



INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL
CONGRESO DE LA REPÚBLICA

Julio de 2014

ISSN - 1657 - 799X



INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL
CONGRESO DE LA REPÚBLICA

Julio de 2014

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, 1 de agosto de 2014

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 en lo corrido de 2014. 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 2014.

Con un atento saludo,



José Darío Uribe Escobar

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

Resumen ejecutivo	13
I. Contexto internacional	27
A. Desempeño de las economías desarrolladas en el primer semestre de 2014	29
B. Desempeño de las economías emergentes en el primer semestre de 2014	31
C. Proyecciones para el resto de 2014	32
II. La economía colombiana: resultados en lo corrido de 2014 y perspectivas	34
A. Actividad económica	36
B. Mercado laboral	40
C. Inflación	44
D. Tasas de interés y sector financiero	47
E. Balance externo	61
F. Comportamiento de la economía regional de Colombia en 2013	73
Recuadro 1: El fenómeno de El Niño en Colombia: caracterización y posible impacto	83
Recuadro 2: Análisis del impacto en Colombia de la recomposición de los índices de JP Morgan de deuda local de países emergentes	89
III. Reservas internacionales	92
A. Políticas de administración del portafolio de inversión	93
B. Composición del portafolio de inversión	97
C. Rentabilidad de las reservas	98
D. Estado de las reclamaciones de los eventos crediticios de 2008	99
IV. Situación financiera del Banco de la República	100
A. Evolución del estado de resultados a junio de 2014	100
B. Balance del Banco de la República, según criterio económico	105
C. Proyección de ingresos y gastos para el año 2014	108
Participación del banco de la república en el banco de pagos internacionales	112

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Indicadores de actividad económica global	28
Gráfico 2	Precio internacional del petróleo (Brent)	28
Gráfico 3	Precio internacional del café de Colombia	28
Gráfico 4	PIB real de los Estados Unidos	29
Gráfico 5	PIB real de la zona del euro	30
Gráfico 6	Tasas de interés de los títulos de deuda pública para algunos países europeos	31
Gráfico 7	Crecimiento real anual del PIB para algunos países de América Latina	32
Gráfico 8	Producto interno bruto	36
Gráfico 9	Tasa de desempleo	41
Gráfico 10	Tasa global de participación (TGP) y tasa de ocupación (TO)	41
Gráfico 11	Número de ocupados y variación anual	42
Gráfico 12	Empleo por tipo de ocupación	43
Gráfico 13	Índice de salarios nominales: industria y comercio	43
Gráfico 14	Índice de salarios nominales: construcción pesada y vivienda	43
Gráfico 15	Salarios y remuneraciones nominales en la industria	44
Gráfico 16	Inflación total al consumidor e inflación básica	44
Gráfico 17	Índice de precios al productor por procedencia	46
Gráfico 18	Tasa de interés de intervención del Banco de la República y tasa de interés interbancaria (TIB)	48
Gráfico 19	Tasa de interés de referencia y tasas de captación	48
Gráfico 20	Tasa de interés de referencia y tasas de interés activas	49
Gráfico 21	Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de intervención del Banco de la República	51
Gráfico 22	Índices de las tasas cero cupón a 10 años en Latinoamérica y otros países emergentes	51
Gráfico 23	Repos netos, pasivos sujetos a encaje y patrimonio de los establecimientos de crédito a junio de 2014	52
Gráfico 24	Crecimiento nominal anual de los pasivos sujetos a encaje totales, depósitos a la vista y depósitos a término	52
Gráfico 25	Principales activos de los establecimientos de crédito	53
Gráfico 26	Crecimiento anual de la cartera por tipo	54
Gráfico 27	Crecimiento anual del M3, los pasivos sujetos a encaje y la cartera en moneda legal (ML)	54
Gráfico 28	Crecimiento real anual de la cartera vencida	56
Gráfico 29	Crecimiento real anual de la cartera riesgosa	56
Gráfico 30	Indicador de mora y calidad de la cartera bruta	56
Gráfico 31	IRL _R a 30 días	58
Gráfico 32	Promedio móvil mensual del VeR como porcentaje del saldo expuesto	59

