de 2015, al cierre de febrero, los precios de los TES se han recuperado frente al cierre de diciembre de 2014, al igual que los de los bonos de otros emergentes. Buena parte de esta valorización ocurrió durante enero, y se explica por una liquidez mundial que continúa amplia, dadas las nuevas medidas de estímulo económico anunciadas e implementadas por algunos bancos centrales (como el BCE y el de la autoridad monetaria de China), y ante las expectativas en enero de que la Reserva Federal mantendría la tasa de política en niveles expansivos por un período prolongado. Adicionalmente, para el caso de Colombia existen expectativas de un nuevo incremento en su participación en el índice GBI diversificado, ante la posible disminución de la de otros países (por ejemplo, Rusia, Ucrania y Nigeria).

No obstante, en febrero los precios sufrieron presiones a la baja debido a las recientes noticias sobre la economía de los Estados Unidos, las cuales aumentan la probabilidad de que inicie el proceso de normalización monetaria más pronto de lo que se esperaba en enero, así como mayores expectativas de inflación en Colombia.

De acuerdo con los factores mencionados, durante 2015 hasta el 27 de febrero hubo entradas importantes de inversionistas extranjeros al mercado de TES, las cuales ascendieron a COP 3.582 mm²⁴.

21 Moody's mejoró la calificación de la deuda soberana de Colombia, argumentando expectativas de mayor crecimiento del país, a pesar de las condiciones externas, el soporte de largo plazo que daría a la economía el programa de infraestructura 4G, y la gestión fiscal que había permitido moderar el déficit, junto con el cumplimiento continuo de la regla fiscal.

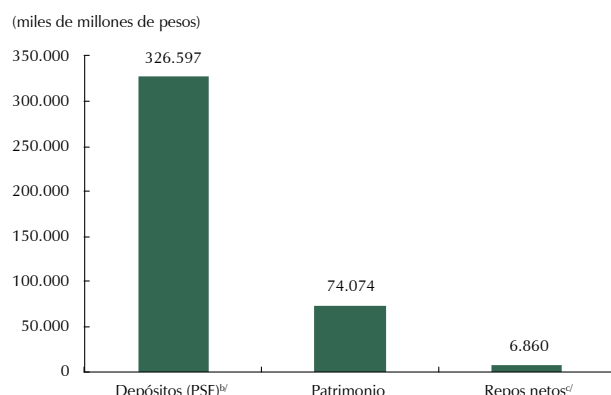
22 De acuerdo con las estimaciones del Banco de la República con información del Depósito Central de Valores (DCV), la participación de los agentes extranjeros en el mercado de TES, en pesos y en unidades de valor real (UVR), pasó de aproximadamente 6,5% en enero a cerca de 15,4% en diciembre de 2014.

23 Vendieron títulos de largo plazo y los sustituyeron por títulos de mediano plazo.

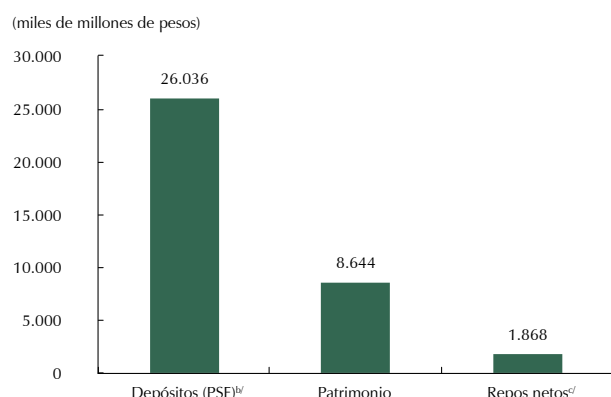
24 COP 2.826 mm en el mercado *spot* y COP 756 mm en el mercado de *forwards* (Fuente: Banco de la República).

Gráfico 25
Repos netos, PSE y patrimonio de los establecimientos de crédito^{a/}

A. Saldos



B. Variaciones anuales



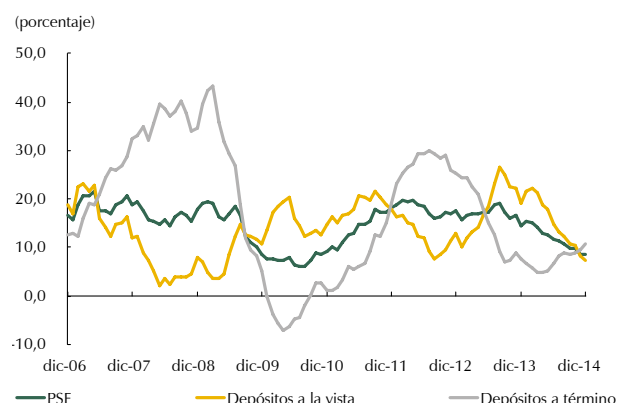
a/ Los saldos corresponden al viernes 26 de diciembre de 2014 y las variaciones anuales se calculan con respecto al viernes 27 de diciembre de 2013.

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

c/ Netos de DRNCE.

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

Gráfico 26
Crecimiento nominal anual de los PSE, depósitos a la vista y depósitos a término^{a/}



a/ Variaciones porcentuales anuales de datos promedio mensuales (calculados con datos semanales).

Fuente: Banco de la República.

2. Principales cuentas de los establecimientos de crédito²⁵

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.

En 2014 el crecimiento anual de los PSE se desaceleró (Gráficos 25 y 26). En particular, durante el primer trimestre los depósitos crecieron 15% anual en promedio, mientras que en los últimos tres meses del año esta tasa fue de 9,1%. Además, se dio una leve recomposición en los PSE desde los depósitos a la vista hacia los depósitos a término durante el año (Gráfico 26). Para ese mismo período el agregado monetario amplio (M3) creció 12,1% en promedio, continuando con la desaceleración presentada desde el segundo semestre de 2013 (Gráfico 27).

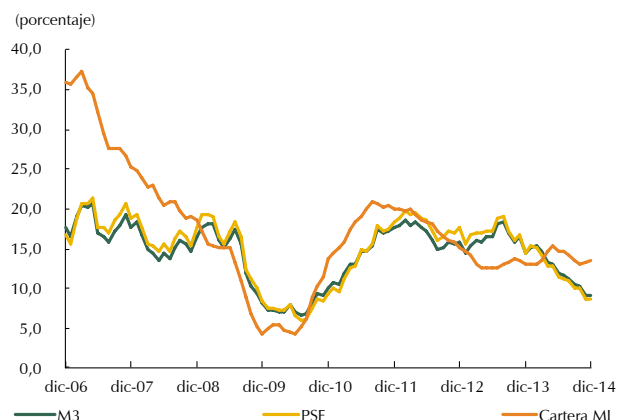
Por el lado del activo, en 2014 el crecimiento anual promedio de la cartera en moneda extranjera (M/E), expresada en dólares, fue nulo, mientras que el de los créditos en moneda nacional (M/L)²⁶ presentó una tasa de aumento de 13,9%. Así, la cartera total (M/L más M/E) mantuvo una tasa de crecimiento (12,8%) mayor que el aumento del PIB nominal. En términos reales la cartera en moneda nacional creció a un

25 La información de los establecimientos de crédito presentada en esta sección se obtiene del formato 281 de la Superintendencia Financiera de Colombia. Las cifras corresponden al viernes 26 de diciembre de 2014 para efectos comparativos con el año anterior (a pesar de que el cierre monetario del año 2014 es el viernes 2 de enero de 2015). Lo anterior, debido a que a partir del 1 de enero de 2015 los establecimientos de crédito deben reportar la información de sus cuentas siguiendo las normas internacionales de información financiera (NIIF) y a que existen cambios metodológicos significativos, y por tanto, no es preciso comparar los datos del 2 de enero de 2015 con los de cualquier fecha anterior.

26 Incluye titularizaciones de cartera hipotecaria y operaciones relacionadas con ventas de créditos para su manejo mediante derechos fiduciarios.

Gráfico 27
Crecimiento anual del M3, los pasivos sujetos a encaje y la cartera en moneda legal (ML)^{a/}

A. Nominal



B. Real^{b/}



a/ Variaciones porcentuales anuales de datos promedio mensuales (calculados a partir de datos semanales).

b/ Se utilizó el IPC sin alimentos como deflactor.

Fuente: Banco de la República.

ritmo similar al del año anterior (10,8% en promedio) (Gráficos 27 y 28).

Por tipo de crédito, en la cartera en pesos los otorgados a las empresas (comercial y microcrédito), así como los hipotecarios, mostraron una aceleración (nominal y real) en la primera mitad del año, en especial en el segundo trimestre, y una desaceleración en la segunda. A diciembre de 2014 el crédito a las empresas se expandió 13,6% (Gráfico 29), mientras que la cartera hipotecaria ajustada por titularizaciones lo hizo a un ritmo de 14,7%. El saldo de los créditos de consumo presentó una menor dinámica promedio en 2014, pero a finales de año tendió a acelerarse y creció 13,1%. En términos reales el comportamiento de los diferentes tipos de carteras fue similar al presentado por las series nominales (Gráfico 29).

Con respecto a las inversiones netas en pesos, su saldo se expandió 0,4% frente al cierre del año anterior (Gráfico 28). Este leve incremento, en contraste con la expansión del crédito a los hogares y empresas, indica un 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

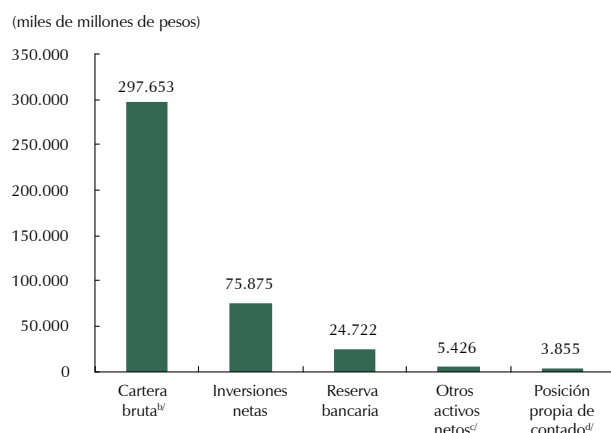
En esta sección se presenta la exposición a los riesgos de crédito y de fondeo de las entidades que pertenecen al sistema financiero y se analiza el riesgo²⁷ en el

mercado de TES. A diciembre de 2014 para el mercado de crédito se presentó un aumento en el indicador de mora (IM) sin castigos y una disminución en el IM con castigos frente al cierre del año anterior. Para el indicador de calidad (IC) se observó el mismo valor. Asimismo, las provisiones se mantuvieron en niveles que permiten cubrir la totalidad de la cartera vencida, excepto para la modalidad de microcrédito.

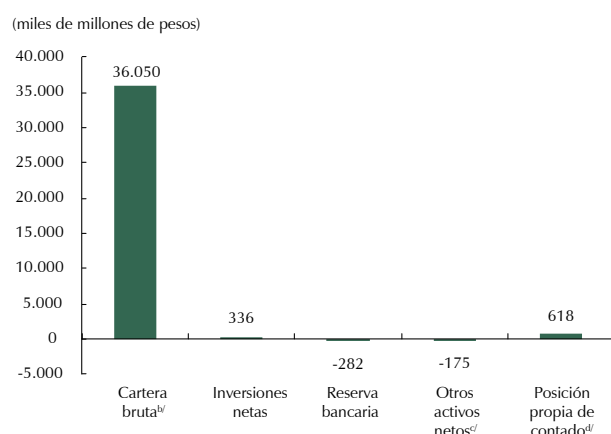
27 El IM sin castigos se define como la razón entre la cartera vencida (créditos que se han dejado de pagar por treinta días o más) y la total; el IM con castigos es construido como la relación entre la cartera vencida y la total, agregando los castigos (estos son activos que, por considerarse incobrables o perdidos, han sido sacados del balance de conformidad con las disposiciones legales vigentes); y el indicador de calidad (IC) es calculado como la proporción entre la cartera riesgosa (aquella con calificación diferente de A, en una escala que va de A a E, donde A es la mejor calificación).

Gráfico 28
Principales activos de los establecimientos de crédito^{a/}

A. Saldos



B. Variaciones anuales



a/ Los saldos corresponden al viernes 26 de diciembre de 2014 y las variaciones anuales se calculan con respecto al viernes 27 de diciembre de 2013.

b/ No incluye titulizaciones de cartera hipotecaria ni cualquier otra operación relacionada 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.

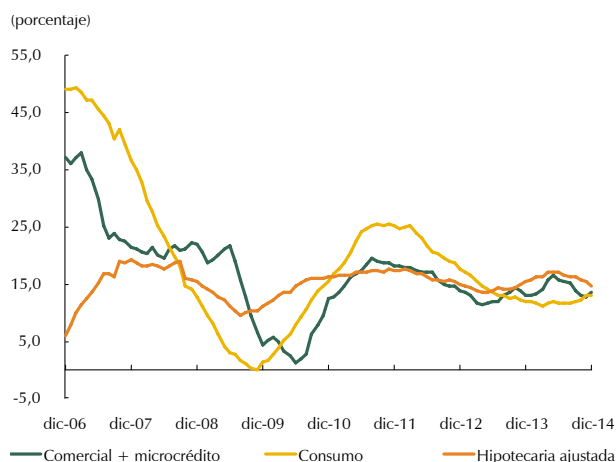
c/ Neto de pasivos diferentes de repos netos de DRNCE y PSE.

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

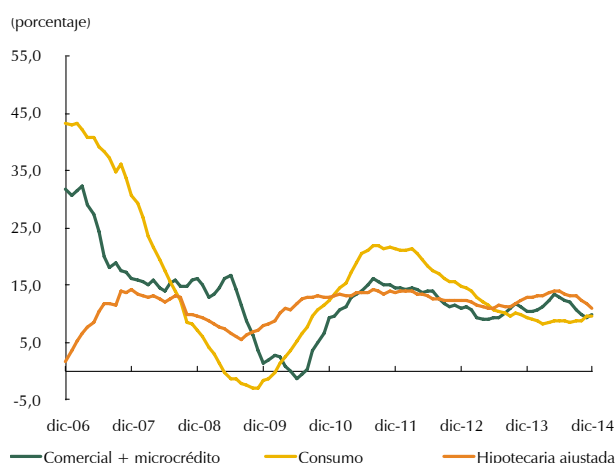
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 29
Crecimiento de la cartera por tipo^{a/}

A. Nominal



B. Real



a/ Variaciones porcentuales anuales de datos promedio mensuales (calculados con datos semanales).

b/ Se utilizó el IPC sin alimentos como deflactor.

Fuente: Banco de la República.

Por su parte, el indicador de liquidez sugiere que el sistema financiero cuenta con los recursos líquidos para atender de forma suficiente sus obligaciones contractuales y no contractuales de corto plazo. De hecho, al considerar un escenario hipotético adverso donde ocurrirían de forma simultánea un retiro de depósitos, la no renovación de obligaciones contractuales, incumplimientos en el recaudo de cartera y una desvalorización de los títulos, ningún tipo de entidad presentaría inconvenientes para cubrir sus requerimientos en un plazo menor a treinta días.

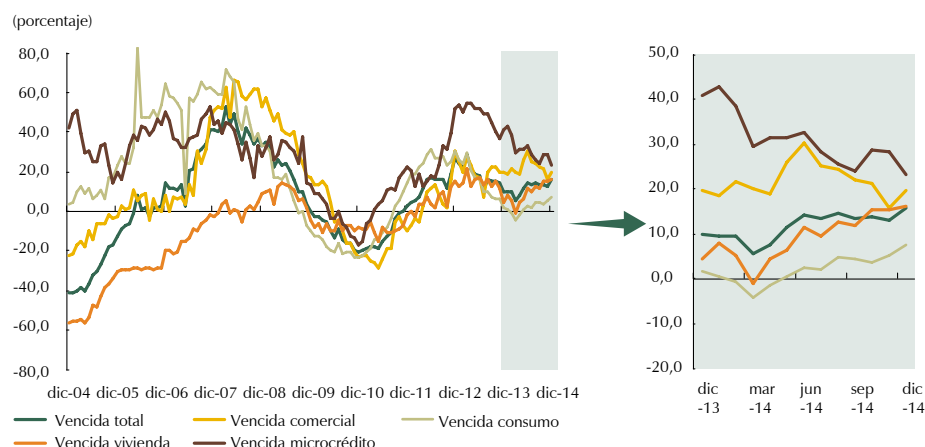
En cuanto al riesgo en el mercado de TES, la exposición a estos títulos del sistema financiero aumentó con respecto a diciembre de 2013, principalmente para el caso de los recursos administrados por las fiduciarias y los de la posición propia de los

bancos. Sin embargo, las posibles pérdidas que podrían enfrentar en un horizonte de un día se redujeron para todas las entidades y portafolios administrados.

a. Riesgo de crédito

A diciembre de 2014 la cartera vencida total registró una variación real de 15,8% anual, cifra superior a la de diciembre de 2013 (10,1%). Se destaca una disminución en el ritmo de crecimiento durante los primeros meses del año, seguida de un mayor incremento al finalizar el año. Por modalidades de crédito, la de vivienda fue la que presentó el mayor aumento en las obligaciones vencidas (16,1% frente a 4,3% en diciembre de 2013), mientras que la de microcrédito registró la mayor desaceleración (pasó de 41,0% en diciembre de 2013 a 23,4% en el mismo mes de 2014) (Gráfico 30). La desaceleración del microcrédito podría explicarse, en parte, por las compras de cartera vencida a establecimientos de crédito realizadas en el marco del Fondo de Solidaridad Agropecuario (Fonsa)²⁸.

Gráfico 30
Crecimiento real anual de la cartera vencida^{a/}

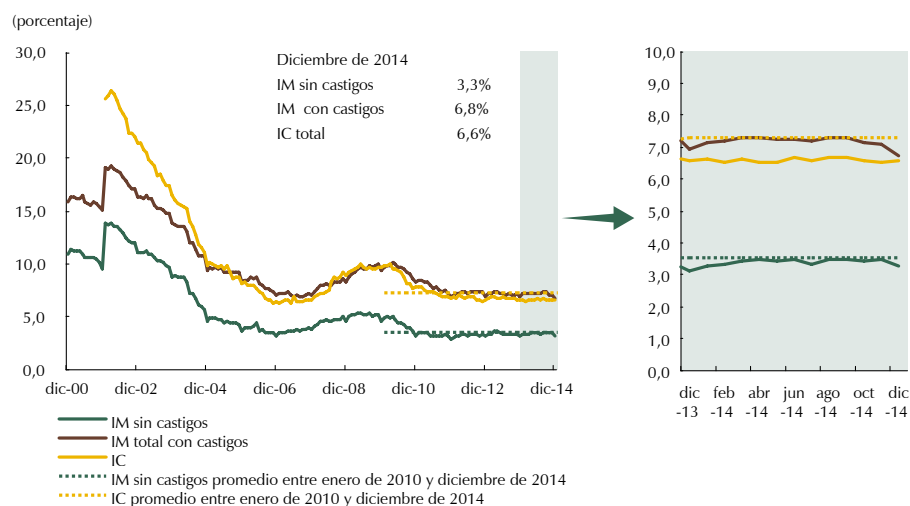


a/ Se utiliza como deflactor el IPC. No incluye entidades financieras especiales (bancos de segundo piso).
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de República.

Por otra parte, la cartera bruta registró un ritmo de crecimiento real anual relativamente estable (11,2% en diciembre de 2014 frente a 11,4% en el mismo mes de 2013). De esta manera, el IM sin castigos tuvo un aumento en dicho período, desde 3,1% hasta 3,3%. Contrario a esto, el IM con castigos disminuyó de 7% a 6,8%, lo que podría explicarse por el menor crecimiento de la cartera castigada (pasó de 14,4% en diciembre de 2013 a 1,4% en el último mes de 2014) (Gráfico 31). Es importante señalar que, como se muestra en el Cuadro 5, la cartera de microcrédito

28 El Fonsa es una cuenta especial dependiente del Ministerio de Agricultura. Según el Decreto 355 de 2014 del Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural, mediante el Fondo para el Financiamiento del Sector Agropecuario (Finagro) se compraría cartera del sector agropecuario a entidades financieras (que estuviera vencida al 31 de agosto de 2013), generando que este tipo de créditos salieran del balance de dichas instituciones. Este programa beneficia a los productores cuyos activos totales, incluidos los de su cónyuge o compañero permanente, no excedan los 700 SMMLV.

Gráfico 31
Indicador de mora y calidad de la cartera bruta



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

presentó el mayor incremento en el IM, lo cual se explica por la mayor desaceleración de su cartera bruta respecto a la registrada por su cartera vencida.

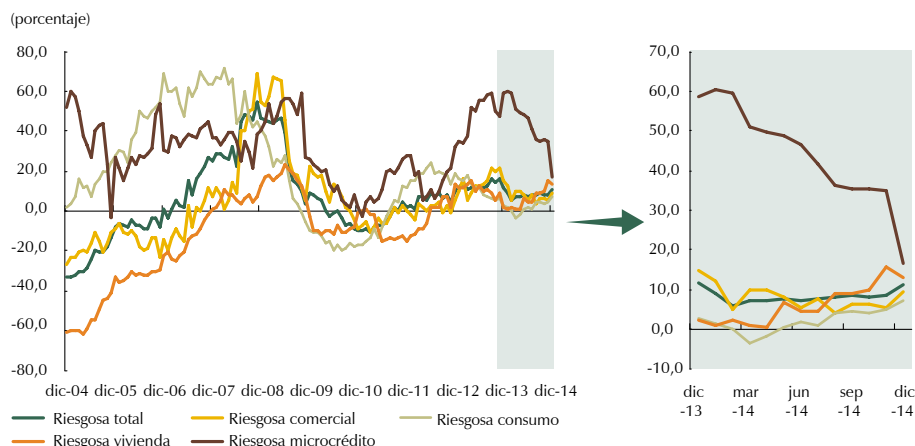
Frente a diciembre de 2013, la cartera riesgosa total presentó una disminución en su tasa de crecimiento real anual, al pasar de 11,8% a 11,1% un año después, con lo que el IC se mantuvo relativamente estable, alrededor de 6,6% durante el período analizado (Gráfico 31). Por modalidades, el crédito comercial y el microcrédito tuvieron una reducción en la tasa de crecimiento de su cartera en riesgo, mientras que para vivienda y consumo se observó una aceleración (Gráfico 32). En el caso del microcrédito, el indicador de riesgo aumentó, a pesar de la desaceleración de su cartera en riesgo, como consecuencia de una disminución mayor en el crecimiento de su cartera bruta.