Gráfico 33	Índices de las tasas de cambio nominales de algunos países de América Latina	68
Gráfico 34	Tasa de cambio nominal y VIX	68
Gráfico 35	Índices de tasa de cambio real	69
Gráfico 36	CDS Colombia (5 años)	69
Gráfico 37	A. Reservas internacionales/amortizaciones del año siguiente	72
	B. Reservas internacionales/servicio de la deuda del año siguiente	72
	C. Reservas internacionales/(déficit de la cuenta corriente + amortizaciones) del año siguiente	72
Gráfico 38	Reservas internacionales/M3	72
Gráfico 39	A. Reservas internacionales/PIB	72
	B. Reservas internacionales como meses de importaciones de bienes	72
Gráfico 40	Participación de las edificaciones y obras civiles en el PIB de la construcción departamental, 2012	75
Gráfico 41	Contribución de las edificaciones y obras civiles al crecimiento del PIB de construcción nacional por departamento, promedio 2008-2012	75
Gráfico 42	PIB per cápita de la construcción por departamento, 2012	76
Gráfico 43	Contribución de Bogotá y del resto del país al crecimiento de la construcción nacional, 2012 y 2013	76
Gráfico 44	Crecimiento de obras culminadas e iniciadas en el total nacional, por ciudades, 2013	77
Gráfico 45	Participación del área aprobada residencial y no residencial y variación anual del total por departamentos, 2013	77
Gráfico 46	A. Participación del número de ocupados en la construcción en el total por departamentos	78
	B. Variación anual del número de ocupados en la construcción por departamentos	78
Gráfico 47	Tasa de desempleo de 23 ciudades, promedio trimestral	80
Gráfico 48	Variación promedio anual de la tasa de desempleo por ciudades, 2007-2013	80
Gráfico 49	A. Ciudades con mayor reducción en la tasa de desempleo, 2007-2013	81
	B. Ciudades con mayor incremento en la tasa de desempleo, 2007-2013	81
Gráfico 50	Variación promedio anual de la tasa de ocupación por ciudades, 2007-2013	81
Gráfico 51	Variación promedio anual de la tasa global de participación por ciudades, 2007-2013	81
Gráfico 52	Tasa de desempleo de las 23 ciudades, trimestres marzo-mayo, 2013-2014	81
Gráfico 53	Composición de las reservas internacionales brutas	93
Gráfico 54	Composición del índice de referencia del tramo de inversión	96
Gráfico 55	Composición del portafolio de inversión por tipo de administración	97
Gráfico 56	Composición del portafolio de inversión por sectores	97

Gráfico 57	Distribución de las inversiones por calificación crediticia	97
Gráfico 58	Composición cambiaria del portafolio de inversión	98
Gráfico 59	Comportamiento de las monedas de reserva frente al dólar estadounidense	103
Gráfico 60	Comportamiento del precio internacional del oro	104
Gráfico 61	Tasas de interés de los bonos a 10 años	104

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	37
Cuadro 2	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	38
Cuadro 3	Indicadores de inflación al consumidor	45
Cuadro 4	Indicadores de riesgo de crédito por modalidad de crédito	57
Cuadro 5	Balanza de pagos: cuenta corriente	63
Cuadro 6	Balanza de pagos: cuenta financiera	64
Cuadro 7	Indicadores de las reservas internacionales de Colombia	70
Cuadro 8	Participación de la construcción en los departamentos en 2012	74
Cuadro 9	Estado de resultados del Banco de la República (enero-junio 2014)	101
Cuadro 10	Balance del Banco de la República clasificado por criterio económico (resultados de diciembre de 2013 a junio de 2014)	106
Cuadro 11	Proyección del estado de resultados del Banco de la República, 2014	109

RESUMEN EJECUTIVO

DECISIONES DE POLÍTICA

Política monetaria

En el contexto del esquema de inflación objetivo bajo el cual opera la política monetaria en Colombia, las decisiones de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) sobre el manejo de la tasa de interés, como principal instrumento de política, requieren un detallado análisis de la situación actual y futura de la economía mundial y nacional, con énfasis en el comportamiento y los pronósticos de variables macroeconómicas claves como la inflación y la actividad económica. Todo ello con el propósito de mantener la inflación en la meta del 3% y asegurar un crecimiento sostenible de la economía compatible con su capacidad potencial.

Con base en ese análisis, la autoridad monetaria mantuvo inalterada la tasa de interés de política en un nivel de 3,25% por espacio de trece meses (desde marzo de 2013 a marzo de 2014). Esa postura de política se basaba en un diagnóstico en el cual no se identificaban presiones inflacionarias y en el que el crecimiento de la economía se mantenía por debajo de su capacidad potencial, con lo cual era posible ofrecerle un estímulo mediante una baja tasa de interés de política, que en términos reales se ubicaba por debajo de 1%.

Los resultados de la economía para 2013 fueron coherentes con los objetivos mencionados. El producto interno bruto (PIB) creció 4,7% anual, tasa cercana al crecimiento estimado del PIB potencial, y la inflación fue de 1,94%, ligeramente por debajo del límite inferior del rango meta (2%). El desvío de la inflación obedeció, en parte, al efecto de las favorables condiciones climáticas sobre los precios de los alimentos y a reducciones en los precios de los regulados, lo que tiene un impacto transitorio en la inflación. De hecho, la inflación sin alimentos ni regulados se situó en 2,74% al finalizar 2013, tasa próxima a la meta del 3%.

Durante el primer semestre de 2014 diversos indicadores macroeconómicos sobre el desempeño de la economía fueron señalando la conveniencia de iniciar una reducción del estímulo monetario. Estos mostraban que la actividad económica crecía a un buen ritmo, lo que significaba que los excesos de capacidad que existían en 2013 estaban disminuyendo. Asimismo, la tasa de desempleo continuaba descendiendo principalmente como resultado de la creación de puestos de trabajo

asalariado, lo que a su vez aumentaba la confianza de los consumidores e impulsaba el consumo de los hogares. De manera coherente con lo anterior, hacia finales de marzo el crecimiento del crédito bancario comenzaba a repuntar.

En este contexto la inflación al consumidor empezó a moverse en una senda convergente hacia el 3%, de forma un poco más rápida que la esperada. Fue así como al concluir el mes de marzo se reportó una tasa de inflación de 2,51%, con lo cual el índice de precios al consumidor (IPC) acumulaba un aumento de 1,52% en el primer trimestre, superior al registrado en el mismo período de 2013 (0,95%). Las presiones alcistas se concentraron principalmente en los alimentos y los regulados, cuyos precios comenzaban a normalizarse luego de los bajos niveles registrados en 2013. También, se observó un ligero aumento en la canasta de transables, relacionado con la depreciación acumulada del tipo de cambio durante este período. El promedio de los cuatro indicadores de inflación básica monitoreados por el Banco de la República se situó en marzo en 2,69%, 19 puntos básicos (pb) más que el de finales de 2013; esta aceleración en la inflación básica podría ser producto de una demanda agregada más dinámica. En concordancia con este comportamiento, las expectativas de inflación para 2014 poco a poco fueron revisadas al alza, ubicándose alrededor del 3%. Como resultado de la tendencia creciente de la inflación y de la revisión al alza de sus expectativas, las tasas de interés reales descendieron hasta niveles históricamente bajos.

Al evaluar esta información y teniendo en cuenta los rezagos con que las acciones de política monetaria afectan la inflación y el crecimiento, la JDBR consideró prudente iniciar una progresiva reducción del estímulo monetario. Por tanto, en su reunión del 25 de abril de 2014 decidió aumentar en 25 pb la tasa de interés de intervención. Este primer incremento fue seguido por dos aumentos consecutivos de 25 pb en las sesiones de la Junta Directiva de mayo y junio. De esta manera, la tasa de política pasó de un nivel de 3,25% en marzo a uno de 4% en junio, con lo cual la política monetaria se fue encaminando hacia una postura menos expansiva. En sus comunicados, la Junta subrayó que un ajuste gradual y oportuno de la tasa de política como el que se estaba llevando a cabo reducía la necesidad de ajustes bruscos en el futuro y aseguraba la estabilidad macroeconómica.

Al momento de realizar los dos primeros incrementos de la tasa de política, en abril y mayo, aún no se conocía el crecimiento de la economía durante el primer trimestre. Esta información solo estuvo disponible a mediados de junio, cuando el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) informó que para el primer trimestre el PIB había crecido 6,4%. Visto en retrospectiva, esto muestra que la decisión de iniciar un ajuste progresivo de la política monetaria hacia una postura menos expansiva a partir del mes de abril fue acertada. Este episodio ilustra las dificultades y riesgos de las decisiones de política monetaria, que deben tomarse con información incompleta sobre el estado de la economía y con base en pronósticos sujetos a incertidumbre, lo cual requiere utilizar información cualitativa. No obstante, la alternativa de esperar a contar con toda la información no sería la adecuada, pues las decisiones se tomarían demasiado tarde, dados los rezagos con los que actúa la política monetaria. El papel contracíclico de esta se

debilitaría, la economía sería mucho más volátil, y el cumplimiento de la meta de inflación se tornaría incierto.