Cuadro 5
Indicadores de riesgo por modalidad de crédito
(porcentaje)

Modalidad	Indicador de mora (IM) sin castigos			Indicador de mora (IM) con castigos			Indicador de calidad (IC)		
	Dic-13	Dic-14	Promedio diciembre de 2013 a diciembre de 2014	Dic-13	Dic-14	Promedio diciembre de 2013 a diciembre de 2014	Dic-13	Dic-14	Promedio diciembre de 2013 a diciembre de 2014
Cartera total	3,13	3,26	3,54	7,00	6,75	7,78	6,60	6,60	7,28
Comercial	1,95	2,08	2,10	4,40	4,42	4,23	6,53	6,37	6,91
Consumo	4,45	4,38	5,02	11,70	11,11	11,11	7,03	6,91	8,06
Vivienda	5,42	5,51	7,45	6,50	6,30	8,76	4,12	4,08	5,65
Microcrédito	6,37	7,45	5,66	13,00	13,49	10,88	10,81	11,94	8,78

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

Gráfico 32
Crecimiento real anual de la cartera riesgosa^{a/}



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

Por último, el indicador de cubrimiento, calculado como la razón entre las provisiones y la cartera vencida, disminuyó de 145,9% en diciembre de 2013 a 137,6% en diciembre de 2014, principalmente por el incremento en el saldo de la cartera vencida. Cabe resaltar que el mayor deterioro se dio en los indicadores del microcrédito y de los créditos comerciales²⁹, aunque esta última sigue teniendo el indicador más alto entre todas las modalidades de crédito. No obstante, los niveles de provisiones continúan cubriendo en su totalidad la cartera vencida para todas las modalidades, excepto microcrédito, cuyo indicador se ubicó en 88,6% al cierre de 2014.

b. Riesgo de liquidez

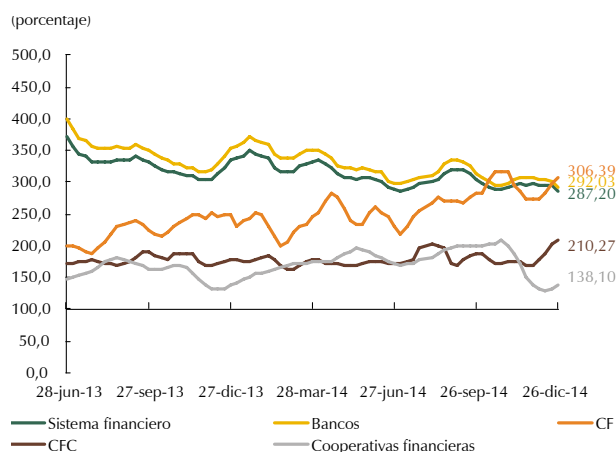
Un indicador para medir la disponibilidad de liquidez de las entidades para cumplir con sus obligaciones es el IRL_R , definido como la razón entre el saldo de disponible e inversiones líquidas (activos líquidos) y una estimación de los requerimientos de liquidez de corto plazo (treinta días). Si el IRL_R es mayor que 100%, la entidad cuenta con los recursos suficientes para cubrir sus obligaciones a treinta días; de lo contrario, la entidad podría tener problemas para enfrentar sus obligaciones de corto plazo.

Entre diciembre de 2013 y el mismo mes de 2014 el nivel de liquidez de los establecimientos de crédito disminuyó, principalmente por la dinámica de los bancos. No obstante, ninguno de los sectores analizados —bancos, compañías de financiamiento comercial (CFC), corporaciones financieras (CF) y cooperativas financieras— muestra dificultades para cubrir sus obligaciones de corto plazo.

El indicador de liquidez sugiere que el sistema financiero cuenta con los recursos para atender de forma suficiente sus obligaciones contractuales y no contractuales de corto plazo.

29 Para microcrédito el indicador pasó de 108,3% a 88,6% entre diciembre de 2013 y el mismo mes de 2014, mientras que para la cartera comercial lo hizo de 224,5% a 208,8%.

Gráfico 33
 IRL_R a 30 días^{a/}



a/ Corresponde a la media móvil de cuatro semanas.

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

Comparado con lo observado el año anterior, cuando los bancos registraban los indicadores más altos, al finalizar el año 2014 fueron las CF las que mostraron el nivel mayor (Gráfico 33). Es importante mencionar que las cooperativas financieras siguen presentando el IRL_R más bajo, el cual, además, ha disminuido desde octubre de 2014.

Si bien el IRL_R incluye, por construcción, algunas deducciones a los elementos que lo componen (requerimientos netos de liquidez y activos líquidos), con el fin de evaluar si los establecimientos de crédito pueden atender sus obligaciones de corto plazo ante un escenario más adverso, se realiza un ejercicio adicional de estrés. Dicho ejercicio supone mayores niveles en el retiro de depósitos, en la no renovación de obligaciones

contractuales, en incumplimientos en el recaudo de cartera y en el costo asociado con la liquidación de activos³⁰. Los resultados muestran que, incluso en este escenario, ninguno de los tipos de entidades analizadas tendría problemas para enfrentar sus obligaciones de corto plazo.

b. Riesgo en el mercado de TES

i. Análisis para el sistema financiero

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 26 de diciembre de 2014 el valor del portafolio de TES del sistema financiero en posición propia y de los recursos administrados ascendió a COP 170,5 b, 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 (28,5%) y a la posición propia de los bancos comerciales (21,3%). Con respecto a diciembre de 2013, el saldo de TES se incrementó en COP 23,7 b (16,1%), explicado por el aumento en las posiciones de terceros de las sociedades fiduciarias (COP 17,9 b) y en la posición propia de los bancos (COP 4,5 b). Cabe anotar que en el primer caso el incremento en la tenencia de TES obedeció casi en su totalidad al aumento de la inversión de extranjeros en el mercado local³¹.

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

31 El incremento en el portafolio de extranjeros administrado por las sociedades fiduciarias fue de cerca de COP 17 b.

La disminución del VeR refleja una menor exposición al riesgo de mercado para todas las entidades del sistema financiero y los clientes que han delegado en ellas la administración de sus inversiones.

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 mediante la evolución del saldo de TES y con una medida llamada 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 dado³². Es importante mencionar que este riesgo afecta de forma distinta a las entidades y a los portafolios administrados que componen el sistema financiero, dependiendo de su naturaleza.

A partir de la composición del portafolio de TES se calculó el VeR a un horizonte de un día y con un nivel de confianza del 99%, incorporando la volatilidad observada en el precio de estos títulos. El promedio móvil mensual del VeR indica que la máxima pérdida estimada del sistema alcanzaría el 0,4% del portafolio de TES en diciembre de 2014, incluyendo la posición propia y de terceros. En general, se observó una caída del VeR con respecto a diciembre de 2013 (0,5%), explicada por la menor volatilidad de los retornos al finalizar 2014. Esta disminución en el VeR refleja una menor exposición al riesgo de mercado para todas las entidades del sistema financiero y los clientes que han delegado en ellas la administración de sus inversiones. Vale la pena resaltar que, a pesar de que el VeR se mantuvo relativamente estable durante todo el año 2014, en los primeros seis meses exhibió una mayor volatilidad.

ii. Análisis por tipo de entidad

A continuación se analiza el VeR según los tipos de portafolio, de acuerdo con la naturaleza de cada negocio. En primer lugar, se estudia el riesgo de mercado de la posición propia de las entidades financieras³³, el cual deberían asumir contra su estado de pérdidas y ganancias. En segundo lugar, el de los portafolios administrados de las sociedades fiduciarias y de las sociedades comisionistas de bolsa, cuyas pérdidas son asumidas por los clientes. Finalmente, se analiza la exposición de los recursos administrados por los fondos de pensiones y cesantías, los cuales merecen un tratamiento especial porque, como se explicará, los cambios de corto plazo en el valor de estos portafolios no son la medida de riesgo más adecuada para los cotizantes³⁴ (Gráfico 34).

32 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.

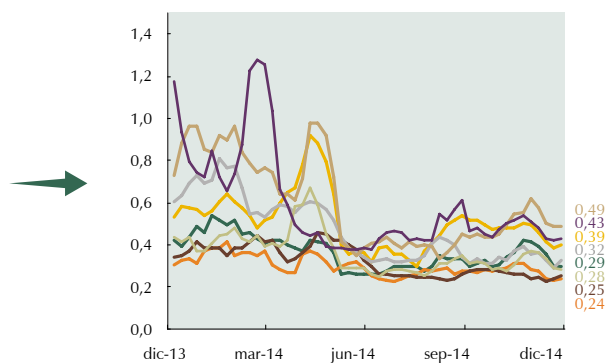
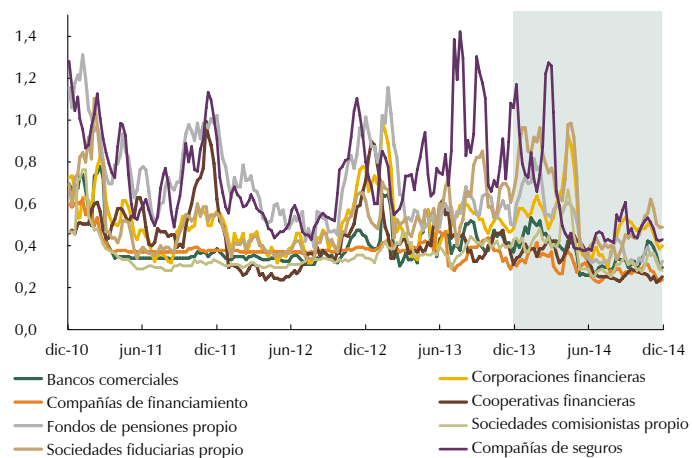
33 Establecimientos de crédito, compañías de seguros y la posición propia de fondos de pensiones y cesantías, sociedades fiduciarias y sociedades comisionistas de bolsa.

34 El análisis de estos fondos incluye, en conjunto, las pensiones obligatorias y las voluntarias, dado que no es posible separar la información.

Gráfico 34
Promedio móvil mensual del VeR

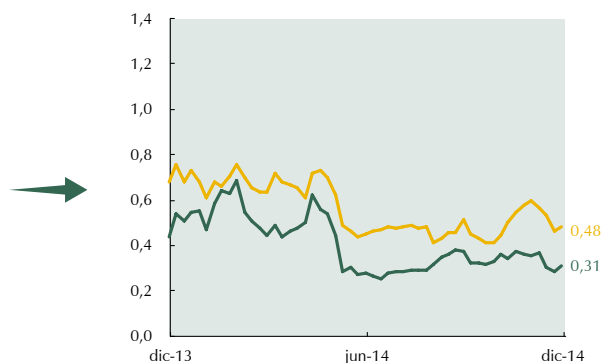
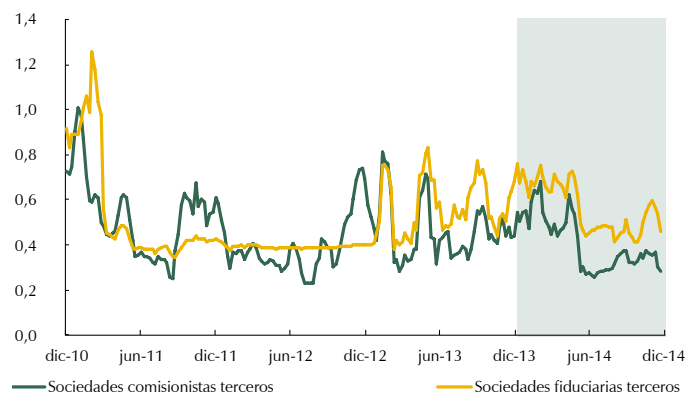
A. Posición propia

(porcentaje del saldo expuesto)



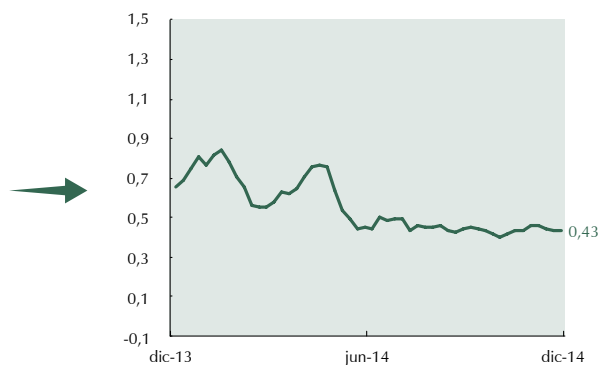
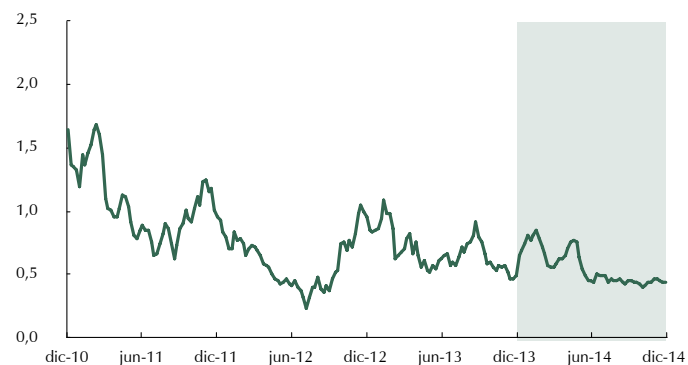
B. Posición de terceros

(porcentaje del saldo expuesto)



C. Posición de terceros de los fondos de pensiones y cesantías

(porcentaje del saldo expuesto)



Fuente: DCV; cálculos del Banco de la República.

Al simular un choque sobre la curva de rendimientos de los títulos de deuda pública, las entidades y portafolios más afectados (como proporción del patrimonio) por la desvalorización de los TES, en su orden, serían las sociedades fiduciarias en posición propia, las compañías de seguros y los recursos administrados por los fondos de pensiones y cesantías.

A diciembre de 2014 el VeR de la posición propia de las entidades financieras mencionadas disminuyó con respecto a diciembre de 2013 (de 0,51% a 0,33%), lo que indica que estas tendrían un menor riesgo de pérdida por concepto de desvalorización de sus portafolios. Por tipo de institución, las mayores reducciones las presentan los fondos de pensiones y cesantías, las sociedades fiduciarias y las compañías de seguros, los cuales registran un saldo de TES de COP 0,2 b, COP 1,7 b y COP 10,3 b, respectivamente.

Vale la pena resaltar que el saldo expuesto de la posición propia de las entidades financieras no corresponde a la totalidad de su saldo de TES, sino al monto clasificado en títulos negociables y disponibles para la venta, que son los que deben valorarse a precios de mercado diariamente³⁵. De esta forma, estas entidades podrían mitigar su exposición recomponiendo sus inversiones, al convertir títulos negociables o disponibles para la venta en títulos al vencimiento, que no tienen dicha exigencia de valoración; sin embargo, se afectaría su riesgo de liquidez, ya que estos últimos títulos no pueden ser liquidados antes de su vencimiento³⁶.

En cuanto a la posición de terceros, a diciembre de 2014 el VeR disminuyó de 0,6% a 0,4% para los portafolios administrados por las sociedades comisionistas de bolsa y de 0,7% a 0,5% para el caso de las sociedades fiduciarias, lo que indica que las posibles pérdidas de los inversionistas disminuyeron en relación con lo observado en diciembre de 2013 (Gráfico 34, panel B). Como se mencionó, una parte importante del portafolio administrado por las sociedades fiduciarias corresponde a recursos de extranjeros, por lo que las desvalorizaciones no suponen una pérdida directa para los agentes locales. Sin embargo, un aumento sustancial de este riesgo podría desencadenar una salida de flujos de inversión de portafolio.

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 proyectando un flujo a futuro 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.

35 Por su parte, de acuerdo con el capítulo I de la Circular Básica Contable y Financiera, los valores clasificados como inversiones para mantener hasta el vencimiento se valoran en forma exponencial a partir de la tasa interna de retorno calculada al momento de la compra, sobre la base de un año.

36 Cabe mencionar que los títulos al vencimiento, al no valorarse a precios de mercado, no afectan la estimación del VeR, aunque sí la estimación de los activos líquidos.

La caída del precio del petróleo y la depreciación nominal del peso no tendrían implicaciones importantes en el sistema financiero colombiano, debido a la baja exposición del sistema a las firmas del sector petrolero y a las empresas del sector real con descopes cambiarios.

Aun así, para mantener el estándar de comparación se reporta el VeR de los portafolios de terceros administrados por los fondos de pensiones y cesantías. En este período se observa una disminución del VeR de 34 pb entre diciembre de 2013 (0,8%) y el mismo mes de 2014 (0,5%), a pesar de que su saldo expuesto aumentó durante este período (Gráfico 34, Panel C).

Al simular un choque sobre la curva de rendimientos de los títulos de deuda pública³⁷, en su orden, las entidades y portafolios más afectados (como proporción del patrimonio) por la desvalorización de los TES serían las sociedades fiduciarias en posición propia, las compañías de seguros y los recursos administrados por los fondos de pensiones y cesantías³⁸. Como se mencionó, en el caso de los fondos de pensiones y cesantías, dada la naturaleza de su negocio, la mayor exposición al riesgo de mercado se explica por la concentración de sus inversiones en títulos de deuda pública de más largo plazo.

Finalmente, es importante mencionar que las condiciones prevalecientes en el contexto internacional, en particular la caída en el precio del petróleo y la depreciación de la moneda local, pueden tener implicaciones para la estabilidad del sistema financiero colombiano. Con respecto al efecto del choque en el precio del crudo, se evidencia una baja exposición del sistema financiero a las firmas del sector petrolero (las cuales representaron cerca del 3,7% de la cartera comercial a diciembre de 2014). Asimismo, análisis realizados sobre un conjunto de firmas consideradas expuestas a la depreciación nominal, revelan una baja participación de este grupo en el saldo de la cartera comercial de los establecimientos de crédito (cercana al 4,2%). Ejercicios de sensibilidad de la solvencia de las entidades, ante desmejoras graduales en la calidad crediticia de estos deudores, confirman que ninguna entidad presentaría indicadores por debajo de los mínimos regulatorios.

E. BALANCE EXTERNO Y POLÍTICA CAMBIARIA

Durante 2014 Colombia continuó disfrutando de buenas condiciones de financiamiento externo. Por una parte, el contexto internacional fue favorable en cuanto a que las principales economías mantuvieron una política monetaria expansionista y debido a que el inicio del retiro del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal no implicó incrementos en los costos de financiamiento para el país. Por otra parte, en la primera mitad del año Colombia no sufrió la caída en los términos de intercambio que experimentaron otros países exportadores de bienes básicos, por lo que las perspectivas de crecimiento del país se mantuvieron en buenos niveles. Al

37 El choque consiste en un incremento paralelo de 400 pb en la curva cero cupón de los TES. Dicha curva muestra la relación entre los rendimientos de títulos con calidad crediticia similar, pero con diferente período de maduración. Dada la relación inversa entre el precio del título y su tasa de interés, un incremento en la curva se traduce en una disminución de los precios.

38 En los casos de los portafolios administrados, la pérdida como proporción del patrimonio se estima a partir del patrimonio autónomo de cada uno de estos portafolios y no sobre el de la entidad que los administra.

Durante 2014 la economía colombiana registró un déficit en la cuenta corriente de 5,2% del PIB, superior al observado un año atrás (3,2% del PIB).

Esta ampliación se originó principalmente en el balance negativo de la cuenta de bienes, que contrasta con el superávit obtenido en 2013.

respecto, vale la pena mencionar que el precio del petróleo se mantuvo por encima de los USD 100 por bl durante el primer semestre.

Adicionalmente, JP Morgan anunció en marzo el rebalanceo de algunos de sus índices de deuda pública emergente en moneda local³⁹ en favor de Colombia. Esto hizo que el país recibiera mayores recursos por inversión extranjera de portafolio (principalmente durante el segundo y tercer trimestre), y llevó a que el peso colombiano se apreciara hasta mediados del año, más allá de lo que lo hicieron otras monedas de la región. En el segundo semestre, al tiempo con la caída del precio internacional del petróleo de cerca del 50%⁴⁰, el peso colombiano se depreció, tanto en términos nominales, como en términos reales, y retornó a niveles similares a los de 2009.

Así, la cuenta financiera registró entradas netas de capital equivalentes al 6,3% del PIB (excluyendo la variación de reservas internacionales), lo que tuvo como contrapartida un déficit en la cuenta corriente de 5,2% del PIB y un aumento de las reservas internacionales.

Al respecto, el Banco de la República mantuvo durante todo el año, excepto los últimos días de diciembre, el programa de compra de reservas internacionales que comenzó en febrero de 2012, y adquirió divisas en el mercado cambiario por USD 4.057,6 m mediante el mecanismo de subastas de compra directa. La mayor parte de las compras (USD 3.000 m) se concentró entre el segundo y el tercer trimestres. Con esto, al cierre del año las reservas internacionales brutas alcanzaron USD 47.328,1 m. Desde febrero de 2012 el Banco acumuló USD 15.670,8 m. En su reunión de diciembre de 2014 la JDBR anunció que, teniendo en cuenta los niveles de cobertura de riesgo de liquidez externa, así como los cambios en el mercado cambiario, no continuaría con el programa de compra de reservas internacionales.

1. Balance externo de Colombia en 2014 y proyecciones para 2015

Durante 2014 la economía colombiana registró un déficit en la cuenta corriente de 5,2% del PIB (USD 19.783 m), superior al registrado el año anterior (USD 12.333 m, 3,2% del PIB). La ampliación del déficit corriente como proporción del PIB se originó, principalmente, en el balance negativo de la cuenta de bienes, que contrasta con el superávit obtenido un año atrás (Cuadro 6). El déficit comercial de bienes fue el resultado del incremento de las importaciones (8%) y del descenso en el valor exportado (-5,5%).

39 Para una explicación detallada, véase el Recuadro 2, “Análisis del impacto en Colombia de la recomposición de los índices de JP Morgan de deuda local de países emergentes”, del *Informe al Congreso* de julio de 2014.

40 Véase el Recuadro 1, “Determinantes de la disminución reciente del precio del petróleo, evaluación de pronósticos y perspectivas”, en el *Informe sobre Inflación* de diciembre de 2014.

Cuadro 6
Balanza de pagos de Colombia
(flujos anuales en millones de dólares)

Cuenta corriente	2013 (pr)	2014 (pr)
Cuenta corriente (A + B + C)	(12.333)	(19.783)
(porcentaje del PIB)	(3,2)	(5,2)
A. Bienes y servicios (1 + 2)	(2.749)	(11.280)
1. Bienes (a - b)	3.180	(4.694)
a. Exportaciones FOB	60.281	56.982
b. Importaciones FOB	57.101	61.676
2. Servicios (a - b)	(5.929)	(6.586)
a. Exportaciones	6.859	6.937
b. Importaciones	12.788	13.523
B. Renta de los factores	(14.178)	(12.859)
Ingresos	3.610	4.042
Egresos	17.788	16.901
C. Transferencias corrientes	4.594	4.357
Ingresos	5.473	5.307
Egresos	880	950
Cuenta financiera incluyendo variación de las reservas internacionales brutas (RIB)		
	2013 (pr)	2014 (pr)
Cuenta financiera (A + B + C + D)	(11.836)	(19.512)
(porcentaje del PIB)	(3,1)	(5,2)
A. Inversión directa (ii - i)	(8.547)	(12.155)
i. Extranjera en Colombia (IED)	16.199	16.054
(porcentaje del PIB)	4,3	4,2
ii. Colombiana en el exterior	7.652	3.899
B. Inversión de cartera (1 + 2)	(6.978)	(11.631)
1. Sector público (ii - i)	(7.425)	(15.428)
i. Inversión extranjera de cartera (a + b)	7.847	15.513
a. Mercados internacionales (bonos)	4.989	6.688
b. Mercado local (TES)	2.858	8.825
ii. Inversión de cartera en el exterior	422	85
2. Sector privado (ii - i)	447	3.797
i. Inversión extranjera de cartera (a + b)	3.226	3.148
a. Mercados internacionales	1.300	(685)
b. Mercado local	1.926	3.833
ii. Inversión de cartera en el exterior	3.673	6.945
C. Otros flujos de capital sector público + sector privado	(3.257)	(163)
D. Activos de reserva	6.946	4.437
Errores y omisiones (E y O)	497	270
MEMO ÍTEM:		
Cuenta financiera sin variación de reservas internacionales	(18.782)	(23.949)
Variación de reservas internacionales	6.946	4.437

pr: preliminar.

Nota: los resultados presentados a partir de la fecha siguen las recomendaciones de la sexta versión del *Manual de balanza de pagos*, propuesta por el FMI. Para información adicional y los cambios metodológicos, consúltese <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>
Fuente: Banco de la República.