Política cambiaria

Durante los tres primeros meses del año el peso colombiano, al igual que otras monedas en América Latina, mostró una tendencia a la depreciación, asociada con una mayor percepción de riesgo internacional ante la publicación de datos económicos negativos en China, las tensiones geopolíticas en Ucrania y el progresivo desmonte del programa de relajamiento cuantitativo en los Estados Unidos. A medida que los mercados asimilaban esta información y se disiparon los temores sobre posibles sorpresas, se reactivó el apetito de los inversionistas extranjeros por activos de mayor riesgo. Con ello resurgieron las presiones de apreciación de las monedas de la región. No obstante, en el caso del peso colombiano esta se ha dado con más fuerza como resultado del anuncio de JP Morgan del 19 de marzo de incrementar la ponderación de la deuda colombiana denominada en pesos en dos de los índices de bonos más importantes de los mercados emergentes. Esto aumentó los reintegros de divisas al país y generó expectativas de mayores entradas de capitales en los meses siguientes. Adicionalmente, la publicación de datos positivos de empleo y crecimiento superiores a los de otras economías emergentes contribuyeron a fortalecer la demanda por el peso colombiano.

En este contexto, el Banco de la República continuó con el programa de compra de dólares en el mercado cambiario. En la sesión de marzo de 2014 la JDBR decidió seguir acumulando reservas internacionales, al anunciar compras entre abril y junio hasta por US\$1.000 millones (m). Posteriormente, en la sesión de junio decidió incrementar el monto del programa de compras de reservas internacionales durante el tercer trimestre del año para acumular hasta US\$2.000 m entre julio y septiembre.

De esta forma, al cierre de junio las reservas internacionales brutas alcanzaron un saldo de US\$45.507,7 m, lo que permitiría cubrir holgadamente las amortizaciones de deuda y el déficit de la cuenta corriente, en un escenario extremo donde se cerrara por completo el acceso al financiamiento internacional. Asimismo, las reservas internacionales permitirían financiar 9,8 meses de importaciones de bienes, dando un margen apreciable de seguridad ante un cambio abrupto de la balanza comercial. Las reservas internacionales representan el equivalente a 23% del agregado monetario amplio M3, lo que significa una alta capacidad de respuesta de la economía ante salidas de capital provocadas por un ataque especulativo. Estos indicadores son similares o superiores a los de otros países latinoamericanos, a excepción de Perú, que por su condición de economía semidolarizada contabiliza dentro de sus reservas internacionales los depósitos en dólares en los bancos. En el caso colombiano la protección que ofrecen las reservas internacionales a las vulnerabilidades externas se complementa con el acceso a la línea de crédito flexible del Fondo Monetario Internacional, por un valor aproximado de US\$5,98 mil millones (mm).

CONTEXTO INTERNACIONAL

Durante el primer semestre de 2014 la actividad económica global continuó expandiéndose a un ritmo modesto. Esto se explica por un crecimiento de las economías desarrolladas, que aunque ha seguido recuperándose, se mantiene en niveles bajos, y por una pérdida de dinamismo de las economías emergentes, en particular de América Latina. Por su parte, las cotizaciones internacionales de los productos básicos han tenido un comportamiento heterogéneo. Los precios del petróleo han permanecido relativamente estables alrededor de US\$108 por barril para la referencia Brent. Otros minerales, como el níquel, incrementaron fuertemente sus cotizaciones como resultado de las tensiones asociadas con el conflicto de Ucrania. Caso contrario ha ocurrido con el carbón y el cobre, cuyos precios han disminuido en lo corrido del año. Con respecto a los alimentos, los precios del café aumentaron frente al cierre de 2013, debido a las condiciones climáticas adversas que afectaron las cosechas en Brasil, así como a la roya, que tuvo un impacto negativo en la producción centroamericana. Otros bienes de origen agrícola se cotizaron en niveles inferiores a los observados en 2013.

Economías desarrolladas

En el primer trimestre de 2014 la actividad económica en los Estados Unidos registró una caída de 2,1% trimestre anualizado (t. a.), lo que significó un notable retroceso frente al cuarto trimestre de 2013, cuando la economía se expandió 3,5% t. a. De acuerdo con los analistas, parte de esta desaceleración se podría explicar por el efecto transitorio que tuvo el fuerte invierno en varios sectores de su economía.

Para el segundo trimestre se observó una fuerte recuperación, y según el primer estimativo, el PIB creció 4,0% t. a., confirmando las señales que habían mostrado algunos indicadores. En particular, los índices de producción industrial, ventas al por menor y exportaciones se expandieron en abril y mayo, los indicadores de sentimiento empresarial en los sectores de manufacturas y servicios se ubicaron en terreno expansivo y el mercado laboral siguió recuperándose hasta alcanzar una tasa de desempleo de 6,1% en junio frente al 6,7% de finales de 2013. Asimismo, el mercado de vivienda, que también se afectó por el fuerte invierno, ha mostrado un mayor dinamismo en los últimos meses. En este contexto a partir de enero la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) ha venido desmontando su programa de relajamiento cuantitativo, con recortes de US\$10 mm en sus compras mensuales de activos financieros. De continuar a este ritmo, hacia octubre de este año dicho programa habrá concluido. Puesto que este retiro ha sido gradual, y anunciado con anticipación, los mercados financieros globales, y en particular los de los países emergentes, no se han visto significativamente afectados.