La disminución de las ventas externas del país se originó principalmente por la caída de los precios internacionales de los principales productos de origen minero, destacándose la fuerte caída del precio del petróleo (33%) en el último trimestre del año⁴¹. Así, las reducciones en términos anuales de los precios implícitos de exportación fueron: carbón (-12,8%), petróleo crudo (-11,6%), oro (-10,3%), y ferromniquel (-2%). También experimentaron una reducción anual, aunque en menor magnitud, las ventas externas de productos industriales (-4,8%). Este descenso fue compensado parcialmente por el incremento en los valores exportados de los productos agrícolas (café, flores y banano) que en conjunto registraron un crecimiento anual de 18%.

En contraste, las compras externas de bienes de la economía colombiana se situaron en niveles históricamente elevados. Esto se explicó en especial por la demanda interna, dinámica que impulsó la compra de bienes de consumo y de capital, y las mayores importaciones de combustibles derivadas del cierre de Reficar⁴². Así, durante 2014 las compras externas de bienes de consumo crecieron anualmente 8,7%, las de bienes intermedios 8,8% y las de bienes de capital 7,3%.

El comercio exterior de servicios registró un déficit superior al observado en 2013, reflejo en particular de los mayores pagos externos netos relacionados con viajes. El balance deficitario del comercio de bienes y servicios fue parcialmente compensado por los menores egresos en el rubro de renta de factores, resultado de la disminución de las utilidades obtenidas por las empresas con capital extranjero, en especial aquellas del sector minero-energético. El descenso de la renta factorial no fue mayor debido al incremento en los pagos por concepto de intereses de las inversiones de cartera. Por su parte, los ingresos netos por transferencias registraron una caída anual de 5,2%, consecuencia de las menores remesas recibidas desde Venezuela.

La cuenta financiera⁴³ (incluyendo activos de reserva) registró ingresos de capital extranjero por USD 36.260 m, menos salidas de capital colombiano por USD 12.311 m y una acumulación de reservas internacionales por USD 4.437 m.

La disminución de las ventas externas se originó en especial por la caída generalizada de los precios internacionales de los principales productos de origen minero exportados por el país, destacándose la fuerte caída del precio del petróleo en el segundo semestre del año.

41 Adicionalmente, el cierre de la Refinería de Cartagena y las restricciones a la exportación de carbón en algunos puertos al principio de 2014 profundizaron la caída del valor exportado de estos productos.

42 El cierre de Reficar produjo tanto una caída de las exportaciones de derivados, como un aumento considerable de las importaciones de combustibles para la sustitución de la producción destinada al mercado interno. Lo anterior estuvo parcialmente compensado por las exportaciones del crudo no cargado a la refinería, lo que en conjunto se estima en un mayor déficit comercial entre 0,15% y 0,20% del PIB (véase el Recuadro 2: “Nueva refinería de Cartagena: impacto en la producción y balance comercial del país”, en el *Informe sobre Inflación* de septiembre de 2014).

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

La proyección del balance externo para 2015 se enmarca en un contexto de leve recuperación del crecimiento de los socios comerciales del país, pero con unos precios internacionales de productos básicos más bajos.

En términos netos, la inversión extranjera directa y la inversión de cartera⁴⁴ contribuyeron a la cuenta financiera en USD 12.155 m y USD 11.631 m, respectivamente (Cuadro 6). Por concepto de IED se registraron entradas por un valor de USD 16.054 m, equivalentes a una disminución anual de -0,9% (USD 146 m). El 40% del flujo de IED fue recibido por el sector petróleo y minería, el 46% en conjunto lo recibieron empresas que operan en las actividades de la industria, transporte, comunicaciones, servicios financieros y empresariales, y el 14% restante a comercio, hoteles y electricidad. Asimismo, se registraron salidas de capital colombiano al exterior por inversión directa por un valor de USD 3.899 m, cifra inferior en USD 3.753 m a la observada un año atrás.

En cuanto a la inversión de cartera, el resultado se explica por las entradas de capitales extranjeros dirigidos a la adquisición de títulos emitidos por el sector público, tanto en Colombia como en los mercados internacionales por USD 8.825 m y USD 6.688 m, respectivamente. Cabe resaltar que en el caso de la deuda pública local, la llegada de capitales extranjeros estuvo asociada principalmente con el efecto de la recomposición del índice de deuda pública de países emergentes de JP Morgan. El sector privado, por su parte, registró salidas netas por USD 3.797 m para la adquisición de activos financieros en el exterior.

Para 2015 la proyección del balance externo se enmarca en un contexto de recuperación de las economías avanzadas, pero con precios internacionales de productos básicos más bajos. Además, para las economías emergentes los choques de precios implicarían una desaceleración de su crecimiento. En este escenario la fuerte caída del precio del petróleo y sus implicaciones en la dinámica de los precios de otros bienes básicos tendrán un efecto significativo en las ventas externas de productos tradicionales y en las cuentas externas del país. Por el contrario, las mejores perspectivas para la economía de los Estados Unidos, en particular, significan unas mejores condiciones de demanda para las exportaciones no tradicionales de Colombia, las cuales se verían adicionalmente favorecidas por el proceso de apreciación de la moneda estadounidense.

En este contexto, para 2015 se estima una importante reducción de las exportaciones totales, producto de un menor valor de las ventas externas de bienes tradicionales, asociado con los menores precios de exportación proyectados para este año, a pesar de los crecimientos esperados en la producción de dichos bienes. Lo anterior estaría parcialmente compensado con la recuperación de las exportaciones no tradicionales, gracias al impulso de la demanda externa proveniente de los países avanzados y de los aumentos de competitividad relativa, dado el efecto cambiario. Por su parte, se proyecta que el valor de las importaciones caería de manera significativa, debido a los efectos de los recortes en inversión, en especial la del sector minero-energético, sobre las importaciones de bienes de capital, los menores precios en dólares de las importaciones de bienes de consumo e intermedios y la desaceleración esperada de

44 La inversión extranjera directa neta y la inversión de cartera neta corresponden a las inversiones de extranjeros en Colombia, descontando las inversiones de colombianos en el exterior.

Para 2015 se espera una importante reducción del valor de las exportaciones totales, al igual que una caída significativa de las importaciones.

No obstante, el resultado del balance comercial podría ser más negativo que el de 2014.

la demanda interna. A pesar de lo anterior, el resultado del balance comercial para 2015 podría ser aún más negativo que el observado el año anterior.

Se estima que los egresos netos por renta de factores serán menores que los registrados en 2014, dada una reducción en la remisión de utilidades esperada para el sector minero-energético consistente con la caída en sus ingresos, así como una disminución en las utilidades remitidas por el resto de sectores, efecto de las menores perspectivas de crecimiento de la actividad económica. 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 un poco menor al observado el año anterior, con un rango proyectado que dependerá principalmente de las condiciones de financiación externa que enfrente el país.

Se espera que el déficit externo siga siendo financiado por recursos de IED, los cuales serían inferiores 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. Adicionalmente, se estima que las entradas de ingresos netos por inversión de cartera se moderarían de manera significativa para 2015, una vez estabilizado el efecto 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.

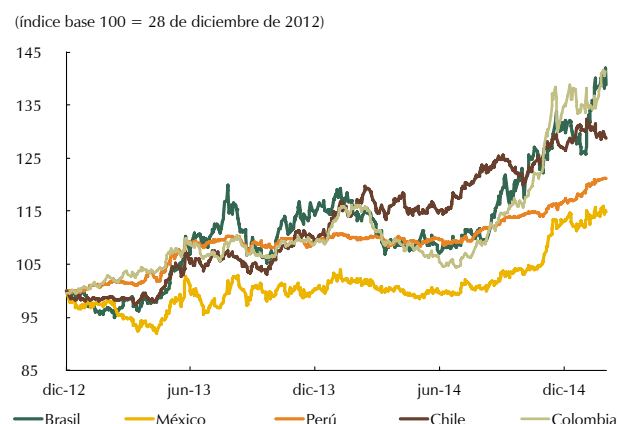
2. Evolución de la tasa de cambio durante 2014 y en lo corrido de 2015

Como se mencionó en el capítulo I, durante 2014 el contexto externo se caracterizó por la recuperación de la economía de los Estados Unidos y la desaceleración en otros países, evidenciada particularmente en la zona del euro y China. Esto se tradujo en un fortalecimiento del dólar frente a la mayoría de las monedas, tanto de países desarrollados como emergentes. Igualmente, otros factores, como las medidas de liquidez implementadas por varios bancos centrales, y problemas de carácter geopolítico (el conflicto entre Rusia y Ucrania, y las tensiones militares en Medio Oriente, por ejemplo), motivaron a los agentes a refugiarse en inversiones en los Estados Unidos. Esta tendencia se hizo más pronunciada durante la segunda mitad del año.

Así, al comparar las tasas de cambio al cierre de 2014 con las de 2013, se observó una depreciación del yen de 13,6%, del euro de 13,5% y de la libra esterlina de 6% frente al dólar de los Estados Unidos. De igual manera, todas las monedas de Latinoamérica se depreciaron (el peso argentino 31,2%; el peso colombiano 24,2%; el peso chileno 15,3%, el peso mexicano 12,7%; el real brasilero 12,6%, y el sol peruano 6,9%) (Gráfico 35).

Se espera que el déficit externo siga siendo financiado por recursos de IED, los cuales serían menores a los de 2014; de la misma manera, se estima que las entradas de ingresos netos por inversión de cartera se moderarían de manera significativa para 2015.

Gráfico 35
Índices de tasas de cambio nominales de algunos países de América Latina^{a/}



a/ Información al 27 de febrero de 2015.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 36
Credit default swaps de algunos países de América Latina^{a/}



a/ Información al 27 de febrero de 2015.
Fuente: Bloomberg.

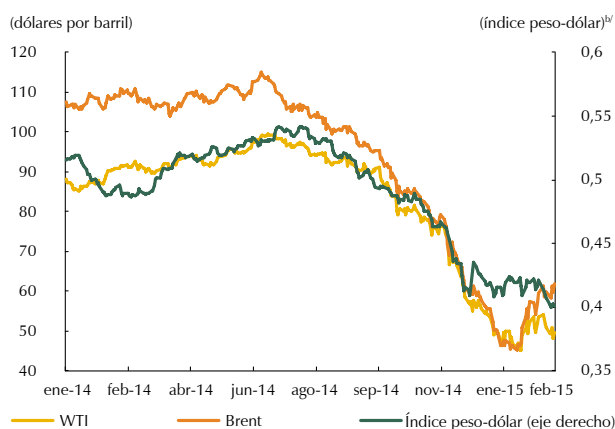
Al comparar el promedio de la tasa de cambio de 2014 frente a la de 2013, la depreciación frente al dólar fue menor para la mayoría de las monedas de la región (48% el peso argentino, 15,3% el peso chileno, 9,1% el real brasileño, 7,2% el peso colombiano, 5,1% el sol peruano y 4,3% el peso mexicano), ya que durante el primer semestre del año se presentaron apreciaciones, afines con la evolución de las monedas de otros países emergentes (por ejemplo, varios países asiáticos). Este hecho estuvo relacionado con una mejora en la percepción de riesgo hacia estas economías, lo cual se vio reflejado en la reducción de sus primas de riesgo (Gráfico 36). En el caso de Colombia, se observaron mayores valorizaciones asociadas con la entrada de capitales de portafolio ante el incremento de la ponderación de su deuda denominada en pesos en los índices de deuda emergente GBI de JP Morgan⁴⁵.

En contraste, durante el segundo semestre las monedas de América Latina se depreciaron de forma importante frente al dólar y sus primas de riesgo se incrementaron. Entre las razones se encuentran la disminución en los precios internacionales de las materias primas y las expectativas de que el incremento de las tasas de interés en los Estados Unidos se anticipara. Durante el segundo semestre el peso colombiano presentó una depreciación mayor a la de sus pares de la región. Aunque bienes básicos como la plata, el oro o el cobre, importantes para la economía de la región, presentaron caídas en sus precios, ninguno fue cercano a las fuertes desvalorizaciones del petróleo, que afectan significativamente a Colombia, entre los países latinoamericanos que tienen flotación cambiaria (Gráfico 37).

Frente al conjunto de las monedas de nuestros principales socios comerciales, el peso colombiano mostró un comportamiento similar al observado frente al dólar, al apreciarse en la primera mitad del año y depreciarse durante el segundo semestre. Para el promedio del año el debilitamiento del peso colombiano frente a este grupo de países fue del 5,5% comparado con 2013, cifra menor a la variación promedio de la TRM debido a que, como se mencionó, la mayoría de monedas también se depreciaron frente al dólar estadounidense.

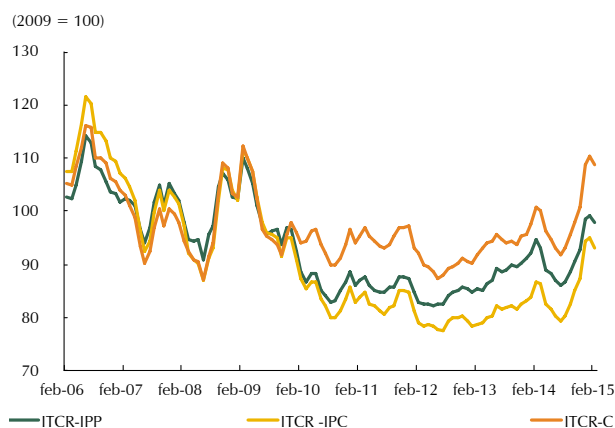
45 Véase “Análisis del impacto en Colombia de la recomposición de los índices de JP Morgan de deuda local de países emergentes”, Recuadro 2, *Informe al Congreso* de julio de 2014.

Gráfico 37
Tasa de cambio nominal y precio internacional del petróleo^{a/}



a/ Información al 27 de febrero de 2015.
b/ Índice peso-dólar = $(1 / \text{tasa de cambio nominal}) \times 1.000$.
Fuentes: Bloomberg y Superintendencia Financiera de Colombia.

Gráfico 38
Índices de tasa de cambio real



Fuente: Banco de la República.

Las variaciones en la tasa de cambio nominal no necesariamente reflejan cambios en competitividad del comercio exterior. La evolución de los precios internos y externos pueden contrarrestar (o reforzar) los movimientos de la tasa de cambio nominal (TCN). La tasa de cambio real (TCR) es el indicador que ajusta las variaciones en el tipo de cambio nominal por las variaciones en los precios internos y externos⁴⁶. En promedio, los diferentes índices de TCR mostraron una depreciación anual en 2014 entre el 3,0% y el 4,1% frente a nuestros principales socios comerciales, según si se utilizan los precios al productor (ITCR-IPP) o al consumidor (ITCR-IPC), y del 3,9% frente a nuestros competidores en los Estados Unidos en café, banano, flores y textiles (ITCR-C).

A lo largo del año el comportamiento de la TCR fue similar al de la TCN. Así, en el primer semestre el peso se fortaleció en términos reales, revirtiendo parte de la depreciación real que se había observado desde 2012, y en la segunda mitad del año se debilitó considerablemente, retornando a niveles similares a los de 2009 (Gráfico 38).

Además del comportamiento de la prima de riesgo y del deterioro en los términos de intercambio ocasionado por la fuerte caída de los precios del petróleo, la evolución de otros determinantes de la TCR también permiten explicar la tendencia al debilitamiento real de nuestra moneda. Entre estos se encuentran el aumento de los pasivos externos netos del país con el resto del mundo, el estancamiento en la productividad laboral de los sectores transables en el país o la reducción en el diferencial de la tasa de interés real en Colombia y la externa por cuenta de la menor inflación en las economías avanzadas.

En lo corrido de 2015 (al 27 de febrero) el peso colombiano continuó depreciándose como consecuencia de la incertidumbre con respecto al comportamiento de los precios del petróleo y al momento en el cual se dará inicio al proceso de normalización de la política monetaria en los Estados Unidos. Pese a lo anterior, cabe señalar que el ritmo de depreciación del peso durante el mes de enero fue menor debido a las medidas de estímulo monetario anunciadas por bancos centrales como el de China y

46 $TCR = TCN (P^*/P)$, 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.

En lo corrido de 2015 el peso colombiano continuó depreciándose como consecuencia de la incertidumbre sobre el comportamiento del precio del petróleo y el momento en el cual la Reserva Federal aumente su tasa de interés de referencia.

de la zona del euro las cuales generaron expectativas de continuidad en las amplias condiciones de liquidez internacional.

3. Indicadores de reservas internacionales

La estrategia de acumulación de reservas internacionales del Banco de la República reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional ante posibles salidas de capital, así como para mejorar la confianza en el país⁴⁷. 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 7). En general, los mercados internacionales consideran que valores bajos de estos pueden dar señales de alerta sobre la vulnerabilidad externa de las economías.

Para establecer la capacidad de respuesta de la economía ante salidas de capital provocadas por un ataque especulativo, se compara el nivel de las reservas frente al de los agregados monetarios, tales como M2 o M3. La relación de reservas netas a M3 muestra una mejora en 2013 y 2014 frente a la tendencia a la baja del indicador iniciada en 2009. Además de la compra de reservas por parte del Banco, 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, si bien para la mayoría de los indicadores se redujeron frente a 2013, todavía registran valores por encima del valor crítico de 1⁴⁸.

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 7,6 meses para 2014, superior al promedio desde el año 2000. Al calcular este indicador para las importaciones de bienes, el mismo asciende a 9,2 meses.

47 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 24 de junio de 2013 el FMI reafirmó el acceso a los recursos contingentes para Colombia, por un monto aproximado de USD 5.980 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.

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

Cuadro 7
Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

	2010	2011	2012	2013 (pr)	2014 (pr)
Saldo					
Reservas internacionales netas (millones de dólares) ^{a/}	28.452	32.300	37.467	43.633	47.323
Indicadores					
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa					
Amortizaciones deuda externa (millones de dólares)	10.459	14.174	22.371	16.600	20.319
Reservas netas/amortizaciones de deuda externa del año en curso	2,72	2,28	1,67	2,63	2,33
Reservas netas/amortizaciones de deuda externa del siguiente año ^{b/}	2,01	1,44	2,26	2,15	2,15
B. Posición adecuada de liquidez externa					
RIN/(servicio de la deuda año corriente)	2,12	1,86	1,45	2,16	1,96
RIN/(servicio de deuda año siguiente) ^{c/}	1,64	1,25	1,86	1,81	1,75
RIN/(amortizaciones de deuda año corriente + déficit en la cuenta corriente del año corriente)	1,49	1,35	1,11	1,51	1,18
RIN/(amortizaciones de deuda año siguiente + déficit en la cuenta corriente del año siguiente) ^{d/}	1,19	0,96	1,29	1,09	1,27
C. Otros indicadores de reservas internacionales					
RIN como meses de importaciones de bienes	8,9	7,4	7,9	9,2	9,2
RIN como meses de importaciones totales	7,1	6,2	6,5	7,5	7,6
RIN/M3 (porcentaje)	25,7	24,1	22,1	24,7	30,3
RIN/PIB	9,9	9,6	10,1	11,5	12,5

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

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

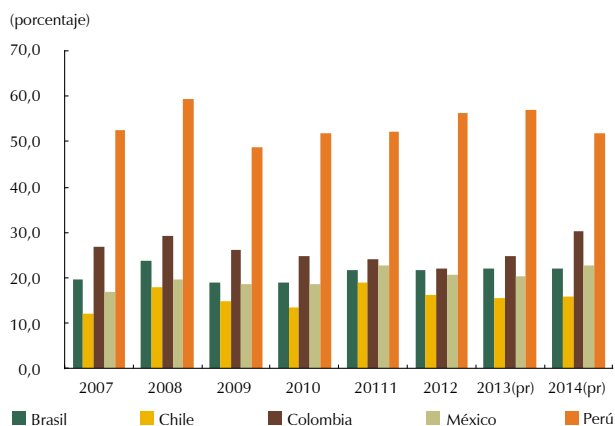
b/ Las amortizaciones de 2015 corresponden a los pagos proyectados de la deuda externa al cierre de la proyección de la balanza de pagos.

c/ Los intereses de 2015 corresponden a los pagos proyectados al cierre de la proyección de la balanza de pagos.

d/ El déficit en la cuenta corriente para 2015 corresponde a una proyección.

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico 39
Reservas internacionales / M3



(pr): preliminar.

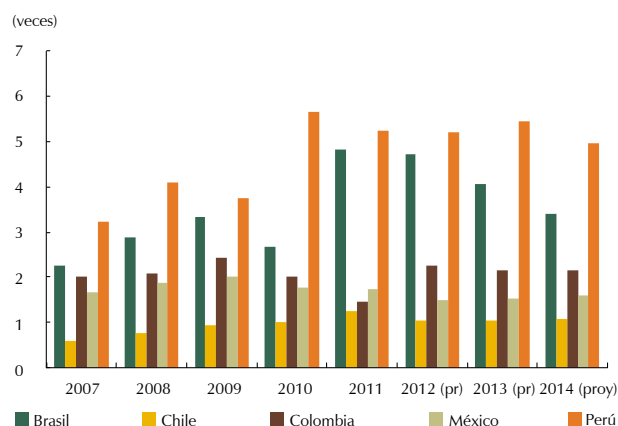
Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización a enero de 2015) y Banco de la República.

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 Perú⁴⁹ (Gráfico 39). 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 40). 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. 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 41).

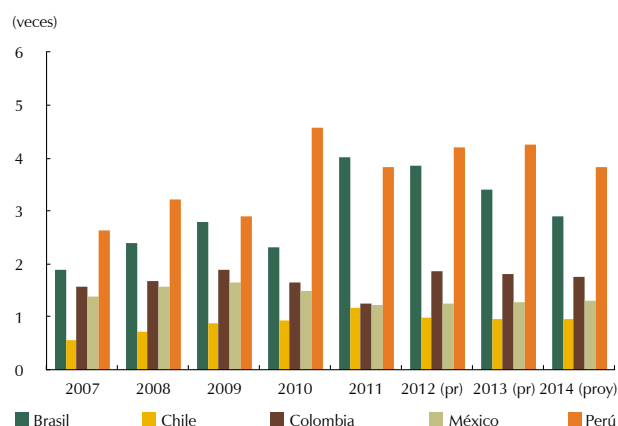
49 Se destaca el crecimiento y nivel de esta razón para Perú, debido a que los bancos locales pueden captar depósitos en dólares y su encaje se contabiliza como reservas.

Gráfico 40

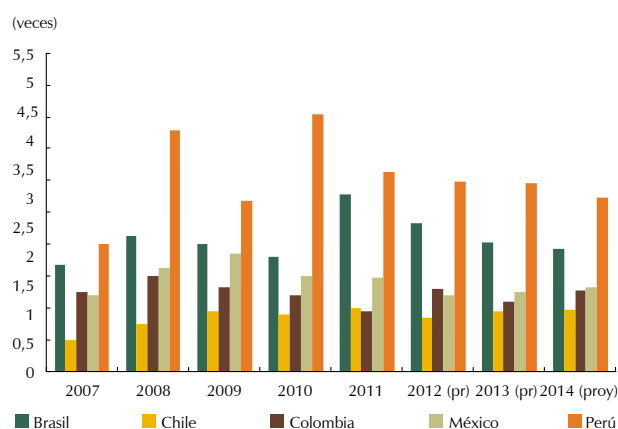
A. Reservas internacionales/amortizaciones del año siguiente



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



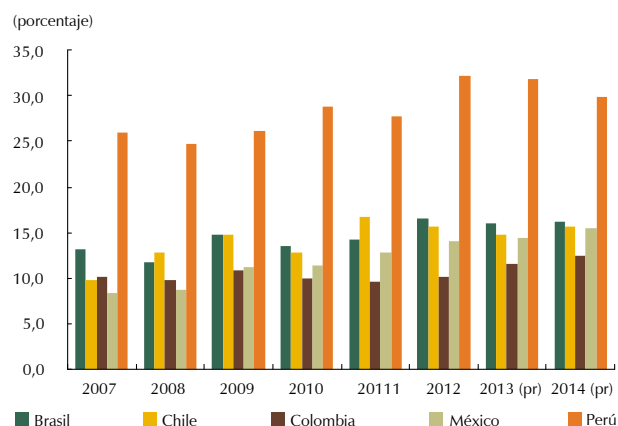
C. Reservas internacionales/(déficit de cuenta corriente + amortizaciones) del año siguiente



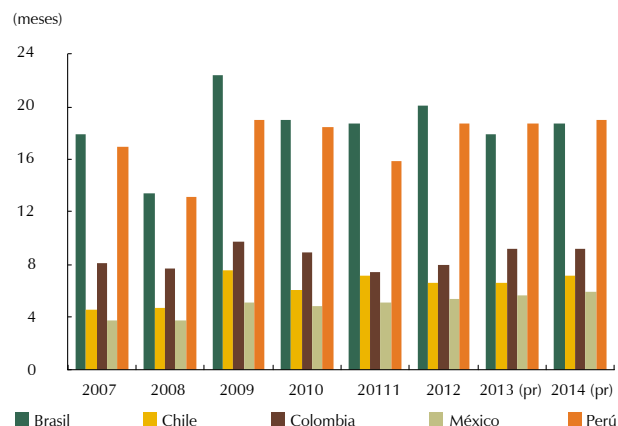
(pr): preliminar.
(proy): proyectado.
Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización a enero de 2015) y Banco de la República.

Gráfico 41

A. Reservas internacionales/PIB



B. Reservas internacionales como meses de importaciones de bienes



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

Recuadro 1

LA CAÍDA DEL PRECIO DEL PETRÓLEO Y SUS CANALES DE INFLUENCIA SOBRE LA ECONOMÍA COLOMBIANA

Durante el segundo semestre de 2014 se presentó una fuerte disminución en los precios internacionales del petróleo. Dicha caída fue de 60% entre finales de junio de 2014 y mediados de enero de 2015 —de USD 115 por barril (bl) a USD 45,8 bl para la referencia Brent—. Este choque no fue anticipado por los agentes en la magnitud en que ocurrió y obedeció a una conjugación de factores, dentro de los que predominan el incremento en la oferta de petróleo, y en menor medida la reducción en las perspectivas de la demanda (Garavito *et al.*, 2015).

La actividad petrolera colombiana impulsada por los altos precios internacionales del crudo observados en años anteriores, junto con el auge de la producción interna, ha fortalecido sus vínculos con la economía nacional. En efecto, tiene una alta incidencia en el sector externo por medio de los términos de intercambio, la balanza de pagos, el mercado cambiario y la tasa de cambio, así como en el sector público mediante los ingresos fiscales relacionados con impuestos, regalías y dividendos de Ecopetrol. Adicionalmente, al ser una actividad intensiva en el uso de capital, aporta a la inversión del país, y en menor medida al mercado laboral. Dada esta importancia del sector petrolero en la actividad económica, el choque negativo de precios del crudo tendría impactos en la economía nacional.

Este recuadro describe la importancia y los canales de influencia de la actividad petrolera sobre la economía colombiana, y presenta comparaciones con otros países de la región que también dependen de la producción de bienes básicos. Asimismo, dada la actual coyuntura, se analizan los posibles efectos de la disminución de los precios del crudo sobre la economía.

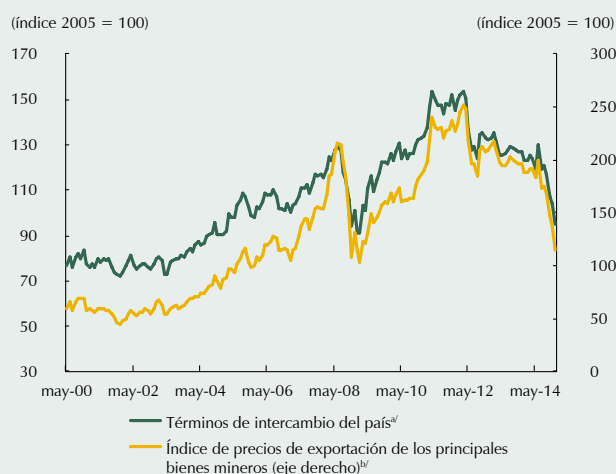
1. Vínculos con el sector externo

A partir del año 2000 el balance externo del sector petrolero colombiano ha sido superavitario tanto en su cuenta corriente como de capital. En particular, durante el período 2011-2013 dicha rama mostró, en promedio, un balance positivo en la cuenta corriente de 5,0% del PIB, que parcialmente compensó el déficit del 8% del PIB en promedio para el resto de sectores. Ello permitió mantener el déficit en la cuenta corriente de toda la economía alrededor de 3,1% del PIB.

Con respecto al total de las ventas externas del país, la participación de las exportaciones de crudo y sus derivados aumentó de 26% del total entre 2001 y 2007 a 53% entre 2011 y 2014. Esto ocurrió gracias al aumento en la cotización internacional del crudo y a mayores volúmenes despachados al exterior. El crecimiento de los precios se reflejó en

un mejoramiento continuo de los términos de intercambio del país, los cuales, exceptuando el período de la crisis financiera, mantuvieron una tendencia al alza por lo menos hasta los primeros meses de 2012 (Gráfico R1.1).

Gráfico R1.1
Términos de intercambio y precios de exportación de bienes mineros de Colombia



a/ Términos de intercambio con base en la metodología de comercio exterior.
b/ Incluye petróleo crudo y sus derivados, carbón, oro y ferroníquel.
Fuentes: DIAN y DANE.

Sin embargo, a partir del segundo semestre de 2014 esta dinámica se revirtió, y los precios de exportación del crudo empezaron a registrar una tendencia a la baja¹. Esta caída, sumada a la que se venía registrando en los precios de los demás productos mineros, tuvo impactos directos sobre la balanza comercial del país, la cual, tras seis años consecutivos de superávit, registró en 2014 un déficit por USD 6.293 m. Los términos de intercambio del país también se vieron fuertemente afectados (Gráfico R1.1), registrando en 2014 una caída cercana al 8%, la cual se suma a las disminuciones observadas en los dos años previos: 6,9% (2013) y 5,4% (2012).

En cuanto a la estructura de los egresos corrientes petroleros, el principal componente es el pago de utilidades asociadas con las inversiones directas. De acuerdo con la balanza de pagos, el 40% de las utilidades totales pagadas entre 2010 y 2014 se originaron en la actividad petrolera. También se

1 Esta caída se compensa parcialmente por los menores precios de algunos de los bienes importados por el país, relacionados con la cadena del petróleo.

generan pagos al exterior relacionados con compras externas de bienes, principalmente de combustibles y lubricantes (estas importaciones representaron el 12% del valor importado por el país durante 2014) y, en menor magnitud, por servicios técnicos.

En la cuenta financiera la influencia del sector petrolero ha sido igualmente significativa. Los flujos totales recibidos por concepto de IED han sido la principal fuente de financiación externa del país, representando en promedio el 55% de las entradas de capital extranjero en el período 2011-2014, y cerca del 33% de esta fue recibida por el sector petrolero (equivalente al 1,4% del PIB). Como resultado de los ingresos netos de capital extranjero y del superávit en sus operaciones corrientes, este sector constituye la principal fuente de oferta de divisas en el mercado cambiario del país.

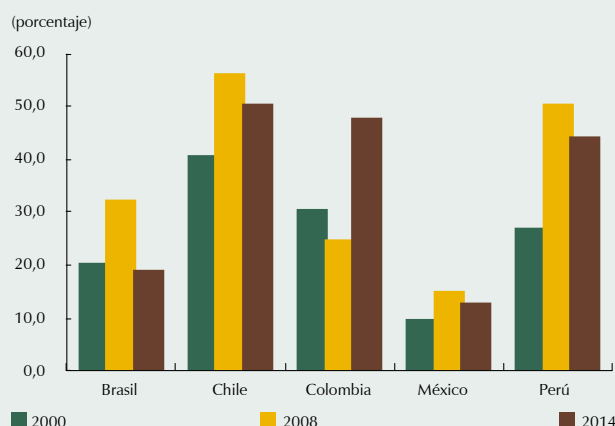
La bonanza de precios de materias primas, los mayores volúmenes de producción y las condiciones favorables de financiamiento externo han sido una pieza fundamental para la dinámica externa no solo de Colombia sino también de Latinoamérica. En efecto, la importancia de las materias primas en relación con las exportaciones totales también ha aumentado en la última década en otros países de la región. En Chile, Brasil, Colombia, Perú y México, conjunto de economías que cubren cerca del 72% del comercio regional, dicho porcentaje, que oscilaba en el año 2000 entre el 10% y 40%, aumentó en 2014 a 13% y 51% (Gráfico R1.2)². Sin embargo, esta cifra es inferior a lo registrado en 2008, cuando la participación de las ventas externas de productos básicos en el total exportado alcanzó su punto máximo (entre 15% y 56%).

Los términos de intercambio de los demás países de la región tampoco fueron ajenos a esta dinámica. Así como se vieron beneficiados durante un largo período por el incremento en los precios de exportación de las materias primas, se han visto afectados por la disminución en los mismos. Al comparar los niveles de los términos de intercambio de 2014 con los observados durante 2011, cuando alcanzaron valores históricamente altos, se observan reducciones en todas las economías de la región —las más importantes ocurrieron en Colombia (-18,9%), Brasil (-14,3%) y Chile (-13,5%)—. El país menos afectado por la reducción en los precios de exportación fue México (-7,8%). Cabe resaltar este último caso como el único proceso de diversificación de la estructura exportadora hacia manufacturas, en la cual las ventas externas de petróleo solo representan el 10% de sus exportaciones.

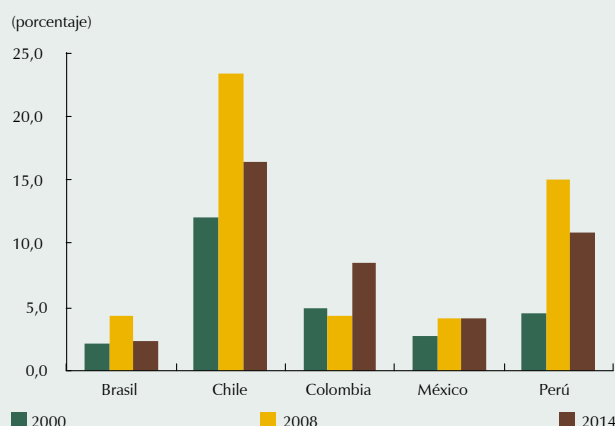
2 Las exportaciones de Colombia y México corresponden a petróleo crudo, las de Chile y Perú a minería de cobre y derivados. En las exportaciones de Perú también se contabilizan las de gas, plomo, hierro y zinc. Brasil tiene 31 productos en su canasta exportadora de materias primas, donde resaltan los minerales metálicos, petróleo y cereales.

Gráfico R1.2
Exportaciones de materias primas

A. Porcentaje de las exportaciones totales



B. Porcentaje del PIB



Fuentes: FMI, Cepal, institutos de estadística y bancos centrales de cada país.

Al igual que en Colombia, la explotación de materias primas y manufacturas intensivas en recursos naturales ha sido un factor determinante de las entradas de capital en los principales países de la región. Durante 2014 estos sectores absorbieron entre el 5% (caso de Chile)³ y el 35% (Brasil) de los recursos totales por IED (Cuadro R1.1). En el caso de México esta dinámica apenas empieza, pues su sector petrolero estuvo cerrado a la inversión extranjera hasta 2013.

2. Vínculos con el sector real y fiscal

En Colombia, como resultado del aumento en el valor de la producción petrolera y los mayores niveles de inversión, la

3 Este dato contrasta con lo observado en años previos, dado que las empresas extranjeras de los sectores asociados redujeron sus planes de expansión hacia nuevas reservas, debido a la disminución de los precios de las materias primas.

Cuadro R1.1
IED dirigida a sectores productores de materias primas
(porcentaje del total de IED)

País	2000	2008	2014
Brasil	6,7	29,3	34,6
Chile	13,4	44,7	5,4
Colombia	20,5	31,7	32,5
México	0,0	0,0	9,9
Perú	1,3	51,3	20,5

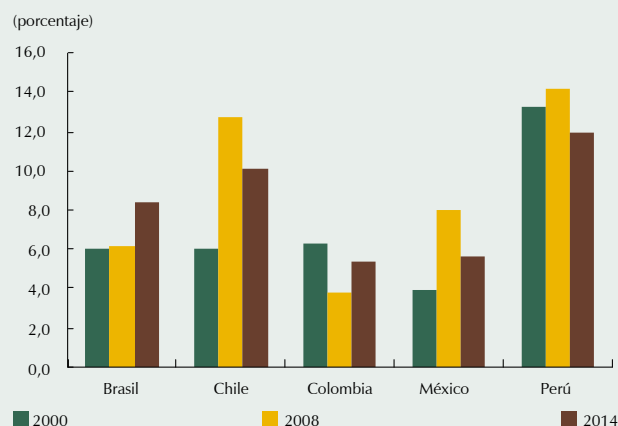
Fuentes: FMI, Cepal, institutos de estadística y bancos centrales de cada país.

participación del sector petrolero en el PIB real total se elevó de 3,9% en 2005 a 5,2% en lo corrido de 2014 a septiembre. Adicionalmente, gracias a su dinamismo, esta actividad también ha sido una de las principales fuentes de crecimiento económico del país. La importancia del sector petrolero también se ha visto representada en los mayores niveles de inversión hacia la actividad minera y petrolera, que en conjunto se estiman en cerca del 15,7% de la formación bruta de capital fijo real (con cifras a 2012), superior al 8,4% registrado en 2005. Cabe anotar que la estructura productiva del sector se caracteriza por ser intensiva en el uso de capital y de tecnología, y en menor medida de mano de obra, así como por bajos encadenamientos hacia atrás con el resto de la economía.

Junto con lo anterior, el sector petrolero ha sido una fuente relevante de ingresos fiscales. En el sector público colombiano el incremento de los recursos petroleros se reflejó en un mayor recaudo de impuestos de renta, patrimonio, dividendos girados a la nación por Ecopetrol, así como en el pago de regalías. Los ingresos originados por la actividad petrolera, incluyendo el pago de regalías⁴, pasaron de 1% del PIB en 2002 a cerca de 3,4% en 2013 y decrecieron a 2,6% en 2014⁵. Como porcentaje de los ingresos totales del GNC entre 2011 y 2014, las rentas petroleras representaron en promedio el 15,4%.

La importancia en el PIB de los sectores productores de materias primas en otras economías de la región exportadoras de bienes básicos es igualmente significativa. En esos países la participación promedio en el PIB de estos sectores aumentó del 7% en 2000 al 9% en 2014 (Gráfico R.1.3). Según el FMI, la dinámica de dichos sectores aportó entre 0,8 y 1,2 puntos de crecimiento del PIB en toda la década. En el caso de Chile y de Perú, donde la participación de las materias primas supera el 10% del PIB, su aporte al crecimiento entre 2000 y 2010 fue cercano al 2,1% (FMI, 2011). En cuanto a la formación bruta de capital fijo, el resultado para Colombia

Gráfico R1.3
Participación de los sectores productores de materias primas en el PIB



Fuentes: FMI, Cepal, institutos de estadística y bancos centrales de cada país.

es levemente inferior al encontrado en Chile (16,7%) y Perú (18,4%), pero superior al de Brasil y México⁶ (5,8% y 8,6%, respectivamente). En países como Perú, Chile y Colombia las inversiones en los sectores mineros se concentran principalmente en maquinaria y construcción de estructuras.

3. Posibles implicaciones para la economía colombiana

Dada la magnitud de la disminución del precio del petróleo, y en un escenario en el cual este choque sea persistente, se observarían efectos permanentes sobre los términos de intercambio y el ingreso nacional, con su respectivo impacto negativo en el crecimiento económico (Mendoza, 1997; Andrews et al., 2009). Este tipo de choques puede tener diferentes canales de transmisión y afectan a una economía, dependiendo de su marco de política económica (Fornero et al., 2014).

Como ya se mencionó, los ingresos petroleros en Colombia tienen especial importancia en los sectores externo y público. En cuanto al primero, se espera una reducción en los términos de intercambio y en los ingresos externos por exportaciones e inversión extranjera directa. Esta reducción será compensada parcialmente por menores egresos de renta factorial e importaciones. Estos menores ingresos netos externos tendrán repercusiones en los niveles de la tasa de cambio, debido a que el sector petrolero es un oferente importante de divisas en el mercado cambiario. Según el escenario central de pronóstico para 2015 del más reciente *Informe sobre Inflación* (diciembre de 2014), las exportaciones totales del país registrarían una

4 De los recursos por el pago de regalías que obtiene el sector público, el sector petrolero contribuye con cerca del 80% del total.

5 Incluyendo en 2013 y 2014 el impuesto al CREE.

6 La inversión nacional corresponde a la formación bruta de capital fijo sectorial derivada de la matriz insumo-producto de cada país. El dato de 2014 corresponde a lo estimado hasta el tercer trimestre.

disminución del 21% y la inversión directa dirigida al sector petrolero caería alrededor del 25%. Adicionalmente, se espera que el déficit corriente se ubique en un rango entre el -3,3% y -5,5% y que se vea determinado especialmente por la disponibilidad de financiamiento externo.

Por su parte, los ingresos fiscales se verán disminuidos tanto por la reducción del recaudo tributario y las regalías asociadas con la extracción de hidrocarburos, como por los menores dividendos obtenidos de la estatal petrolera. De hecho, según la más reciente revisión del plan financiero para 2015 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (diciembre de 2014), se espera un déficit del gobierno nacional central (GNC) de 2,8% del PIB, cifra superior al 2,4% previsto en el más reciente documento del *Marco Fiscal de Mediano Plazo*. A lo anterior se suma el impacto en la formación bruta de capital asociado con la reducción en los proyectos de inversión por parte de los principales agentes del sector. Finalmente, está por verse la evolución del costo del financiamiento externo, la precepción de riesgo y la confianza de los agentes, como respuesta a la coyuntura de menores precios del crudo y la política monetaria de las economías avanzadas.

En suma, el choque de menores precios del crudo se ha reflejado en las perspectivas de crecimiento del PIB para 2015. En efecto, hasta diciembre de 2014 los analistas especializados esperaban una variación del PIB real de 4,6% en 2015, esta cifra se redujo al 4,0% en enero de 2015 y posteriormente a 3,6% en febrero del mismo año (LatinFocus Consensus Forecast). Organismos internacionales como el FMI y las autoridades económicas en el país (Banco de la República y Ministerio de Hacienda) también revisaron sus proyecciones a la baja.

Vale la pena mencionar algunas características de la economía colombiana que le permiten amortiguar este tipo de choques negativos. Al respecto, se destaca el esquema de inflación objetivo con flotación cambiaria, el cual, bajo las condiciones adecuadas, permite absorber parte de los choques externos sobre el producto (Broda, 2002; Edwards *et al.*, 2003). En la coyuntura actual este régimen de tasa de cambio favorece a la economía, debido a que las expectativas de inflación están ancladas a la meta de largo plazo, el *pass through* ha sido bajo en los últimos años⁷, los descalces cambiarios son moderados, el mercado de coberturas cambiarias se ha venido profundizando y existe una menor exposición de la deuda del Gobierno a variaciones en la tasa de cambio, gracias a la recomposición hacia deuda denominada en moneda local.

A esto se le pueden agregar otros factores, como el incremento en las reservas internacionales, el acceso a la línea de crédito flexible con el FMI, el fortalecimiento institucional de las

finanzas públicas mediante la inclusión en la Constitución del principio de sostenibilidad fiscal y la puesta en marcha de la regla fiscal, así como la implementación de regulaciones que propenden por la estabilidad financiera, de acuerdo con los criterios del marco regulatorio internacional.

En cuanto a las expectativas de la cotización del Brent para 2015, los analistas y el mercado de futuros esperan una recuperación parcial del precio, con respecto a los mínimos observados a comienzos de este año (USD 45,8 bl), que lo ubicaría por debajo del promedio registrado entre 2011 y el primer semestre de 2014 (USD 110 bl). Lo anterior, como resultado principalmente de la reducción en la expectativa de producción de crudos no convencionales, dados sus mayores costos de producción y la disminución en las inversiones de las principales empresas del sector. A esto se le sumaría una leve recuperación de la demanda mundial y algunos riesgos geopolíticos que se mantienen latentes. Los principales riesgos a la baja sobre el precio estarían relacionados con una ralentización mayor del crecimiento económico mundial y posibles innovaciones tecnológicas que permitan la extracción de hidrocarburos no convencionales con menores costos de producción (Garavito *et al.*, 2015).

Referencias

- Andrews, D.; Rees, D. (2009). "Macroeconomic Volatility and Terms of Trade Shocks", research discussion paper, Reserve Bank of Australia.
- Broda, C. (2009). "Term of Trade and Exchange Rate Regimes in Developing Countries", working paper, Federal Reserve Bank of New York.
- Edwards, S.; Levy Yeyati, E. (2003). "Flexible Exchange Rates as Shock Absorbers", working paper, núm. 9867, National Bureau of Economic Research.
- FMI (2011). "Perspectivas económicas. Las Américas: vientos cambiantes, nuevos desafíos de política", serie Estudios Económicos y Financieros, 103 p., Washington.
- Fornero, J.; Kirchner, M.; Yany, A. (2014). "Terms of Trade Shocks and Investment in Commodity-Exporting Economies", documento interno, Banco Central de Chile.
- Garavito, A.; Rojas, J.; Torres, J. (2015). "Determinantes de la disminución reciente del precio del petróleo, evaluación de pronósticos y perspectivas", Recuadro 1, *Informe sobre Inflación*, diciembre de 2014, Banco de la República.
- Mendoza, E. (1996). "Term-of-trade Uncertainty and Economic Growth", vol. 54, pp. 323-356, *Journal of Development Economics*.
- Ministerio de Hacienda (2014). *Cierre 2014 y plan financiero 2015*, República de Colombia.
- Ministerio de Hacienda (2014). *Marco Fiscal de Mediano Plazo*, República de Colombia.

7 Véase Recuadro 2 de este Informe: "Tasa de cambio e inflación en Colombia", pp. 90-94.

Recuadro 2

TASA DE CAMBIO NOMINAL E INFLACIÓN EN COLOMBIA¹

1. Introducción

Para las autoridades monetarias de un país hay al menos dos razones que motivan estudiar la transmisión de la tasa de cambio nominal a los precios. En primer lugar, tener conocimiento sobre su potencia como mecanismo de ajuste macroeconómico de corto plazo. En este sentido, si los precios de los bienes transables responden de manera significativa a las variaciones de la tasa de cambio, una depreciación debería reflejarse en un encarecimiento de los bienes importados en moneda local, y en un abaratamiento de los exportados en moneda extranjera. Así, la tasa de cambio podría cumplir un papel estabilizador de la cuenta corriente al inducir una sustitución de la demanda de bienes externos por aquellos producidos en el país. En segundo lugar, hace parte del análisis para la toma de decisiones de política monetaria. Si el grado de transmisión de la tasa de cambio a los precios es fuerte, una depreciación —con el resto de las cosas constantes (*ceteris paribus*)— podría poner en riesgo la meta de inflación.

De igual manera, el grado de transmisión de la tasa de cambio a los precios es un asunto que interesa a las empresas de un país, porque las apreciaciones o depreciaciones de la moneda modifican sus costos de producción, al alterar el precio en moneda local de los bienes que importan (como materias primas y bienes de capital). También es clave para los hogares, ya que las fluctuaciones de dicha variable pueden afectar su consumo, al alterar los precios de los bienes y servicios finales que demandan.