En la zona del euro el crecimiento del PIB durante el primer trimestre de 2014 fue de 0,8% t. a., ritmo ligeramente inferior al observado en el último trimestre de 2013 (1,2% t. a.). Esto muestra que la recuperación de esas economías prosigue a

un ritmo bastante lento. La expansión de la actividad real en la región estuvo liderada por el comportamiento de Alemania, cuyo crecimiento se aceleró a 3,2% t. a. De igual forma, España completó tres trimestres expandiéndose y en los primeros tres meses del año el incremento de su PIB fue de 1,6% t. a. Por su parte, la producción en Francia se estancó, y en Italia y Portugal se redujo (-0,4% t. a. y -2,8% t. a., respectivamente). La información más reciente muestra síntomas positivos, con una expansión de la industria y las ventas al por menor en abril, así como mejores indicadores de actividad en los sectores de manufacturas y servicios en mayo. Asimismo, los índices de confianza de los empresarios y consumidores presentan una tendencia positiva y la tasa de desempleo dejó de aumentar. No obstante, las diferencias entre países observadas en el primer trimestre parecen mantenerse. Ante la débil recuperación de estas economías y los riesgos de un proceso deflacionario, el Banco Central Europeo (BCE) decidió adoptar medidas adicionales de estímulo, tales como la reducción de su tasa de interés de política, la implementación de tasas de depósito negativas y la ampliación de la liquidez.

En relación con otras economías desarrolladas, como Japón y el Reino Unido, su crecimiento se aceleró en los primeros meses del año. Para el caso de Japón se observó una contribución significativa del consumo de los hogares, aparentemente por el adelanto de gastos de los consumidores ante el anuncio de mayores impuestos a partir de abril; de ser así, este dinamismo del gasto sería transitorio.

Economías emergentes

En China el crecimiento económico continuó desacelerándose, al registrarse una expansión anual de 7,4% y 7,5% durante el primer y segundo trimestres del año, respectivamente; cifras que representan un deterioro frente al último trimestre de 2013 (7,7%). Esta moderación del crecimiento obedece a un menor dinamismo tanto de la demanda interna como de la externa. Por otra parte, los temores sobre una posible burbuja inmobiliaria en China se mantienen y aún se desconocen los efectos que esto podría tener sobre el sistema financiero del país. Para el caso de otras economías de Asia, como Singapur, India e Indonesia, durante el primer trimestre del año se observó alguna estabilización en las tasas de crecimiento del PIB, aunque en niveles inferiores a los presentados en la última década.

En relación con América Latina, en los primeros tres meses del año el crecimiento económico se desaceleró en varios países de la región, como Brasil, Chile y Perú, mientras que en el caso de México la expansión de la actividad real se mantuvo a un ritmo bajo. Colombia fue la excepción, al registrar una expansión de 6,4% en el primer trimestre, superior a la esperada y mayor a la observada en el último trimestre de 2013 (5,3%). Las cifras preliminares para el segundo trimestre evidencian que el dinamismo sigue moderándose en Brasil, Perú y Chile.

Con respecto a la inflación, esta se ha acelerado en varias economías de la región, lo cual coincidió con la depreciación de las monedas locales observada en los

primeros meses del año. En los casos de Brasil, Perú y Chile la inflación anual se ubica en o por encima del límite superior del rango fijado por la autoridad monetaria; en México es mayor a la meta puntual, pero aún dentro del intervalo propuesto por su banco central. En Colombia, por su parte, la inflación se encuentra ligeramente por debajo de la meta establecida por el Banco de la República.

Proyecciones para el resto de 2014

Se espera que la recuperación de las principales economías desarrolladas continúe en lo que resta del año y que el crecimiento de los países emergentes se estabilice en tasas inferiores a las observadas en el período 2010-2012. Para el caso de los Estados Unidos, el comportamiento negativo del primer trimestre llevó a varios analistas, incluidos el FMI y el Banco Mundial, a revisar a la baja sus pronósticos de crecimiento para 2014. Por su parte, en la zona del euro se sigue previendo una recuperación moderada con tasas de expansión del 1,0%. En esta región la dinámica del PIB estaría liderada por Alemania y, en menor medida, por la salida de la recesión de algunas economías de la periferia, como España.