La literatura teórica y empírica reciente ha resaltado el hecho de que el grado de transmisión de la tasa de cambio a los precios es menos que proporcional, porque depende del poder de mercado que tengan las empresas importadoras y productoras en el mercado local, del grado de rigidez de los precios de la economía, del signo, tamaño, volatilidad y naturaleza de las fluctuaciones de la tasa de cambio (temporales *versus* permanentes) y del estado de la economía (si la brecha del producto es positiva o negativa, si la tasa de cambio real está apreciada o depreciada, si la economía es más o menos abierta o si la inflación es baja o alta).

De lo anterior se puede concluir que, dado que el grado de transmisión depende de varios factores, el estado de la economía y el comportamiento de las variables macroeconómicas agregan incertidumbre y dificultad a la hora de estimarlo.

Por tanto, dada la importancia para las autoridades, las empresas y los hogares, este recuadro muestra y describe las estimaciones del grado de transmisión de corto y mediano plazos de las variaciones de la tasa de cambio del peso colombiano sobre la variación anual de los bienes importados de consumo, sobre los precios al productor y sobre el IPC total. Las estimaciones utilizan datos trimestrales para el período 1985-2014 y modelos econométricos lineales y no lineales.

2. Canales de transmisión de las variaciones de la tasa de cambio nominal sobre los precios

Las fluctuaciones de la tasa de cambio nominal del peso, causadas, por ejemplo, por un aumento en la aversión al riesgo en los mercados internacionales o por una caída de los precios de los bienes primarios (como el petróleo), se transmiten a la inflación del IPC, por lo menos, mediante tres canales: dos directos y uno indirecto (Diagrama R2.1). El primer canal (canal de costos) actúa mediante el efecto directo de las fluctuaciones de la tasa de cambio sobre los precios de los insumos importados y, luego, sobre los precios al productor y al consumidor.

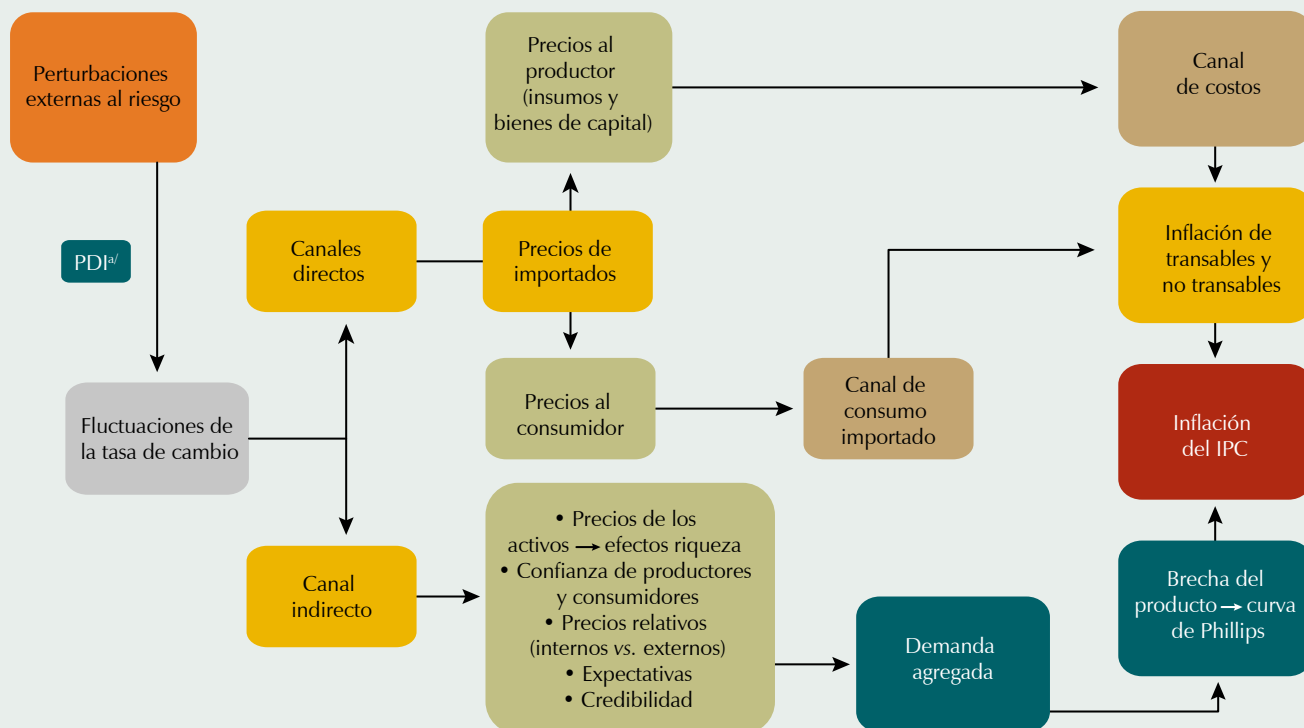
El segundo canal directo (canal de consumo importado) actúa sobre los precios de los bienes de consumo importados, que presionan directamente la inflación total. Este conducto también se manifiesta mediante el cambio en la demanda por bienes internos, al sustituir los bienes importados que compiten con ellos, lo cual tiene efectos sobre la variación del IPC.

Como se mencionó, el grado de transmisión de estos canales dependerá, entre otros, del poder de mercado que tengan las empresas importadoras y productoras en el mercado local y de cuán rápido y costoso les resulte modificar sus precios, ya que entre mayor sea dicho costo, menor será la frecuencia con que los modifiquen.

El canal indirecto opera mediante múltiples mecanismos y perturbaciones que impactan la demanda agregada y, con ella, la relación entre inflación y empleo (usualmente expresada con la curva de Phillips). Entre algunos de los mecanismos están los precios de los activos, los precios relativos internos *versus* los externos, la confianza de las empresas y los consumidores y sus expectativas frente a dichos cambios. Evidentemente, el comportamiento de estas variables y su impacto sobre la inflación del IPC estará supeditado a

1 Este artículo resume los documentos de González, A.; Rincón, H.; Rodríguez, N. (2010), “La transmisión de los choques a la tasa de cambio sobre la inflación de los bienes importados en presencia de asimetrías”, en M. Jalil y L. Mahadeva (eds.), *Mecanismos de transmisión de la política monetaria en Colombia*, Universidad Externado de Colombia y Banco de la República, y de Rincón, H.; Rodríguez, N. (2014). “Reestimación del grado de transmisión de la tasa de cambio del peso sobre la inflación de los bienes importados”, Borradores de Economía, núm. 850, Banco de la República.

Diagrama R2.1
Canales de transmisión de variaciones de la tasa de cambio sobre la inflación



a/ Paridad descubierta de intereses.

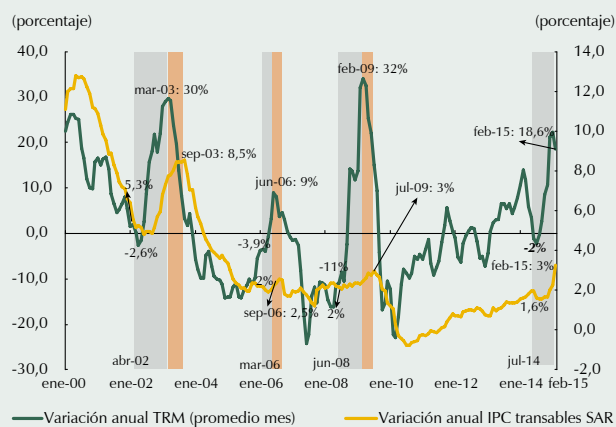
Fuente: construcción de los autores con base en Miller (2003) y deducciones propias.

la reacción que tome la autoridad monetaria para cumplir con su objetivo de estabilidad de precios.

3. Una exploración gráfica de la relación histórica entre tasa de cambio nominal y los precios de los bienes transables del IPC

Con el fin de contrastar la evidencia histórica con los resultados de las estimaciones que se presentan y analizan en la siguiente sección, en el Gráfico R2.1 se muestra y compara la evolución de la variación de la tasa de cambio (TRM) y de los precios de los bienes transables del IPC. Como se observa, es difícil extraer una conclusión acerca del grado de transmisión de la tasa de cambio nominal sobre la inflación de estos bienes a partir de una simple representación gráfica de su comportamiento histórico. Vale resaltar algunos hechos: el peso se depreció con respecto al dólar un 30% entre abril de 2002 y marzo de 2003, mientras que los transables, hasta septiembre de 2003, apenas aumentaron un 8,5%. En sentido contrario, el peso se apreció un 24% entre marzo de 2003 y marzo de 2006 y el IPC de los transables disminuyó un 10% en el mismo período. Entre febrero de 2014 y febrero de 2015 el peso se devaluó un 18,6% y el segmento de los transables en el IPC apenas aumentó 3%. Por tanto, y como se mencionó, establecer el grado de transmisión es un asunto que demanda un análisis exhaustivo, que no está exento de incertidumbre y márgenes de error.

Gráfico R2.1
TRM promedio (mes) vs. IPC transables



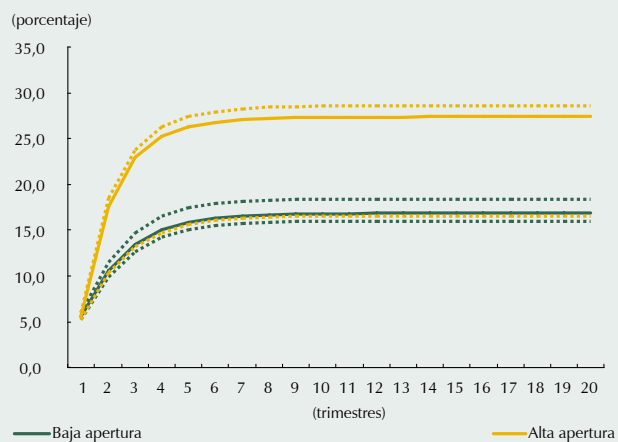
Fuente: Banco de la República.

4. Grado de transmisión de las variaciones de la tasa de cambio sobre los bienes importados del IPP

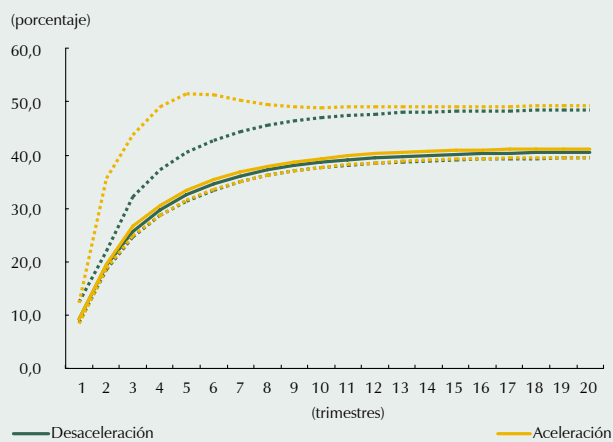
El Gráfico R2.2 muestra las sendas estimadas del grado de transmisión de una devaluación del 10% de la tasa de cambio nominal del peso sobre el incremento anual de los bienes importados del IPP (o inflación de costos), para diferentes plazos y según distintos estados de algunas de las principales variables macroeconómicas. Cada valor de las líneas sólidas

Gráfico R2.2

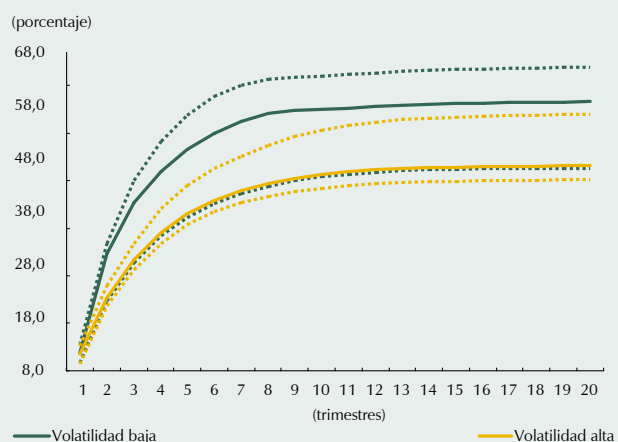
A. Grado de apertura de la economía



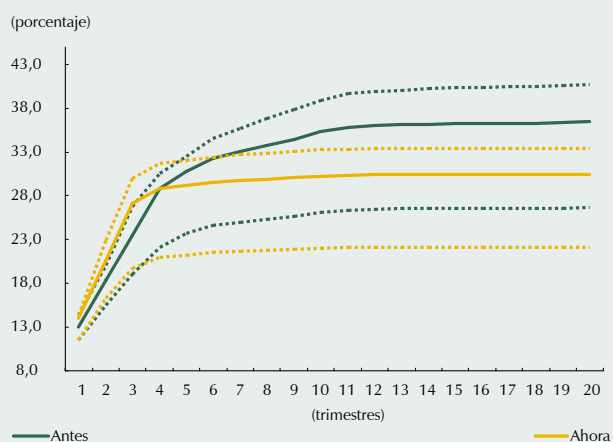
B. Aceleración/desaceleración de la devaluación del peso



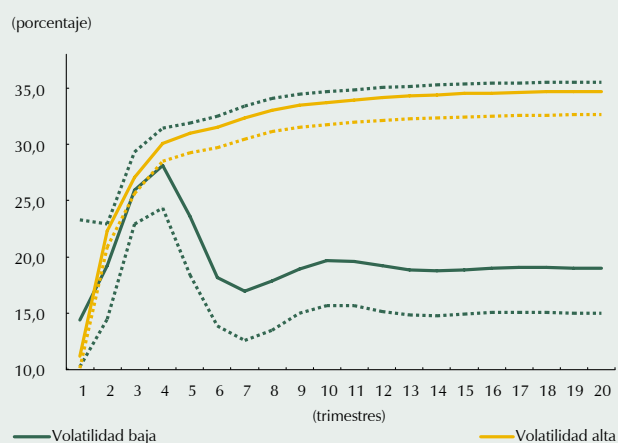
C. Volatilidad de la devaluación del peso



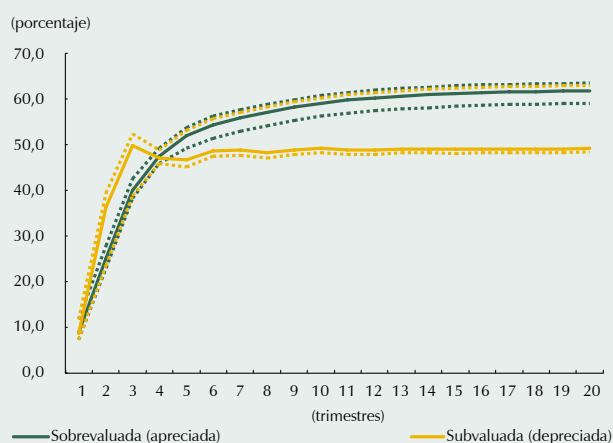
D. Inflación del IPC



E. Volatilidad de la inflación del IPC



F. Tasa de cambio real



Nota: las líneas punteadas son los respectivos intervalos de confianza del 80%.
Fuente: Rincón y Rodríguez (2014).

es el grado de transmisión estimado y debe leerse como el efecto acumulado sobre la variación de los importados del IPP de una devaluación acumulada del peso del 10%, hasta el respectivo trimestre. Las líneas punteadas son los respectivos intervalos de confianza del 80%.

La primera conclusión que se puede extraer es que el grado de transmisión no es proporcional, es decir, uno a uno, tanto en el corto como en el mediano plazo. Así, una variación positiva de la tasa de cambio se transmite a los bienes importados del IPP en una magnitud que varía entre un 5% del tamaño de la devaluación, en los dos primeros trimestres, y una de 62% en el mediano plazo, de acuerdo con el estado de las variables macroeconómicas.

La segunda, es que, como se ha resaltado, el grado de transmisión depende de manera conjunta de la situación de las variables macroeconómicas, de la naturaleza de las variaciones cambiarias y del estado de la inflación. Esto quiere decir, en un lenguaje técnico, que la transmisión es endógena y asimétrica y depende del estado de la economía y del tipo de perturbación que esta enfrente.

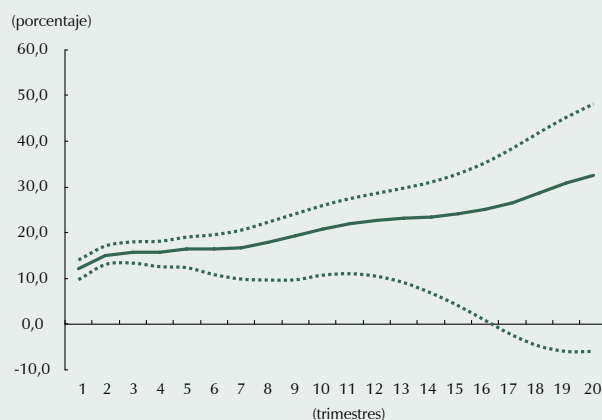
La tercera es que en el corto plazo una devaluación del peso se transmite en mayor grado al IPP de los bienes importados cuando la economía es más abierta, la devaluación se acelera, la volatilidad de las fluctuaciones de la tasa de cambio es más baja, la volatilidad del IPC es más alta y la tasa de cambio real está subvaluada o depreciada. En general, estos resultados se mantienen en el mediano plazo. Cabe resaltar que entre mayor es la inflación mayor es el grado de transmisión.

5. Grado de transmisión de las variaciones de la tasa de cambio sobre el IPP total, sobre los bienes de consumo importados y sobre el IPC total

En esta sección se muestran y analizan los resultados del segundo canal directo, o canal de consumo importado de transmisión de las fluctuaciones de la tasa de cambio, y del canal indirecto de demanda y oferta agregada, para un modelo lineal, los cuales se explican en el Diagrama R2.1. Por último, se estima el grado de transmisión a la inflación del IPC, el mayor agregado de precios de la economía, el cual afecta directamente a los consumidores. Como se supondrá, este es un ejercicio más difícil y con mayor incertidumbre, ya que aquí entran en juego otras variables, diferentes a la tasa de cambio, que afectan este grado de transferencia. Es necesario advertir que la reacción de la política monetaria ante perturbaciones a la tasa de cambio u otras variables no se incluye explícitamente en las estimaciones.

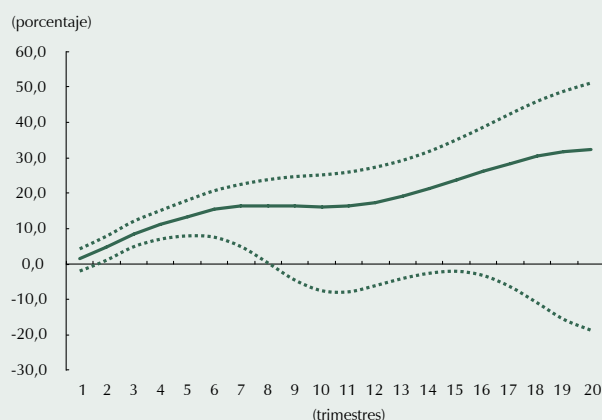
Los gráficos R2.3 y R2.4 presentan las sendas acumuladas estimadas del grado de transmisión de una devaluación del

Gráfico R2.3
Transmisión a la variación del IPP



Fuente: Rincón y Rodríguez (2014).

Gráfico R2.4
Transmisión a la inflación de los importados del IPC (9% del IPC)

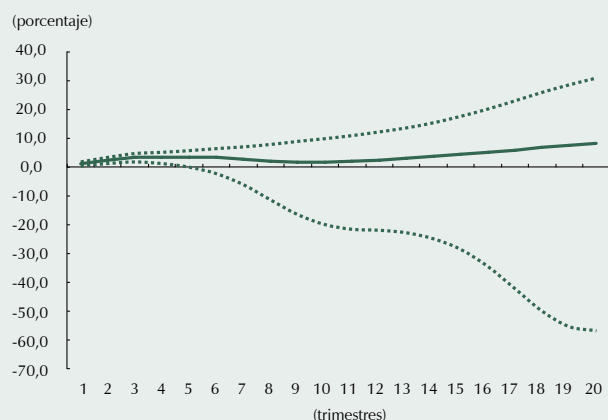


Fuente: Rincón y Rodríguez (2014).

peso del 1% sobre las inflaciones del IPP total y de la canasta más importante de importados del IPC. Luego de un año, este traspaso alcanza un 16% y un 11% del valor de dicha variación sobre las inflaciones del IPP y de los importados del IPC, respectivamente. En otras palabras, las inflaciones aumentan hasta 16 y 11 puntos básicos, luego de un año de ocurrida una devaluación del 1%. Las transmisiones alcanzan valores máximos de 25% y 17% en el mediano plazo, antes de volverse estadísticamente no significativas.

Por último, el Gráfico R2.5 presenta el grado de transmisión estimado sobre la variación del IPC, el cual asciende a 4%. En otras palabras, si el peso se devalúa 1%, la inflación del IPC aumenta 4 puntos básicos, luego de un año de ocurrida. A partir del quinto trimestre el grado de transmisión se vuelve estadísticamente no significativo.

Gráfico R2.5
Transmisión a la inflación del IPC



Fuente: Rincón y Rodríguez (2014).

6. Conclusiones

El grado de transmisión de las fluctuaciones de la tasa de cambio sobre la inflación es un asunto de gran importancia para las autoridades monetarias, las empresas y los consumidores, y más cuando dichas variaciones son grandes. A partir de los resultados aquí presentados se puede concluir que la transmisión es menos que proporcional, tanto en el corto como en el mediano plazo, y depende del comportamiento de la economía y de la naturaleza de las perturbaciones cambiarias, así como de la dinámica de la inflación.

Las estimaciones muestran que frente a una devaluación del peso del 1%, la inflación del IPC aumenta en 4 puntos básicos, luego de un año de ocurrida.

Por último, y como se advirtió a lo largo de esta nota, determinar el grado de transmisión de la tasa de cambio sobre la inflación es una tarea que enfrenta una alta incertidumbre y complejidad y, por ende, no deja espacio para conclusiones apresuradas.

III. RESERVAS INTERNACIONALES

A diciembre de 2014 las reservas internacionales netas totalizaron USD 47.323,09 m, cuantía superior en USD 3.690,35 m al saldo registrado un año atrás. La rentabilidad de las reservas en dólares fue negativa (USD 261,3 m) debido a las bajas tasas de interés externas y a la depreciación de las monedas de los principales países desarrollados frente al dólar estadounidense.

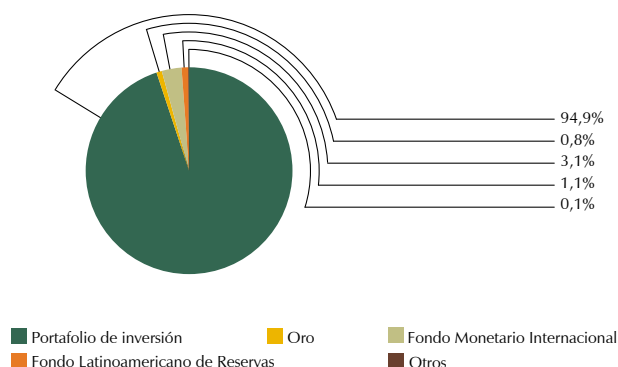
A diciembre de 2014 las reservas internacionales netas totalizaron USD 47.323,09 m, cuantía superior en USD 3.690,35 m al saldo registrado en diciembre de 2013.

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 sujeta a los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad.

A diciembre de 2014 las reservas internacionales netas totalizaron USD 47.323,09 m, cuantía superior en USD 3.690,35 m al saldo registrado en diciembre de 2013⁵⁰. 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 42 se presenta la composición de las reservas internacionales.

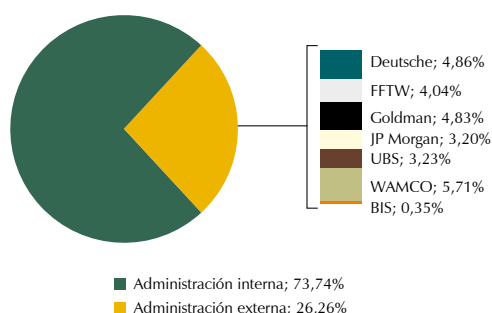
⁵⁰ Las reservas internacionales netas son iguales al total de las reservas internacionales, o reservas brutas, menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera con agentes no residentes. Las reservas internacionales brutas ascendieron a USD 47.328 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron USD 5,0 m (los valores se expresan redondeados).

Gráfico 42
Composición de las reservas internacionales brutas
(información al 31 de diciembre de 2014)



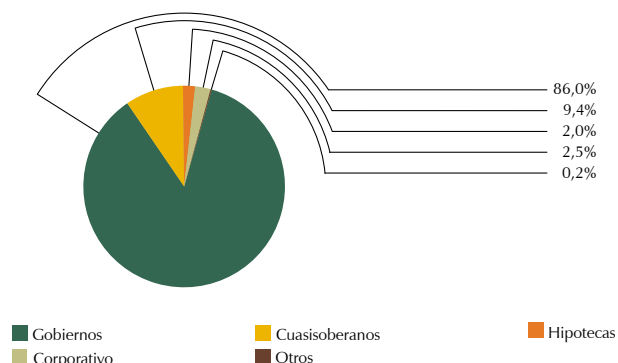
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 43
Composición del portafolio de inversión y administradores
(información al 31 de diciembre de 2014)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 44
Composición del portafolio de inversión por sectores
(información al 31 de diciembre de 2014)



Fuente: Banco de la República.

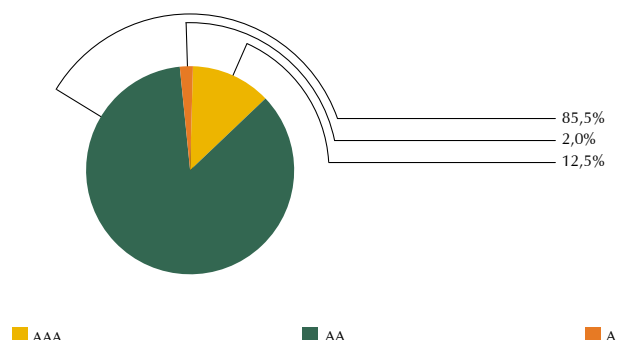
A. COMPOSICIÓN DEL PORTAFOLIO DE INVERSIÓN

En el Anexo se presenta una explicación de las políticas que orientan la inversión del portafolio de inversión y algunas definiciones relevantes. En el Gráfico 43 se muestra la forma como se administra dicho portafolio, donde se puede observar que la mayor parte se gestiona internamente. También, se utilizan administradores externos para que, con su mayor conocimiento y experiencia en los mercados en los que se invierten las reservas, generen retornos adicionales a los del índice de referencia⁵¹ y capaciten a los funcionarios del Banco de la República.

En el Gráfico 44 se presenta la composición del portafolio de inversión a diciembre de 2014, cuando cerca del 95% estaba invertido en papeles emitidos por gobiernos o cuasisoberanos y acuerdos de recompra con la Reserva Federal.

El Gráfico 45 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

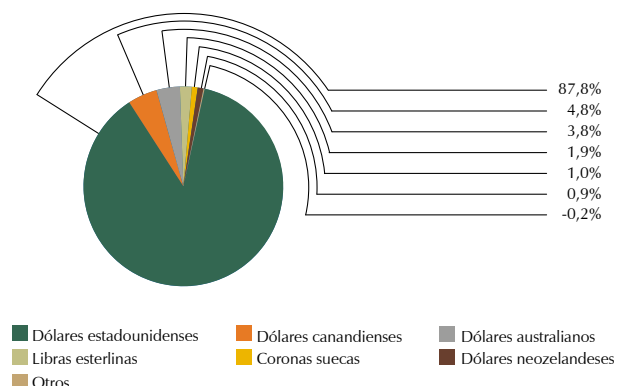
Gráfico 45
Distribución de las inversiones por calificación crediticia
(información al 31 de diciembre de 2014)



Fuente: Banco de la República.

51 Para su definición, véase el Anexo.

Gráfico 46
Composición cambiaria del portafolio de inversión
(información al 31 de diciembre de 2014)



Nota: el agregado no suma 100% porque el rubro "otras monedas" corresponde a posiciones cortas equivalentes a -0,18%.
Fuente: Banco de la República.

encuentra en AA+ de acuerdo con S&P. Estas cifras evidencian la alta calidad de los activos en que se invierte el portafolio de inversión.

Finalmente, el Gráfico 46 muestra la composición cambiaria que tenía el portafolio de inversión al 31 de diciembre de 2014, la cual difiere levemente del objetivo del tramo de inversión⁵², ya que se incluye el capital de trabajo, el cual se invierte únicamente en dólares estadounidenses. Adicionalmente, se permite, dentro de límites estrictos, que el portafolio activo registre 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.

Como medida preventiva frente a un aumento de las tasas de interés en las economías desarrolladas, el tramo de inversión tenía una baja duración efectiva en diciembre de 2014 (0,68)⁵³.

B. RENTABILIDAD DE LAS RESERVAS

Durante 2014 la rentabilidad de las reservas estuvo afectada por la coyuntura internacional, particularmente por las bajas tasas de interés en los países en los cuales se invierte y la depreciación de las monedas de los principales países desarrollados frente al dólar de los Estados Unidos.

La teoría financiera básica de administración de portafolios indica que, si un inversionista quiere enfrentar un menor riesgo, su rentabilidad esperada será menor. En este sentido, la decisión de tener un portafolio con un perfil de riesgo conservador implica recibir una rentabilidad baja.

Entre diciembre de 2013 y diciembre de 2014 la rentabilidad de las reservas en dólares fue negativa en 0,57%⁵⁴ (USD 261,3 m), debido a dos factores:

- Las tasas de interés en los principales países desarrollados se mantuvieron en niveles históricamente bajos. Por ejemplo, la tasa de interés promedio de los bonos con vencimiento inferior a un año emitidos por el gobierno de los Estados Unidos era de 0,15% en diciembre de 2014. Esto ha provocado que los rendimientos percibidos por las inversiones hayan sido bajos, aunque han mejorado frente al año pasado, gracias al buen rendimiento de los precios de los bonos en los Estados Unidos, Australia, Nueva Zelanda y Suecia. Al descontar el efecto de la apreciación del dólar frente

52 Un 87% en dólares estadounidenses, 5% dólares canadienses, 4% dólares australianos, 2% libras, 1% coronas suecas y 1% dólares neozelandeses.

53 La duración efectiva 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, considerando el posible efecto del cambio en los flujos de caja esperados como consecuencia de los cambios en las tasas de interés.

54 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 2013 y el 31 de diciembre de 2014.

al resto de monedas, el rendimiento de las reservas fue positivo en 0,54% (USD 244,8 m) en el año.

- En 2014 las principales monedas de los países desarrollados se depreciaron frente al dólar de los Estados Unidos, debido al mejor desempeño relativo de la economía estadounidense, que ha llevado a expectativas de aumentos de la tasa de interés de referencia durante 2015. Como las inversiones se valoran en dólares de los Estados Unidos, el movimiento de las tasas de cambio tuvo un impacto negativo sobre la rentabilidad, que equivale a -1,11% (USD -506,1 m).

IV. SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

El estado de pérdidas y ganancias del Banco está determinado, en gran medida, por los ingresos y egresos monetarios, los cuales se asocian con sus funciones de banca central y dependen, principalmente, de variables que no están bajo su control, como son las tasas de interés externas, las fluctuaciones de los precios de mercado de los títulos del portafolio de reservas, del portafolio de TES y del oro, y del comportamiento de las monedas en las cuales están invertidas las reservas internacionales.

A. EVOLUCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

En 2014 el Banco de la República registró un resultado operacional negativo de COP 1.166,2 mm, producto de ingresos por COP 457,8 mm y egresos por COP 1.624,0 mm. La pérdida operacional registrada en este año fue menor en COP 542,1 mm a la de 2013.

En 2014 el Banco de la República registró un resultado operacional negativo de COP 1.166,2 mm, producto de ingresos por COP 457,8 mm y egresos por COP 1.624,0 mm (Cuadro 8). Lo anterior significó un aumento de COP 549,7 mm en los ingresos totales y de COP 7,6 mm en los egresos frente a lo observado en el año anterior. En este sentido, la pérdida operacional registrada en 2014 fue menor en COP 542,1 mm a la de un año atrás.

Los mayores ingresos observados en 2014 se explican por el mejor comportamiento del rendimiento de las reservas internacionales, los ajustes en cambio sobre los activos en moneda extranjera diferentes a las reservas internacionales y el ingreso por valor facial de la moneda metálica puesta en circulación. Por su parte, los mayores egresos se explican, especialmente, por el incremento en la tasa de intervención del Banco y los mayores volúmenes de depósitos, que afectaron la remuneración a los depósitos de control monetario y a los depósitos de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN), y por el mayor costo de emisión y distribución de especies monetarias, resultado de la mayor emisión de moneda metálica.

Cuadro 8
Estado de resultados del Banco de la República (2014)
bajo principios de contabilidad generalmente aceptados (PCGA)
(miles de millones de pesos)

	Ejecutado a:		Variaciones anuales	
	2013	2014	Porcentuales	Absolutas
I. Ingresos del P y G	(91,8)	457,8	-	549,7
A. Ingresos monetarios	(239,1)	276,4	-	515,5
1. Intereses y rendimientos	(500,1)	(378,6)	(24,3)	121,4
Reservas internacionales	(659,6)	(560,1)	(15,1)	99,5
Rendimientos	(143,2)	485,8	-	629,0
Diferencial cambiario	(516,5)	(1.045,9)	-	(529,5)
Operaciones de liquidez	130,9	137,0	4,7	6,1
Valorización de TES	28,5	44,3	55,5	15,8
Otros intereses	0,2	0,1	(58,7)	(0,1)
2. Diferencias en cambio	104,6	465,8	-	361,1
3. Moneda metálica	152,4	187,3	22,9	34,8
4. Otros	3,9	2,0	(48,3)	(1,9)
B. Ingresos corporativos	147,3	181,4	23,2	34,1
1. Comisiones	115,7	137,5	18,8	21,7
Servicios bancarios	52,6	65,3	24,0	12,7
Negocios fiduciarios	63,1	72,2	14,4	9,1
2. Otros	31,6	44,0	39,3	12,4
II. Egresos del P y G	1.616,5	1.624,0	0,5	7,6
A. Egresos monetarios	990,5	1.143,2	15,4	152,7
1. Intereses y rendimientos	811,2	934,1	15,1	122,9
Remuneración a las cuentas de la DGCPTN	406,5	423,7	4,2	17,2
Depósitos remunerados de control monetario (DRCM)	343,8	443,4	29,0	99,6
Comisión de compromiso flexible con el FMI	23,1	27,3	18,4	4,2
Gastos en administración de las reservas internacionales	19,4	25,8	33,3	6,4
Gastos en operación de contracción monetaria	18,5	13,8	(25,3)	(4,7)
2. Diferencias en cambio	40,0	42,8	7,0	2,8
3. Costo de emisión y distribución de especies monetarias	139,2	166,2	19,4	27,0
4. Otros	0,2	0,2	(2,7)	(0,0)
B. Egresos corporativos	398,1	416,3	4,6	18,2
1. Gastos de personal	258,8	277,5	7,2	18,7
2. Gastos generales	57,8	60,5	4,7	2,7
3. Recuperación del IVA descontable (CR)	(2,7)	(3,8)	41,3	(1,1)
4. Impuestos	8,0	9,8	23,4	1,9
5. Seguros	6,0	5,9	(1,1)	(0,1)
6. Contribuciones y afiliaciones	6,0	1,8	(70,0)	(4,2)
7. Gastos culturales	9,4	9,5	1,5	0,1
8. Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros (incluye diferido del software)	54,9	54,9	0,1	0,1
C. Gasto neto de pensionados	227,8	64,5	(71,7)	(163,3)
III. Resultado operacional (I - II)	(1.708,3)	(1.166,2)	-	542,1

Fuente: Banco de la República.

El rendimiento total de las reservas internacionales, aunque continúa siendo negativo, registró una recuperación frente a 2013. Aún cuando los rendimientos del portafolio de inversión fueron mayores, no compensaron el efecto negativo de la depreciación frente al dólar de las monedas en las que está constituido el portafolio de inversión.

El comportamiento de los ingresos estuvo asociado con el rendimiento total de las reservas internacionales, el cual, aunque continúa siendo negativo, registró una recuperación frente a 2013. Los rendimientos del portafolio de inversión fueron mayores, dado el aumento en los precios de los bonos de largo plazo en los países desarrollados⁵⁵, que fueron contrarrestados por la devaluación frente al dólar de las monedas en que está constituido el portafolio de inversión (diferencial cambiario), lo que afectó de manera negativa el rendimiento neto de las reservas internacionales. Por su parte, las diferencias en cambio registradas en 2014, generadas sobre los activos y pasivos en moneda extranjera (diferentes a las reservas internacionales), también contribuyeron a la recuperación de los ingresos.

Así, las reservas internacionales presentaron un rendimiento neto negativo de COP 560,1 mm en 2014 frente a -COP 659,6 mm observado un año atrás. La rentabilidad promedio del portafolio de inversión fue de -0,56% en 2014 frente a -0,58% en 2013⁵⁶. Este resultado se explica principalmente por:

- i) La devaluación frente al dólar de las monedas que componen el portafolio de inversión⁵⁷, que generó pérdidas por diferencial cambiario de COP 1.045,9 mm, frente a las observadas un año atrás de COP 516,5 mm (Gráfico 47).
- ii) Los rendimientos del portafolio de COP 485,8 mm, resultado de la valorización de los bonos de largo plazo (COP 480,0 mm) y de los aportes en organismos internacionales, inversiones en oro⁵⁸ y otros rendimientos (COP 5,8 mm). Se destaca el buen rendimiento de las inversiones realizadas especialmente en los Estados Unidos, Australia, Nueva Zelanda y Suecia (Gráfico 48).

Otros ingresos asociados con los resultados de 2014 fueron:

- El resultado neto de los ingresos y egresos originados por las variaciones de la tasa de cambio del peso frente al dólar sobre activos y pasivos en moneda extranjera diferentes a reservas internacionales fue positivo en COP 423,0 mm, producto de la depreciación del peso frente al dólar de 24,2%.

55 Aunque la rentabilidad de las reservas internacionales por causación de intereses mostró una recuperación frente a 2013, continúa siendo moderada, debido a los bajos niveles históricos en que se mantienen las tasas de interés externas.

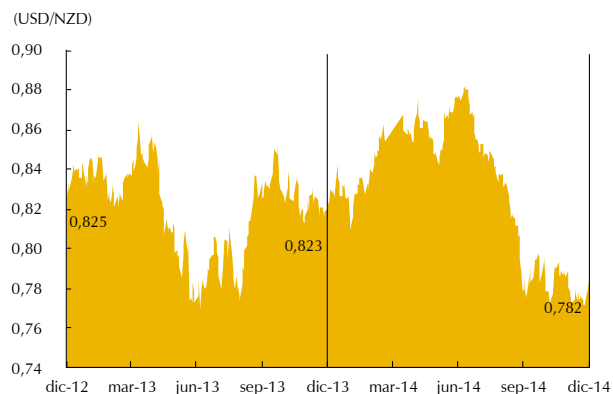
56 Sin incluir el diferencial cambiario, la rentabilidad promedio del portafolio de inversión fue de 0,51% en 2014 frente a 0,21% en 2013.

57 En 2014 frente al dólar estadounidense se depreciaron: la corona sueca (18,0%), el dólar austriaco (8,5%), el dólar canadiense (8,3%), la libra esterlina (5,9%) y el dólar neozelandés (5,0%).

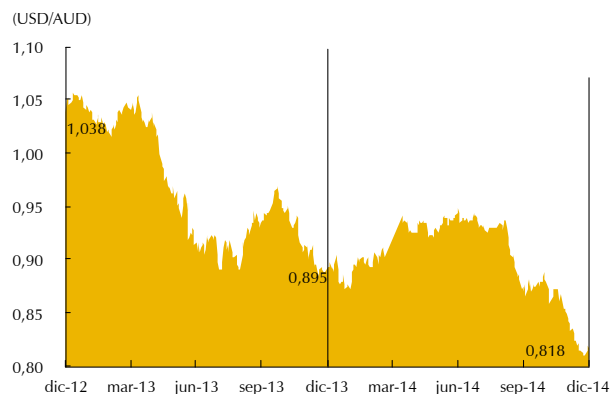
58 Las inversiones en oro generaron ingresos por COP 2,3 mm. El Banco mantiene una proporción baja de oro en las reservas (1%) y las valora diariamente a precios de mercado. El precio internacional del oro fue de USD 1.199,3 por onza troy al cierre de 2014 y de USD 1.201,5 por onza troy a finales de diciembre de 2013.

Gráfico 47
Comportamiento de las monedas de reserva frente al dólar estadounidense

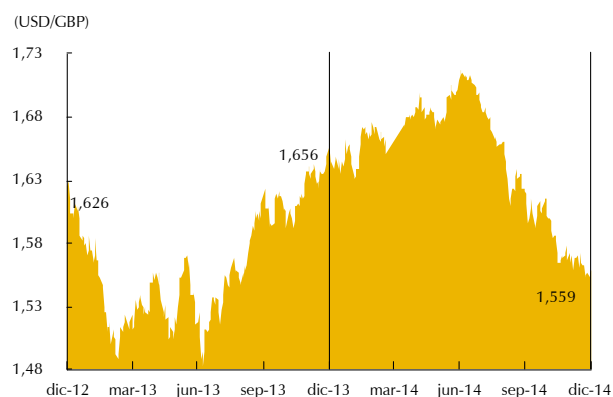
A. Dólar neozelandés



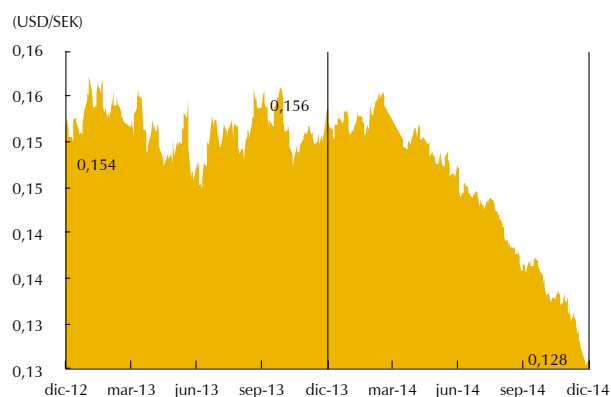
B. Dólar australiano



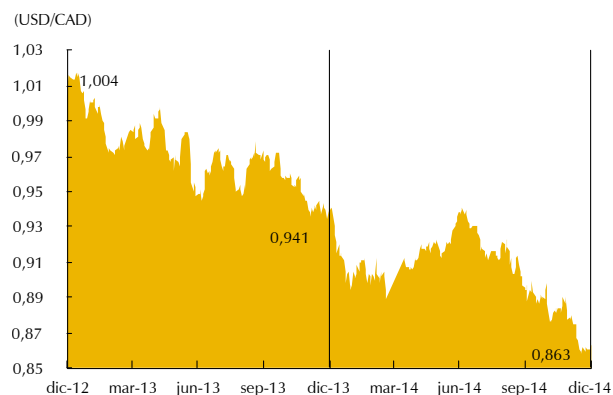
C. Libra esterlina



D. Corona sueca

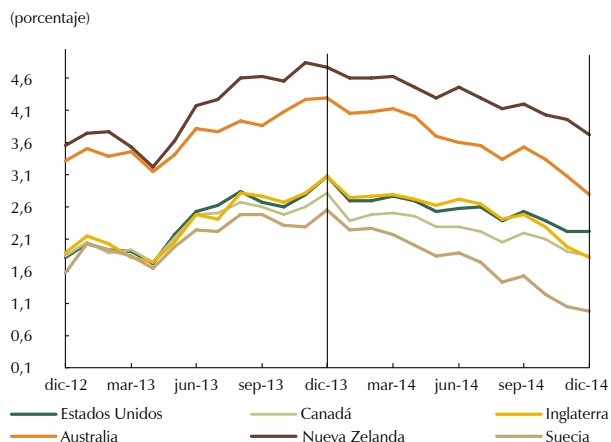


E. Dólar canadiense



Fuente: The World Markets Company PLC.

Gráfico 48
Tasas de interés de los bonos a 10 años



Fuente: Bloomberg.

- La puesta en circulación de moneda metálica generó ingresos por COP 187,3 mm, superiores en COP 34,8 mm frente a 2013, explicados por una mayor demanda y el incremento en las piezas puestas en circulación.
- Los ingresos por las operaciones de liquidez mediante repos ascendieron a COP 137,0 mm, superiores en COP 6,1 mm (4,7%) frente a 2013, resultado de la mayor tasa de remuneración promedio anual⁵⁹.
- Los ingresos recibidos por las comisiones por servicios bancarios y negocios fiduciarios ascendieron a COP 137,5 mm, superiores en COP 21,7 mm (18,8%) a las obtenidas en 2013, crecimiento relacionado, en particular, con las comisiones por el reintegro de exportaciones y el pago de importaciones bajo el convenio Aladi⁶⁰, así como por la administración de los TES y del Fondo de Ahorro y Estabilización (FAE).

En relación con los egresos, se destaca:

- La remuneración a los depósitos de control monetario ascendió a COP 443,4 mm⁶¹ frente a los COP 343,8 mm observados en 2013. Este concepto constituye la principal explicación del aumento de los egresos monetarios del Banco durante 2014.
- La remuneración a los depósitos de la DGCPTN fue de COP 423,7 mm, superior en COP 17,2 mm (4,2%) frente a la registrada un año atrás, resultado de la mayor tasa de interés⁶².
- Los costos por emisión y distribución de especies monetarias totalizaron COP 166,2 mm, registrando un aumento de 19,4%, de acuerdo con la mayor emisión de moneda metálica para atender la demanda.
- Los egresos corporativos se situaron en COP 416,3 mm, registrando un crecimiento anual de 4,6% (0,9% en términos reales), distribuidos de la siguiente manera:
 - Los gastos de personal presentaron un incremento real de 3,5%, resultado del aumento de los salarios de acuerdo con la convención colectiva vigente, y del crecimiento de la planta de personal, para el desarrollo de proyectos informáticos como apoyo a la prestación de servicios, al fortalecimiento de procesos y a la prevención de riesgos⁶³.

59 La tasa de interés de remuneración fue de 4,02% efectivo anual (e. a.) en 2014 y de 3,45% e. a. en 2013.

60 Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi).

61 El saldo promedio de estos depósitos en 2014 fue de COP 9.389,2 mm y de COP 7.682,4 mm en 2013. Cabe anotar que estos depósitos los constituyó la DGCPTN en el Banco a partir del 15 de noviembre de 2012, con recursos provenientes de la colocación de TES para regular la liquidez de la economía.

62 El saldo promedio diario de estos depósitos fue de COP 11.122,7 mm en 2014 y de COP 11.698,2 mm en 2013.

63 Proyectos informáticos asociados con la modernización, la prevención de riesgos y el fortalecimiento y estabilización de procesos de las Subgerencias de Pagos y Operación Bancaria, Tesorería y de Gestión Administrativa.