Para el caso de las economías emergentes, se sigue estimando una desaceleración moderada en China, con tasas de crecimiento ligeramente inferiores a la meta del 7,5% fijada por el Gobierno. La menor expansión de este país se daría por factores tanto internos como externos.

Por su parte, para América Latina la actividad económica estaría afectada por la desaceleración en la demanda externa, el deterioro de los términos de intercambio y el menor aporte del gasto interno a la demanda total. Por estas razones se esperan tasas de crecimiento menores a las observadas durante el período 2010-2012. En particular, la expansión del PIB continuaría a un ritmo bajo en Brasil, Chile y México, y otras economías como Venezuela y Argentina seguirían enfrentando un deterioro en su actividad real. La excepción a este sombrío panorama son Perú y Colombia. En el caso de Perú, aunque su crecimiento se desaceleró en el primer trimestre, continúa a un ritmo favorable del orden de 5% anual. En el caso de Colombia, la expansión de la demanda interna, liderada en especial por la inversión, ayudaría a compensar el debilitamiento de la demanda externa, tal como se observó en el resultado del primer trimestre. Ello permitiría esperar una aceleración de la tasa de crecimiento en 2014 frente al año pasado.

LA ECONOMÍA COLOMBIANA

Actividad económica

En el primer trimestre del año el PIB se expandió a una tasa anual de 6,4%, superior a lo registrado en el último trimestre de 2013 (5,3%), y por encima de lo esperado por el mercado y por el equipo técnico del Banco de la República.

Este buen resultado obedeció en gran medida al dinamismo de la demanda interna, y hasta cierto punto también refleja el efecto estadístico de un mayor número de días hábiles en el primer trimestre de este año frente al mismo período de 2013. Dentro de la demanda interna se destacó el impulso originado por la inversión, principalmente aquella relacionada con la construcción de obras civiles, la cual se expandió a una tasa anual de 25,4%. Como resultado, la formación bruta de capital fijo se incrementó por encima del promedio para 2013, alcanzando el mayor crecimiento de los últimos nueve trimestres. La inversión en maquinaria y equipo también registró un desempeño por encima del resto de la economía, gracias, entre otras cosas, al mayor dinamismo del sector industrial.

A este buen desempeño también contribuyó el consumo privado, el cual creció a tasas anuales superiores a su promedio desde 2001. Este dinamismo ocurrió gracias a unas condiciones económicas favorables de los consumidores, un buen ritmo de crecimiento del crédito de los hogares y un nivel de empleo que aumentó durante los primeros meses del año. Igualmente, el consumo final del Gobierno se aceleró y registró la mayor expansión de los últimos dieciocho trimestres.

En cuanto a la demanda externa, las exportaciones se expandieron a una tasa menor que la del cuarto trimestre de 2013 como reflejo del pobre desempeño de nuestros principales socios comerciales. Las importaciones, por su parte, registraron el crecimiento más alto de los últimos dos años, debido a la mayor demanda de material de construcción y de productos refinados.

Desde el punto de vista de las ramas de actividad, se destacó el comportamiento de la construcción y de los servicios sociales, comunales y personales. La actividad industrial mostró un crecimiento positivo, a diferencia del retroceso de los últimos dos años. Por su parte, la minería presentó alguna recuperación, en particular, en la producción de carbón. Otros sectores como el comercio, el financiero y el agropecuario mantuvieron un fuerte dinamismo en los primeros meses del año. De igual forma, el rubro relacionado con los impuestos exhibió una importante expansión.

Perspectivas de la actividad económica para el resto de 2014

Debido a los buenos resultados del primer trimestre, el equipo técnico del Banco de la República revisó al alza los pronósticos de crecimiento para 2014. Para el año completo se proyecta una expansión del producto entre 4,2% y 5,8%, con 5,0% como valor más probable. Antes de conocerse las cifras del primer trimestre, las proyecciones del PIB para el año completo por parte del Banco estaban alrededor de 4,3%.

Dado el débil entorno internacional que se prevé para lo que resta del año, matizado posiblemente por un mejor desempeño de la economía de los Estados Unidos, el crecimiento de la economía colombiana dependerá en especial del dinamismo de la demanda interna, tal como ocurrió en el primer trimestre del año.

Al respecto, la información reciente sugiere que la expansión de la demanda interna podría continuar en el corto y mediano plazos. En efecto, los indicadores coyunturales del comercio minorista y de las expectativas de los consumidores revelan que el gasto de las familias habría continuado mostrando un dinamismo notable. De igual forma, se siguen observando mejorías en las condiciones laborales y los ingresos familiares. Las proyecciones para este año (y para 2015) dependen también del comportamiento de la formación bruta de capital, en particular en lo relacionado con la construcción de edificaciones y de obras civiles, donde será crucial la ejecución de los programas de vivienda social que adelanta el Gobierno, al igual que el avance en los distintos proyectos de infraestructura.

Por el lado de la oferta, podría mantenerse un patrón similar al observado durante el primer trimestre del año, en el cual la construcción y los servicios sociales, personales y comunales alcanzaron el mayor dinamismo. Para otros sectores, como el comercio, los servicios financieros y los impuestos, también se proyectan tasas de expansión significativas. La minería crecerá a una tasa similar a la de 2013, en tanto que para la industria se espera una tasa positiva, luego de dos años consecutivos de contracción. Finalmente, el sector de impuestos reportaría una aceleración frente a 2013 en caso de cumplirse la meta de recaudo establecida por el Gobierno para el año en curso.

Mercado laboral

Durante la primera mitad del año la tasa de desempleo continuó descendiendo, siguiendo con la tendencia que se viene observando desde hace algunos años. De esta manera, para el trimestre móvil terminado en mayo la tasa nacional de desempleo se ubicó en 9,2% frente a 10% para el mismo período de 2013. Un descenso similar se registró en las trece principales áreas metropolitanas, donde el desempleo se redujo de 10,9% a 9,9% entre los mismos períodos. La tendencia decreciente de la tasa de desempleo se comprueba con las series desestacionalizadas, tal como se muestra en el *Informe*. Dicho comportamiento obedece al crecimiento de la demanda de trabajo, representada por la tasa de ocupación, la cual ha aumentado más que la oferta, expresada por la tasa global de participación. Las ramas de actividad que más aportaron al aumento promedio del empleo en los primeros cinco meses de 2014 fueron servicios, comercio y construcción.

Por otra parte, según el DANE los indicadores relacionados con la calidad del empleo continuaron mejorando, en especial en lo referente a empleo asalariado y formal. Entre enero y mayo de 2014 la mayoría del empleo generado ha sido asalariado, mientras que el no asalariado se ha estancado. En buena medida esto puede atribuirse a políticas implementadas para incrementar la formalización laboral, en particular, las reducciones en las contribuciones obligatorias a cargo del empleador introducidas en la reforma tributaria de 2012, que se han reflejado en un menor costo de la mano de obra, a pesar de que se continúen observando incrementos en salarios. Los crecimientos en la formalidad y el empleo asalariado sugieren avances en la calidad del empleo, al estar asociados con una mayor estabilidad laboral,

remuneraciones más altas y un acceso más fácil al crédito, lo cual contribuye a incrementar los niveles de confianza y consumo de los hogares.

Inflación

En el transcurso del primer semestre de 2014 la inflación anual al consumidor tendió a converger al punto medio del rango meta (3,0%) a una velocidad más rápida que la prevista por los analistas del mercado y por el equipo técnico del Banco de la República. Algo similar sucedió con la inflación básica, la cual también aumentó en lo corrido del año, aproximándose al 3,0%.

Varios factores explican esta tendencia. El primero de ellos es la reversión de algunos choques de oferta transitorios, tales como unas condiciones climáticas óptimas, que llevaron los precios de los alimentos a niveles inusualmente bajos en 2013. A partir de diciembre esta situación se revirtió y los precios de los alimentos tendieron a normalizarse. Un segundo factor fue la desaparición del efecto bajista producido por la reducción de impuestos indirectos que se llevó a cabo en 2013. En su momento esta medida redujo por una sola vez los precios de varios artículos de las subcanastas de alimentos y de regulados. Un tercer factor que ejerció presiones al alza sobre los precios fue el aumento de la tasa de cambio entre el segundo semestre del año pasado y marzo de 2014. Pese a que se ha presentado una apreciación del tipo de cambio a partir de abril, hacia finales de junio esta aún no se había transmitido a los precios al consumidor.

El aumento de la inflación en la primera mitad de año también resulta coherente con la aceleración de la demanda interna, hecho que se observó en las cifras del PIB del primer trimestre. Por otra parte, aunque la tasa de desempleo ha continuado disminuyendo, y a junio se encontraba en niveles mínimos desde el año 2000, los salarios aún se ajustan a tasas relativamente bajas y compatibles con la meta de inflación. Por ello las presiones sobre los precios provenientes de los costos laborales se mantuvieron bajo control en la primera mitad del año.

Para el segundo semestre del año el equipo técnico del Banco pronostica un aumento adicional de la inflación anual al consumidor, que la situaría ligeramente por encima de la meta de largo plazo (3,0%). Los principales factores que explican esta proyección serían el incremento en los precios de los alimentos y regulados, como resultado de la normalización de los choques de oferta del año pasado, así como los efectos de un posible fenómeno de El Niño, que aunque se espera que sea de intensidad moderada, podría tener incidencia sobre los precios de los alimentos y la energía hacia fines del presente año y durante 2015.