La remuneración a los depósitos de control monetario constituye la principal explicación del aumento de los egresos monetarios del Banco de la República durante 2014.

-Los gastos generales totalizaron COP 60,5 mm y registraron un incremento real de 1,0%, resultado de los contratos que se ajustan de acuerdo con el incremento del salario mínimo y de los gastos asociados con el mantenimiento y reparaciones de equipos de infraestructura técnica (sistemas de aire acondicionado y ascensores), de tecnología y comunicación.

-Los gastos culturales fueron COP 9,5 mm y registraron una reducción real de 2,0%.

-Los impuestos, seguros, contribuciones, afiliaciones, depreciaciones, provisiones, amortizaciones, IVA descontable y otros gastos operacionales y no operacionales en conjunto sumaron COP 68,7 mm y presentaron una reducción en términos reales de 8,1%.

- Por último, el gasto neto de pensiones de jubilación presentó un resultado de COP 64,5 mm producto de los gastos de pensionados por COP 155,8 mm y de los ingresos por los rendimientos del portafolio constituido con recursos del pasivo pensional por COP 91,2 mm, de acuerdo con el comportamiento de las tasas de negociación de los TES.

B. CONSTITUCIÓN DE RESERVAS Y DISTRIBUCIÓN DE UTILIDADES

Los Estatutos del Banco establecen que la Junta Directiva debe aprobar el estado de resultados correspondiente al ejercicio anual y crear o incrementar una reserva de estabilización monetaria y cambiaria con las utilidades del período, de acuerdo con las previsiones de pérdidas que para los siguientes dos ejercicios muestren los presupuestos del Banco. El remanente de las utilidades, una vez descontada la reserva para atender la inversión neta en bienes para la actividad cultural, y apropiadas las reservas estatutarias⁶⁴, será de la nación. Las pérdidas del ejercicio serán cubiertas por el presupuesto general de la nación (PGN), siempre y cuando no alcancen a ser enjugadas con la reserva de estabilización monetaria y cambiaria⁶⁵.

Asimismo, los estatutos señalan que la utilidad generada por el efecto de la variación entre el dólar y las demás monedas de reserva sobre los activos y pasivos denominados en moneda extranjera (diferencial cambiario), siempre que se haya producido utilidad durante el ejercicio, hace parte de la reserva para fluctuación de monedas. Si el resultado por diferencial cambiario es negativo, este se podrá cancelar contra dicha reserva⁶⁶. Por otra parte, el efecto de las variaciones del peso frente al dólar sobre el saldo de las reservas internacionales se registra directa-

El resultado operacional en la vigencia de 2014 fue negativo en COP 1.166,2 mm. Las pérdidas atribuidas al diferencial cambiario (COP 1.055,1 mm) se cubrieron con la reserva para fluctuación de monedas; el remanente, una vez descontada la reserva para inversión neta en actividad cultural (COP 12,7 mm), fue cubierto por el GNC (COP 123,9 mm).

64 Reservas estatutarias: i) de estabilización monetaria y cambiaria; ii) para fluctuación de monedas; iii) para protección de activos, y iv) de resultados cambiarios (Decreto 2520 de 1993, artículos 60 y 61).

65 Decreto 2520 de 1993, artículos 34, 60, 62 y 63.

66 Decreto 2520 de 1993, artículo 61, numeral 4.

mente en el patrimonio (en la cuenta de ajuste de cambio) y, por tanto, no afecta el estado de resultados⁶⁷.

El resultado operacional en la vigencia de 2014 fue negativo en COP 1.166,2 mm. Las pérdidas atribuidas al diferencial cambiario (COP 1.055,1 mm) se cubrieron con la reserva para fluctuación de monedas; el remanente, una vez descontada la reserva para inversión neta en actividad cultural por COP 12,7 mm, fue cubierto por el gobierno nacional (COP 123,9 mm) (Cuadro 9).

Cuadro 9
Constitución de reservas y distribución de utilidades
(miles de millones de pesos)

	2013	2014
A. Resultado del ejercicio (pérdida)	(1.708,3)	(1.166,2)
B. Más utilización de reservas	516,6	1.055,1
Reserva para fluctuación de monedas	516,6	1.055,1
Reserva de estabilización monetaria y cambiaria	0,0	0,0
Reserva resultados cambiarios	0,0	0,0
Reserva para protección de activos	0,0	0,0
C. Menos constitución de reservas	6,1	12,7
Reserva para fluctuación de monedas	0,0	0,0
Reserva de resultados cambiarios	0,0	0,0
Reserva para protección de activos	0,0	0,0
Reserva de estabilización monetaria y cambiaria	0,0	0,0
Inversión neta en bienes para la actividad cultural	6,1	12,7
Resultado neto a favor (+) o cargo del Gobierno nacional (-): A + B - C	(1.197,8)	(123,9)

Fuente: Banco de la República.

C. BALANCE DEL BANCO DE LA REPÚBLICA SEGÚN CRITERIO ECONÓMICO

A continuación se explican las variaciones de los principales conceptos del activo, pasivo y patrimonio del Banco de la República a 31 de diciembre de 2014, frente a los saldos registrados el 31 de diciembre del año anterior (Cuadro 10).

67 Decreto 2520 de 1993, artículo 62, numeral 4.

Cuadro 10
Balance del Banco de la República clasificado por criterio económico:
resultados a diciembre 2013 y a diciembre de 2014
(miles de millones de pesos)

Cuentas	Diciembre 2013		Diciembre, 2014		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	94.738	100,0	127.195	100,0	32.456	34,3
Reservas internacionales brutas	84.086	88,8	113.230	89,0	29.145	34,7
Aportes en organismos internacionales	2.607	2,8	2.997	2,4	390	15,0
Inversiones	130	0,1	3	0,0	(127)	(97,9)
Sector público regulación monetaria	130	0,1	3	0,0	(127)	(97,9)
Cartera de créditos	0	0,0	0	0,0	(0)	(100,0)
Otros créditos	1	0,0	1	0,0	(0)	(30,7)
Provisión	(1)	(0,0)	(1)	(0,0)	0	(20,3)
Pactos de reventa y apoyos transitorios de liquidez	4.086	4,3	6.885	5,4	2.799	68,5
Cuentas por cobrar	55	0,1	42	0,0	-13	(23,2)
Otros activos netos	3.776	4,0	4.038	3,2	262	6,9
Pasivo y patrimonio	94.738	100,0	127.195	100,0	32.456	34,3
Pasivo	84.262	88,9	95.264	74,9	11.002	13,1
Pasivos en M/E que afectan res. intern.	13	0,0	12	0,0	(1)	(5,9)
Base monetaria	65.093	68,7	69.671	54,8	4.578	7,0
Efectivo	39.556	41,8	45.194	35,5	5.638	14,3
Reserva	25.537	27,0	24.477	19,2	(1.060)	(4,2)
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	186	0,2	71	0,1	(115)	(61,9)
Depósitos por endeudamiento externo e inversión de portafolio de capital del exterior	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Otros depósitos	197	0,2	75	0,1	(121)	(61,7)
Gobierno nacional: Dirección del Tesoro Nacional M/N	4.382	4,6	7.606	6,0	3.224	73,6
Gobierno nacional: Dirección del Tesoro Nacional M/E	140	0,1	150	0,1	10	7,1
Depósitos remunerados de control monetario	9.984	10,5	13.093	10,3	3.108	31,1
Obligaciones con organismos internacionales	3.708	3,9	4.225	3,3	517	13,9
Otros	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Cuentas por pagar	179	0,2	216	0,2	37	20,5
Otros pasivos	380	0,4	146	0,1	(234)	(61,7)
Patrimonio total	10.476	11,1	31.930	25,1	21.455	204,8
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Reservas por fluctuación de monedas	2.276	2,4	1.760	1,4	(517)	(22,7)
Superávit	9.895	10,4	31.324	24,6	21.429	216,6
Liquidación CEC	453	0,5	453	0,4	0	0,0
Ajuste de cambio	7.928	8,4	29.223	23,0	21.295	268,6
Superávits	318	0,3	325	0,3	7	2,3
Valorizaciones	1.196	1,3	1.323	1,0	126	10,6
Resultados	(1.708)	(1,8)	(1.166)	(0,9)	542	(31,7)
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	(1.708)	(1,8)	(1.166)	(0,9)	542	(31,7)

Fuente: Banco de la República.

1. Activo

Los activos del Banco de la República registraron un saldo de COP 127.195⁶⁸ mm al cierre de diciembre de 2014. Esta cifra es superior en COP 32.456 mm (34,3%) al saldo observado en diciembre de 2013, cuando los activos ascendieron a COP 94.738 mm. Las principales variaciones de las cuentas del activo se explican por:

- *Reservas internacionales:* al cierre de diciembre de 2014 las reservas internacionales brutas, valoradas a precios de mercado, fueron COP 113.230⁶⁹ mm (USD 47.328 m), superiores en COP 29.145 mm (34,7%) con respecto al dato observado el 31 de diciembre de 2013. 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 21.295 mm; ii) las compras de divisas realizadas por el Banco de la República (USD 4.058 m), que aumentaron el saldo de las reservas internacionales en COP 7.914 mm y iii) el rendimiento por intereses causado durante el año 2014 por COP 818 mm. Lo anterior se compensó parcialmente con: i) la valoración a precios de mercado y el diferencial cambiario, que produjeron una disminución en el saldo de las reservas por COP 1.378 mm⁷⁰, entre otros.
- *Portafolio de inversiones en moneda nacional:* su saldo valorado a precios de mercado fue de COP 3 mm en diciembre de 2014, inferior en COP 127 mm con respecto al cierre del año 2013. Lo anterior fue el resultado del traslado de TES por parte del Gobierno al Banco de la República por COP 1.200 mm para cubrir las pérdidas del Banco registradas en 2013 y de la valoración a precios de mercado de su portafolio por COP 42 mm. Esto se compensó con ventas y vencimientos del portafolio de TES por COP 1.236 mm y COP 133 mm, respectivamente. Así, el resultado final fue una reducción en el saldo de estos títulos en poder del Banco de la República.
- *Operaciones repo utilizadas para otorgar liquidez transitoria:* presentaron un saldo de COP 6.885 mm al finalizar diciembre de 2014, lo que significó un incremento de COP 2.799 mm con respecto al cierre de 2013.

Los activos del Banco de la República registraron un saldo de COP 127.195 mm al cierre de diciembre de 2014, cifra superior en COP 32.456 mm (34,3%) al saldo observado en diciembre de 2013, cuando los activos ascendieron a COP 94.738 mm.

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

69 Ibid.

70 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.

A 31 de diciembre de 2014 el saldo de los pasivos fue de COP 95.264 mm, monto superior en COP 11.002 mm (13,1%) al registrado al finalizar el año 2013.

2. Pasivo

A 31 de diciembre de 2014 el saldo de los pasivos fue de COP 95.264 mm, superior en COP 11.002 mm (13,1%) al registrado al finalizar el año 2013. A continuación se presentan las principales fuentes de variación:

- *Base monetaria:* el 31 de diciembre de 2014 el saldo de la base monetaria ascendió a COP 69.671 mm, superior en COP 4.578 mm (7,0%) al registrado al cierre de 2013.
- *Los depósitos remunerados de control monetario,* constituidos desde el año 2012, alcanzaron un saldo de COP 13.093 mm al cierre de diciembre de 2014, superior en COP 3.108 mm (31,1%) a los registrados al cierre del año anterior. Este incremento se explica, principalmente, por colocaciones de TES de control monetario por COP 10.000 mm entre julio y noviembre de 2014, lo cual se compensó con vencimientos por COP 7.302 mm.
- *Los depósitos en pesos del gobierno nacional,* constituidos mediante la DGCPTN en el Banco de la República, tuvieron un saldo de COP 7.606 mm al cierre de diciembre de 2014. Este monto es superior en COP 3.224 mm (73,6%) al registrado en diciembre de 2013.

3. Patrimonio

El patrimonio ascendió a COP 31.930 mm en diciembre de 2014, presentando un incremento de COP 21.455 mm (204,8%) con respecto a la cifra observada en diciembre de 2013. Esto se explica principalmente por: i) la variación de la cuenta de ajuste de cambio, la cual aumentó en COP 21.295 mm (269%) como resultado de la depreciación del peso con respecto al dólar y ii) la pérdida del ejercicio por COP 1.166 mm, inferior en COP 542 mm a la registrada en 2013; esta última se compensó parcialmente con la reserva estatutaria para fluctuación de monedas por COP 517 mm, para cubrir las pérdidas que se generaron por diferencial cambiario en 2013 (Cuadro 9).

D. PRESUPUESTO DE INGRESOS Y GASTOS PARA EL AÑO 2015

El presupuesto del estado de resultados para 2015 aprobado por la JDBR, previo concepto favorable del Consejo Superior de Política Fiscal (Confis), se elaboró bajo la aplicación de las políticas contables adoptadas por el Banco de la República según las NIIF, que modifica la presentación tradicional de sus estados financieros (véase Recuadro 3, pp. 115-117). Las comparaciones se realizaron frente al presupuesto de 2014, aprobado por la JDBR y ajustado a las NIIF de acuerdo con las prácticas internacionales.

El presupuesto del Banco de la República tiene dos componentes principales, el monetario y el corporativo. El primero comprende los resultados de las

El presupuesto del Banco de la República tiene dos componentes principales, los monetarios y los corporativos. Los primeros comprenden los resultados de sus funciones propias como banco central. Los corporativos incluyen los resultados de la gestión administrativa del Banco, tales como ingresos por comisiones, gastos de personal, gastos de funcionamiento y gastos netos de pensionados.

Los resultados monetarios dependen de variables que no están bajo el control del Banco, como son las tasas de interés externas, las fluctuaciones de los precios de mercado (por ejemplo, títulos del portafolio de reservas, TES y oro) y el comportamiento de las monedas de reserva.

funciones como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, administrador de las reservas internacionales, banquero y prestamista de última instancia de los establecimientos de crédito y banco de emisión. Los resultados monetarios dependen de variables que no están bajo el control del Banco, como son las tasas de interés externas, las fluctuaciones de los precios de mercado (por ejemplo, títulos del portafolio de reservas, TES y oro) y el comportamiento de las monedas de reserva. Los corporativos incluyen los resultados de la gestión administrativa del Banco, tales como ingresos por comisiones, gastos de personal, gastos de funcionamiento y gastos netos de pensionados.

Para 2015 se presupuesta un resultado operacional negativo de COP 531,3 mm, producto de ingresos por COP 1.342,0 mm y de egresos por COP 1.873,3 mm (Cuadro 11).

El presupuesto para el año 2015 contempla un incremento anual de los ingresos de 59,6% frente a los presupuestados en 2014. Los principales rubros son los siguientes:

- El rendimiento neto de las reservas internacionales se presupuesta en COP 581,3 mm frente a COP 388,8 mm presupuestados en 2014. Se estima que la rentabilidad promedio de las reservas internacionales para 2015 sea de 0,59%. El presupuesto no supuso variación de las tasas de cambio del dólar frente a las monedas en las que se invierten las reservas (diferencial cambiario) ni modificaciones del precio internacional del oro. Al mes de febrero el resultado del diferencial cambiario registró una pérdida de COP 668,6 mm debido a la depreciación del dólar canadiense (7,2%), de la corona sueca (6,1%), del dólar australiano (4,4%), del dólar neozelandés (3,2%) y de la libra esterlina (0,9%) frente al dólar estadounidense, al tiempo que el oro se apreció en 0,5%, lo que significó una valorización de COP 5,1 mm. El retorno del portafolio de reservas, en lo que resta del año, dependerá del comportamiento de estas variables.
- Se estima que la puesta en circulación de moneda metálica generará ingresos por COP 267,9 mm⁷¹, con un incremento anual de 74,6% frente al presupuesto de 2014, resultado de la mayor demanda y puesta en circulación de moneda metálica.
- El ingreso estimado por las operaciones de liquidez mediante repos (operaciones activas de regulación monetaria) se proyecta en COP 127,2 mm frente a COP 12,4 mm incluidos en el presupuesto en 2014⁷²; esta variación

El presupuesto para el año 2015 contempla ingresos por COP 1.342,0 mm, con un incremento anual de 59,6% frente a los presupuestados en 2014.

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

72 El presupuesto de 2015 supone un crecimiento nominal anual de la base monetaria de 9,8%, igual al del PIB nominal incrementado en 2,3 pp. Los volúmenes promedio diarios de repos de expansión proyectados para 2015 son de COP 2.888,5 mm y la tasa de interés promedio de remuneración considera la actual tasa de interés de referencia (4,5% e. a.). En 2014 se presupuestaron operaciones repo promedio diarias por COP 386,3 mm y una tasa de interés promedio de 3,25% e. a.

Cuadro 11
Presupuesto para 2015 del Banco de la República
bajo las normas internacionales de información financiera (NIIF)
(miles de millones de pesos)

	Presupuesto aprobado + NIIF 2014 ^{a/} (A)	Presupuesto aprobado 2015 (B)	Variaciones relativas (B)/(A)
I. Total ingresos (A + B + C)	840,8	1.342,0	59,6
A. Ingresos monetarios	490,8	910,7	85,6
1. Intereses y rendimientos	403,3	708,6	75,7
Reservas internacionales	388,8	581,3	49,5
Rendimientos	388,8	581,3	49,5
Diferencial cambiario	0,0	0,0	-
Portafolio de inversiones de regulación monetaria	2,0	0,1	(92,7)
Operaciones activas de regulación monetaria (repos)	12,4	127,2	-
Otras operaciones	0,0	0,0	-
2. Diferencias en cambio	84,8	200,2	-
3. Otros ingresos monetarios	2,7	2,0	(27,6)
B. Moneda metálica emitida	153,5	267,9	74,6
C. Ingresos corporativos	196,6	163,3	(16,9)
1. Comisiones	129,9	139,9	7,7
Servicios bancarios	59,8	63,3	5,8
Negocios fiduciarios	70,1	76,6	9,3
2. Otros ingresos corporativos	66,7	23,4	(64,8)
II. Total gastos (A + B + C + D)	1.589,2	1.873,3	17,9
A. Gastos monetarios	864,3	1.087,7	25,8
1. Intereses y rendimientos	721,2	946,3	31,2
Depósitos remunerados (DGCPTN)	349,9	377,5	7,9
Depósitos remunerados de control monetario (DRCM)	301,4	519,1	72,2
Depósitos operaciones pasivas de regulación monetaria	69,9	49,6	(29,0)
2. Gastos administrativos y manejo de fondos en el exterior	31,3	33,6	7,3
3. Comisión de compromiso del crédito flexible con el FMI	26,8	26,7	(0,6)
4. Diferencias en cambio	84,8	81,0	(4,5)
5. Otros gastos monetarios	0,2	0,2	4,6
B. Costos de emisión y distribución de billetes y monedas	200,9	250,8	24,8
C. Gastos corporativos	457,0	479,6	4,9
1. Gastos de personal	290,5	314,3	8,2
2. Gastos generales	79,5	83,8	5,3
3. Otros corporativos	86,9	81,5	(6,2)
D. Gasto neto de pensionados	67,0	55,3	(17,6)
III. Resultado del ejercicio (I - II)	(748,4)	(531,3)	(29,0)

a/ Presupuesto aprobado por la Junta Directiva del Banco de la República, ajustado con metodología NIIF.
Fuente: Banco de la República.

se explica por los mayores volúmenes promedio de estas operaciones y por el incremento de la tasa de interés de intervención.

- El ingreso neto estimado por el ajuste en cambio (COP 119,2 mm) es el resultado del ingreso por COP 200,2 mm y egresos por COP 81,0 mm, producto de la variación del dólar frente al peso sobre los activos y pasivos en moneda extranjera diferente a las reservas internacionales⁷³.
- Las comisiones recibidas por el Banco por servicios bancarios y negocios fiduciarios se estiman en COP 139,9 mm, superiores en 7,7% frente a las presupuestadas un año atrás, principalmente por el mayor ingreso estimado por la administración de los TES del gobierno nacional y por servicios bancarios.
- Otros ingresos corporativos se estiman en COP 23,4 mm, con una variación de -64,8%, resultado de la venta de la totalidad de las existencias de platino previstas en 2014.

En cuanto a los egresos, para 2015 se presupuestan en COP 1.873,3 mm, con un incremento anual de 17,9% frente al presupuesto de 2014, principalmente por los mayores egresos monetarios, así:

- Se proyecta 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 519,1 mm, lo que corresponde a un incremento frente al presupuesto para la vigencia de 2014. El aumento se explica por la mayor tasa de interés y los mayores depósitos que se realizaron para esterilizar las compras de reservas internacionales ejecutadas en 2014⁷⁴.
- Se estima que la remuneración a los depósitos de la DGCPTN en el Banco ascenderán a COP 377,5 mm, con un crecimiento de 7,9% frente a los estimados en el presupuesto de 2014, especialmente por el incremento en la tasa de intervención del Banco⁷⁵.

73 Al cierre de febrero de 2015 el resultado neto de las diferencias en cambio es de COP 67,8 mm.

74 El presupuesto de 2014 no consideró la compra de reservas internacionales. Sin embargo, a lo largo del año se adquirieron USD 4.058 m que fueron esterilizados parcialmente con depósitos de control monetario. En efecto, el saldo promedio diario de estos depósitos se presupuestó para 2014 en COP 6.536,7 mm y el promedio observado fue de COP 9.389,2 mm. Para 2015 el saldo promedio diario de estos depósitos se presupuestó en COP 10.139,7 mm.

75 Los volúmenes promedio diarios de depósitos de la DGCPTN estimados para el presupuesto de 2014 fueron de COP 10.924,4 mm y los observados fueron de COP 11.122,7 mm, en tanto que el presupuesto de 2015 contempló volúmenes promedio diarios de COP 8.600,0 mm. La tasa proyectada en el presupuesto de 2014 fue 3,25% e. a. y en el presupuesto de 2015, de 4,5% e. a.

En cuanto a los egresos, para 2015 se presupuestan en COP 1.873,3 mm, con un incremento anual de 17,9% frente al presupuesto de 2014, principalmente por los mayores egresos monetarios.

- Los costos de emisión y distribución de especies monetarias se calculan en COP 250,8 mm, superiores en 24,8% frente a los estimados un año atrás, resultado de la mayor demanda y emisión de billetes y monedas. Este rubro incluye recursos para la campaña de divulgación del proyecto de Ley del Nuevo Peso, en el evento en que sea aprobado por el Congreso de la República.
- Los egresos corporativos se proyectan en COP 479,6 mm, con una variación de 4,9% anual (1,9% real), frente al presupuesto de 2014, de los cuales COP 314,3 mm corresponden a gastos de personal y COP 83,8 mm a gastos generales.
- Los gastos de personal se estiman con un crecimiento anual de 8,2% (5,0% real), debido a los incrementos salariales pactados en la convención colectiva vigente (5,0%), y al aumento de la planta para el fortalecimiento de procesos y para el desarrollo de proyectos informáticos, estos últimos de carácter temporal⁷⁶.
- En cuanto a los gastos generales, se estiman con un crecimiento de 5,3% (2,2% real), los cuales contemplan, entre otros, los gastos por servicios públicos, vigilancia, aseo, mantenimiento de equipos de infraestructura eléctrica, sistemas de aire acondicionado, de tecnología y del área de Tesorería, proyectados en su mayoría con el incremento del salario mínimo⁷⁷.
- Otros gastos corporativos, tales como impuestos, seguros, depreciaciones, deterioro (provisiones) y amortizaciones, IVA descontable, contribuciones y afiliaciones, gastos culturales y becas a personas diferentes a empleados, se estiman en COP 81,5 mm, con una reducción de 6,2% anual (-9,0% real).
- Por último, se estima que los gastos netos de pensionados ascenderán a COP 55,3 mm, con una reducción de 17,6% con respecto al presupuesto del año anterior.

Finalmente, se debe mencionar que la diferencia entre las pérdidas observadas en 2014 (COP 1.166,2 mm) y las presupuestadas para 2015 (COP 531,3 mm) se explica por: i) un diferencial cambiario negativo en 2014 generado por la devaluación de las monedas frente al dólar de COP 1.055,1 mm, mientras que en el presupuesto de 2015 se supone que no hay egresos ni ingresos por este concepto; ii) un componente monetario presupuestado para 2015 con egresos netos de COP 159,8 mm, superiores en COP 348,0 mm al resultado de 2014, principalmente por meno-

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

77 Contratos que involucran mano de obra, tales como vigilancia, aseo, cafetería, los *outsourcing* de servicios generales, servicios informáticos, fotocopiado, microfilmación, atención de depósitos y mesones en la Biblioteca Luis Ángel Arango, entre otros.

res ingresos netos por diferencias en cambio (COP 303,9 mm)⁷⁸ y mayores egresos netos de esterilización (COP 119,4 mm)⁷⁹, y iii) el resultado neto del agregado corporativo genera gastos superiores en COP 72,1 mm frente al registrado en 2014 (Cuadro 12).

Cuadro 12

Estado de resultados del Banco de la República por principales componentes, ejecución 2014 y presupuesto 2015
(miles de millones de pesos)

	Ejecución 2014 ^{a/} (A)	Presupuesto aprobado 2015 (B)	Diferencias absolutas (B) - (A)
Resultado del ejercicio (ingresos - egresos)	(1.166,2)	(531,3)	634,9
Diferencial cambiario^{b/}	(1.055,1)	0,0	1.055,1
Resto (I + II)	(111,1)	(531,3)	(420,2)
 I. Componente monetario (neto)	 188,3	 (159,8)	 (348,1)
 A. Ingresos	 1.069,3	 786,4	 (282,8)
Operaciones activas de regulación monetaria (Repos)	137,0	127,2	(9,9)
Portafolio de inversiones de regulación monetaria (TES)	44,3	0,1	(44,2)
Ingresos netos por diferencias en cambio	423,0	119,2	(303,9)
Otros netos ^{d/}	464,9	540,0	75,1
 B. Egresos	 881,0	 946,3	 65,3
Depósitos remunerados de control monetario (DRCM)	443,4	519,1	75,6
Depósitos de operaciones pasivas de regulación monetaria	13,8	49,6	35,9
Depósitos remunerados (DGCPTN)	423,7	377,5	(46,2)
 II. Componente corporativo (neto)	 (299,4)	 (371,5)	 (72,1)
 A. Ingresos	 181,4	 163,3	 (18,1)
B. Egresos^{d/}	480,8	534,8	54,0

a/ Bajo los principios contables generalmente aceptados (PCGA).

b/ En 2014 se incluye el diferencial cambiario generado por las reservas internacionales (-\$1.045,9 mm) y el diferencial cambiario originado en otras cuentas que no hacen parte de las reservas internacionales (-\$9,2 mm).

c/ Incluye los ingresos por rendimiento de las reservas internacionales, por la moneda metálica emitida y otros monetarios menos los costos de emisión y distribución de especies monetarias, los gastos de administración de las reservas internacionales, la comisión de compromiso flexible con el FMI y otros gastos monetarios.

d/ Incluye gasto neto de pensionados.

Fuente: Banco de la República.

78 Las diferencias en cambio incluyen el efecto cambiario sobre los activos y pasivos en moneda extranjera del Banco diferentes a reservas internacionales, tales como aportes y obligaciones con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF), Corporación Andina de Fomento (CAF) y Banco de Pagos Internacionales (BIS). Los ingresos registrados en 2014 se explican por la devaluación de 24,2% observada en dicho año.

79 Incluye las variaciones de: egresos del componente monetario (COP65,3 mm) por depósitos remunerados de control monetario, depósitos por operaciones de regulación monetaria y depósitos remunerados al gobierno nacional; ingresos por valorización de TES de propiedad del Banco de la República (-COP44,2 mm), e ingresos de repos (-COP9,9 mm).

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 sus siglas en inglés). De acuerdo con la autorización conferida, el Banco suscribió 3.000 acciones del BIS por un valor de 65.712.000 derechos especiales de giro (DEG), equivalentes a USD 100.978.710, las cuales se mantienen registradas a su costo de adquisición en DEG en el rubro “aportes en organismos y entidades internacionales”. El 3 de julio de 2014 el Banco recibió USD 998.700,91 por concepto de dividendos, correspondientes al ejercicio contable del BIS 2013-2014 (abril de 2013 a marzo de 2014), lo cual equivale a una rentabilidad anual del 1,0%¹.

Como miembro del BIS, el Banco participa en reuniones periódicas en las cuales 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 la comunidad de bancos centrales, lo que contribuye a entender mejor los desafíos que enfrentan 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, y es presidido por el gerente general del Banco de la República, José Darío Uribe, desde enero de 2014. Asimismo, el Banco y la Superintendencia Financiera de Colombia son miembros del Consejo de Estabilidad Financiera para las Américas, ente consultivo regional adscrito al BIS y que coordina el desarrollo de políticas para mejorar la estabilidad financiera.

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 el desarrollo de un modelo que incorpora consideraciones de estabilidad financiera, con el fin de complementar los modelos de política monetaria de los bancos centrales. 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 215 DEG por acción. La rentabilidad corresponde a la razón entre el dividendo recibido y el precio de suscripción por acción (21.904 DEG).

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

Recuadro 3

NUEVO MARCO CONTABLE DEL EMISOR BASADO EN LAS NIIF

Las normas internacionales de información financiera (NIIF) son emitidas por un organismo privado e independiente, basadas en principios que conforman el marco contable internacional que se consolida como el estándar mundial para la producción de información financiera homogénea, comparable y transparente.

En este sentido, las necesidades de modernización del marco contable del Banco de la República en el contexto internacional de los bancos centrales, y el proceso de convergencia hacia normas internacionales de contabilidad en Colombia, derivado de la expedición de la Ley 1314 de 2009, condujeron a la conclusión, luego de un estudio conjunto entre la Contaduría General de la Nación (CGN), la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) y el Banco de la República, que el modelo contable base o referente aplicable al banco central colombiano son las NIIF en aquellos aspectos que no resulten contrarios a su régimen especial, contenido en la Ley 31 de 1992 y en sus Estatutos.

En consecuencia, de acuerdo con la Resolución 743 de 2013¹ de la CGN, el banco central debe aplicar el marco técnico normativo dispuesto en el anexo del Decreto Nacional 2784 de 2012² y sus modificaciones, salvo en los siguientes aspectos:

- Que resulten contrarios a su régimen especial contenido en la Ley 31 de 1992 y en sus Estatutos (expedidos mediante el Decreto 2520 de 1993), en particular, los siguientes: i) el tratamiento contable del ajuste de cambio de las reservas internacionales ocasionado por la devaluación o revaluación de la tasa de cambio del peso con respecto al dólar de los Estados Unidos de América (numeral 4, artículo 62 de los Estatutos), y ii) el tratamiento contable de la moneda metálica emitida (literal b, numeral I, artículo 62 de los Estatutos).
- En relación con las normas sobre instrumentos financieros —la norma internacional de contabilidad (NIC) 39 y la NIIF 9—, únicamente con respecto del tratamiento de la cartera de crédito y su deterioro, para lo cual utilizará las normas técnicas especiales que sobre la materia expida la SFC.

Según el cronograma de aplicación, en 2014 se emprendió el período de transición, el cual requirió la obligación de preparar un estado de la situación financiera de apertura al 1.º de enero de 2014 bajo la nueva normatividad, de modo que durante el año se aplicó de manera simultánea la anterior (PCGA) y la nueva normatividad contable (NIIF).

Así, los últimos estados financieros oficiales, conforme a las políticas y prácticas contables anteriores, fueron los de 2014 y los primeros estados financieros bajo la nueva normatividad serán los de 2015, y requieren ser comparados con la información de transición de 2014, bajo el marco técnico normativo basado en las NIIF.

Los principales cambios que se observarán a partir de 2015 en la información financiera del Emisor, adicionales a la presentación de los estados financieros con las dos metodologías para una mejor comprensión por parte de los distintos grupos de interés, se derivan de la aplicación de las nuevas políticas contables para el reconocimiento, medición y presentación en los estados financieros de: i) la propiedad, planta y equipo; ii) los activos intangibles conformados por licencias y aplicativos informáticos, y iii) las obligaciones por beneficios a empleados por concepto de pensiones de jubilación y otras prestaciones laborales. A continuación se describe cada uno de estos cambios:

Propiedad, planta y equipo (PP&E)

La PP&E es uno de los componentes de los estados financieros del banco central que mayor importancia cobra con la aplicación de la nueva normatividad contable basada en las NIIF. En primer lugar, para cada clase de activo fue necesario revisar el costo de adquisición, modificándolo, para el caso de los inmuebles, con el resultado de avalúos técnicos practicados por especialistas. Por otra parte, la vida útil de la PP&E y los métodos de depreciación se ajustaron para reflejar de manera más apropiada el uso de estos activos. Así, por ejemplo, los inmuebles que se depreciaban en un período de veinte años se ajustaron acorde con su expectativa de uso, fijando para la mayoría una vida útil de cien años. Estos dos cambios en las políticas contables inicialmente generaron un crecimiento en el valor de estos activos y a partir de 2015 reflejaron un mayor gasto por depreciación, que se compensa, en parte, por la ampliación de la vida útil de esta clase de activos.

Adicionalmente, con las NIIF no todos los desembolsos iniciales requeridos para la construcción de un inmueble, o para el montaje y ubicación de una máquina, así como los

1 Modificada por la Resolución 598 de 2014.

2 Mediante el cual se reglamentó la Ley 1314 de 2009 sobre el marco contable técnico para los preparadores de información financiera pertenecientes al Grupo 1.

realizados con posterioridad para mejoras de los activos, son susceptibles de ser capitalizados, como ocurría con la normatividad contable anterior. Tal es el caso de los mantenimientos, las capacitaciones y el entrenamiento al personal para el manejo del activo que se adquiere, además de los costos de transporte, nómina de temporales y viáticos del personal cuya dedicación no está directa ni exclusivamente relacionada con la construcción o ubicación del activo. Aunque estos desembolsos seguirán ejecutándose por ser necesarios para el manejo eficiente de los elementos de la PP&E, bajo las NIIF se reflejarán en el P&G, lo que reflejaría un mayor gasto. Si se compara con la metodología contable utilizada hasta 2014, tales conceptos formaban un mayor valor del activo en la PP&E.

Activos intangibles

Para el Banco de la República, de acuerdo con las NIIF, los activos intangibles se circunscriben al *software* corporativo y a los proyectos informáticos en fase de desarrollo. Hasta 2014 estos activos se presentaban en el balance bajo el rubro “cargos diferidos”, el cual no se contempla en las NIIF. Estos activos incorporan ajustes derivados de la revisión de su vida útil. En general, el *software* corporativo ahora tiene definida una vida útil promedio de diez años, acorde con la realidad económica, frente a la establecida en las políticas contables anteriores, que era de tres años. Este procedimiento implicó valorizar, e incorporar en libros, los aplicativos informáticos que se encontraban en uso, pero que antes carecían de valor contable. En consecuencia, la amortización de estos activos se reflejará en el P&G como un menor valor con respecto a la anterior metodología.

Los aplicativos informáticos desarrollados internamente, o mediante terceros, incluyen generalmente dos fases: i) la de investigación, que comprende los estudios y proyectos desde el momento en que se origina la necesidad de creación o mejora, los análisis y estudios de alternativas, su formulación y diseño, hasta la obtención de la solución por desarrollar, y ii) a partir de la aprobación de la alternativa seleccionada, la fase de desarrollo, donde se construye el activo intangible. Los desembolsos requeridos para adelantar la fase de investigación, por no tener la certeza de que se convertirán en un activo intangible, no se capitalizan bajo las NIIF y, en consecuencia, deben registrarse como gastos del período en que se incurren, política contable que producirá un incremento en los gastos relacionados por concepto de honorarios, transporte, viáticos y temporales, entre otros.

Además, al igual que la PP&E, en la fase de desarrollo de los activos intangibles no todos los desembolsos se capitalizan, sino que deben contabilizarse en el gasto, como es el caso de la capacitación, entrenamiento, nómina de temporales y viáticos del personal cuya dedicación no está

directa ni exclusivamente relacionada con el desarrollo del activo intangible.

Plan de beneficios a empleados y pensionados

Con la aplicación de las NIIF las obligaciones del Banco de la República por beneficios a empleados y pensionados tienen impacto tanto en la determinación de su medición (monto) como en el reconocimiento en los estados financieros, lo que permite reflejar de manera más apropiada la realidad económica y facilitar su gestión, según se describe a continuación:

Para determinar el valor presente de las obligaciones se utilizan técnicas actuariales basadas en el método de la unidad de crédito proyectada, que permite hacer una estimación fiable del costo final para la entidad del beneficio que los empleados y pensionados tienen acumulado (devengado). Esto requiere realizar estimaciones utilizando supuestos actuariales con respecto a sus variables demográficas (rotación de los empleados y mortalidad, principalmente) y financieras, tales como incrementos futuros en los salarios, otros beneficios y tasas de descuento.

Si bien esta metodología es similar a la utilizada hasta 2014, bajo las NIIF estas obligaciones incluyen, además del valor presente de los pagos futuros por pensiones de jubilación, lo correspondiente a otros conceptos (auxilios médicos y educativos), que forman parte del plan de beneficios, con lo cual la obligación muestra un incremento.

El descuento de los pagos futuros por los distintos beneficios para determinar el valor presente de la obligación y el costo financiero de los servicios del plan se realiza utilizando tasas de mercado. A partir de 2015 como referencia se emplean las tasas de los títulos TES emitidos por el gobierno nacional, que hasta 2014 eran inferiores a la tasa fija y regulada mediante decreto, lo cual hizo que la obligación también exhibiera aumentos por esta razón.

El valor razonable (de mercado) de los activos del plan, representado en el portafolio de inversiones administrado por sociedades fiduciarias, que se venía registrando como un activo en el balance, se refleja a partir de 2015 como un menor valor de la obligación por beneficios definidos, para determinar así el déficit (obligación neta) o superávit (activo neto) correspondiente. Asimismo, en el estado de resultados se debe reconocer un interés neto, que equivale a la diferencia entre el rendimiento del activo y el costo financiero del pasivo.

Las NIIF no obligan a que los pasivos de la entidad se encuentren total o parcialmente cubiertos con los activos destinados al plan; esa mayor o menor cobertura se verá reflejada en el déficit o superávit del plan de beneficios que deberá ser registrado a partir de 2015 como un activo o pasivo neto por beneficios definidos.

Las NIIF permiten que tanto las diferencias por la volatilidad del mercado en la valoración de los activos del plan, como las variaciones en los supuestos de los cálculos actuariales por cambios en las variables demográficas y financieras (variables exógenas al Banco) se registren en “otros resultados integrales” (patrimonio).

Para los beneficios a largo plazo (quinquenio y bonificación por retiro) se reconoce la obligación de manera gradual desde el ingreso del empleado mediante un cálculo actuarial

simplificado. Anteriormente solo se contabilizaba hasta el momento en que se cumplían los requisitos para acceder a estos beneficios.

Finalmente, conviene precisar que los ajustes derivados de la aplicación por primera vez del nuevo marco contable basado en las NIIF, cuyos principales resultados ya se explicaron, se mostraron en los estados financieros del año de transición (2014), para permitir oficialmente el inicio de la contabilidad a partir de 2015 bajo la nueva normativa.

ANEXO

POLÍTICAS DE ADMINISTRACIÓN DEL PORTAFOLIO DE INVERSIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

El Banco de la República administra las reservas internacionales dentro de un marco estricto de control de riesgos, dentro del cual se destacan las medidas encaminadas al manejo del riesgo de mercado, con el fin de que el valor de las inversiones no se vea afectado significativamente por cambios en las tasas de interés internacionales, y al manejo del riesgo crediticio, con el propósito de tener una probabilidad muy baja de enfrentar eventos de incumplimiento de los pagos. 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.

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

1. Políticas de gestión de riesgo

El Banco de la República cuenta con un marco de administración del 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 rápido.

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

Riesgo crediticio: solamente se invierte en activos que cuenten con altas calificaciones crediticias según las principales agencias calificadoras, dado que estas inversiones tienen una baja probabilidad de incumplimiento en sus pagos². Adicionalmente, se limitan las exposi-

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

2 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

ciones 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.

Riesgo de contraparte: para disminuir la exposición que se tiene a las contrapartes, las operaciones se liquidan mediante mecanismos de pago contra entrega. Adicionalmente, se requiere que las contrapartes para la negociación de renta fija sean creadoras de mercado y que las contrapartes para la negociación de divisas cuenten con altas calificaciones crediticias³.

2. Tramos del portafolio de inversión

El portafolio de inversión de las reservas, que al 31 de diciembre de 2014 representaba el 94,9% del total, se divide en dos componentes: el capital de trabajo y el tramo de inversión.

El *capital de trabajo* tiene como propósito cubrir las necesidades de liquidez inmediatas de las reservas. 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 m⁴. A diciembre de 2014 el valor del capital de trabajo era de USD 820,17 m.

El *tramo de inversión* se ejecuta con un plazo y un perfil de rentabilidad esperado superior al del capital de trabajo. En dicho tramo se invierte en un mayor número de instrumentos con vencimientos superiores a aquellos que se encuentran en el capital de trabajo. A diciembre de 2014 el valor del tramo de inversión ascendía a los USD 44.092,87 m⁵. Dentro del tramo de inversión se encuentran los tramos indexado y no indexado. El tramo indexado (USD 30.487,98 m) busca tener una rentabili-

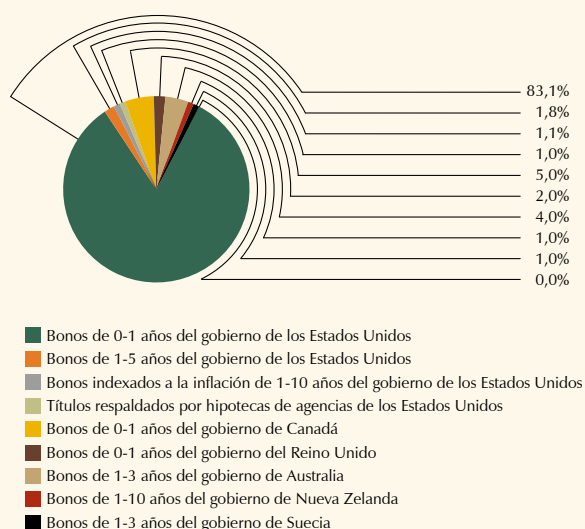
el año siguiente es cercano a 0%. Si la calificación de un emisor en el portafolio disminuye por debajo de la mínima permitida, se liquida la exposición en un plazo corto.

- 3 Los mecanismos de pago contra entrega buscan 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. La International Swaps and Derivatives Association (ISDA) estableció un contrato marco cuyo objetivo es fijar los términos y condiciones que rigen sobre los derivados sobre el mostrador negociados entre entidades. Si las contrapartes de divisas cuentan con un contrato marco ISDA, la calificación crediticia mínima es A-, si no, la calificación mínima es A+.
- 4 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.
- 5 Dentro del tramo de inversión se incluyen las inversiones que realiza el Banco de la República en fondos administrados por el Banco de Pagos Internacionales. Uno de dichos fondos (BISIP China) es clasificado de forma separada al tramo indexado y al tramo no indexado.

dad similar a la del índice de referencia⁶, mientras que el tramo no indexado (USD 13.604,89 m) busca obtener una rentabilidad más alta que la del índice mediante un manejo activo.

Los títulos valores del portafolio de inversión se encuentran depositados en entidades financieras conocidas como custodios⁷. 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.

Gráfico A1.1
Composición del índice de referencia del tramo de inversión (información a diciembre de 2014)



Fuente: Banco de la República.

3. Índice de referencia

Para administrar los tramos indexado y no indexado de las reservas, el Banco de la República define un portafolio teórico o índice de referencia⁸. El primer paso para construirlo es determinar la composición cambiaria. El índice de referencia es el portafolio teórico que cumple con la composición cambiaria objetivo y que maximiza el retorno esperado del tramo de inversión de las reservas. Este índice sirve como marco de referencia para medir la gestión de cada uno de los portafolios. Dentro de la estimación de este portafolio, se incluye la restricción de no tener retornos negativos en un horizonte de doce meses con un 95% de confianza, excluyendo el efecto cambiario⁹. El resultado es un portafolio conservador, el cual se presenta en el Gráfico A1.1¹⁰.

Al 31 de diciembre de 2014 la composición cambiaria objetivo del índice de referencia era 87% dólares de los Estados Unidos, 5% dólares canadienses, 4% dólares australianos, 2% libras, 1% coronas suecas y 1% dólares neozelandeses. En este sentido, la composición cambiaria de las reservas internacionales de Colombia busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país. De esta

manera, las reservas intentan cubrir la volatilidad de los pagos del país en el exterior derivada de los movimientos de las tasas de cambio¹¹. Así, se busca que las monedas diferentes al dólar en las reservas se aprecien en períodos en los que aumenta el valor en dólares de

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

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

8 En los mercados de capitales un índice de referencia es 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).

9 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.

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

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

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 alta participación de los bonos de corto plazo emitidos por el gobierno de los Estados Unidos en el índice de referencia se debe a la importancia del dólar estadounidense en la composición cambiaria de las reservas y porque los títulos de corto plazo son los que tienen menor sensibilidad a aumentos de las tasas de interés. Todos los emisores de los títulos presentados en el Gráfico 44 cuentan con calificación AAA de al menos una de las principales agencias calificadoras.

4. Programa de administración externa

El Banco de la República gestiona directamente el capital de trabajo y la mayor parte del tramo de inversión (USD 33.120,36 m o 73,7% del portafolio de inversión). El resto de los recursos es gestionado por administradores externos de portafolios.

Al finalizar diciembre de 2014 el programa de administración externa ascendía a USD 11.792,68 m (26,3% del portafolio de inversión). El propósito de utilizar administradores externos es generar retornos superiores al índice de referencia y capacitar a los funcionarios del Banco en la gestión de inversiones internacionales. Las firmas escogidas para participar en el programa tienen una alta capacidad de análisis de los mercados financieros y una infraestructura sofisticada que puede ser aprovechada en la definición de estrategias de inversión.

En la actualidad las firmas privadas que participan en el programa de administración externa son Deutsche Bank Asset 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 43). Las firmas privadas que participan en el programa son escogidas mediante procesos competitivos y son evaluadas de manera permanente. Los recursos que manejan estas entidades se encuentran en las cuentas de custodia del Banco de la República y los contratos de los administradores se pueden cancelar cuando se considere necesario. De acuerdo con los resultados obtenidos por cada administrador desde su contratación, se modifica el monto administrado y/o se revisa su continuidad en el programa. Adicionalmente, se invierte una proporción baja en 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 países¹².

12 En la actualidad se invierte en un fondo de títulos indexados a la inflación emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos (USD 107,3 m), el cual se clasifica dentro del tramo no indexado de las reservas, y en un fondo de títulos emitidos por el gobierno de China (USD 50,7 m), clasificado independientemente del tramo indexado y del no indexado.

Este informe 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. La coordinación de su impresión fue realizada por el Departamento de Gestión Documental, Banco de la República.

Impreso por Nomos

Abril de 2015