Por otra parte, en un horizonte un poco más largo, de mantenerse el dinamismo de la demanda interna y la progresiva reducción de la tasa de desempleo, se podrían acentuar las presiones de demanda sobre los precios. En este contexto,

de presentarse un episodio de depreciación, se observaría una transmisión más fuerte de la tasa de cambio a la inflación. Lo anterior podría agudizarse si el fenómeno de El Niño presionara al alza las expectativas de inflación.

En este contexto, y como se explicó al comienzo de este resumen, la JDBR decidió emprender oportunamente la reducción progresiva del estímulo monetario que venía recibiendo la economía, con el fin de mantener la inflación ajustada a la meta de largo plazo.

Tasas de interés y crédito

Como ya se anotó, durante el segundo trimestre de 2014 la JDBR aumentó la tasa de interés de política en 75 pb, de un nivel de 3,25% en marzo a 4,0% en junio. Para que este cambio se transmita a las tasas de interés del mercado, el Banco de la República suministra la liquidez primaria al sistema financiero de tal forma que la tasa de interés interbancaria a un día (TIB) se mantenga en línea con la tasa de política. Es así como a finales de junio de 2014 el nivel de la TIB fue 4%, superior en 75 pb al observado en marzo. De esta manera, el primer eslabón de la cadena de transmisión funciona adecuadamente. De allí en adelante existe un rezago para que las demás tasas de interés comiencen a ajustarse. Es por ello que al concluir el segundo trimestre del año la respuesta de las tasas de interés de captación (tasas pasivas) y de préstamos (tasas activas) de los establecimientos de crédito no ha ocurrido completamente.

Los cambios en la tasa de interés de política monetaria también se transmiten a las tasas de interés de los títulos de deuda pública, en particular a las de los títulos de corto plazo, que a junio han tenido un incremento similar al de la tasa de política. Las tasas de interés de los TES de mediano y largo plazos responden a otros factores locales e internacionales, por lo cual su coincidencia con los movimientos de la tasa de interés de política monetaria es menor.

La cartera de crédito bancario ha venido mostrando un dinamismo creciente, lo cual se explica por la mayor demanda de crédito asociada con el buen desempeño de la actividad económica. Es así como en junio de 2014 el saldo de la cartera bruta del sistema financiero presentó una variación anual de 15,7% y su saldo a final de dicho mes ascendió a \$280.786 mm. Por tipo de cartera, los créditos a las empresas (comercial + microcrédito) continuaron acelerándose, y en junio de 2014 alcanzaron una tasa de crecimiento promedio de 15,9% anual, frente al 13,7% registrado en el último trimestre de 2013. De igual manera, la variación anual de la cartera hipotecaria ajustada por titularizaciones aumentó, al pasar de 15,0% en promedio en el último trimestre del año anterior a 17,0% en promedio en junio de 2014. La cartera de consumo dejó de desacelerarse y durante lo corrido de 2014 su tasa de crecimiento se estabilizó en cerca de 11,7%.

Riesgos del sistema financiero

La evaluación periódica de la exposición de los principales intermediarios financieros a los riesgos en los mercados de TES y de crédito, al igual que al riesgo de liquidez, es una labor a la que el Banco dedica especial atención, con el fin de contribuir a preservar la estabilidad financiera. Este *Informe* presenta dicha evaluación actualizada. Allí se destaca que en lo corrido de 2014 la tenencia de TES del sistema financiero aumentó, a pesar de lo cual las posibles pérdidas que podría enfrentar en un horizonte de un día se redujeron con respecto a las de 2013. En el mercado de crédito, tanto los indicadores de mora sin y con castigos como el indicador de calidad, presentaron un leve deterioro. 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.

Balance externo y perspectivas para 2014

En el primer trimestre de 2014 la economía colombiana registró un déficit en la cuenta corriente de 4,6% del PIB de dicho periodo, el cual fue superior al de un año atrás (3,6% del PIB trimestral). Este mayor desbalance se explica por la caída del valor de las ventas externas del país debido a la reducción del promedio de los precios de exportación de los principales productos. Lo anterior coincidió con un incremento de las importaciones, jalonadas por el crecimiento del PIB. Como resultado, durante este periodo se produjo un déficit comercial de bienes, el cual alcanzó un valor de US\$249 m, en contraste con el superávit de US\$708 m obtenido un año antes. No obstante, este saldo negativo fue compensado de manera parcial por una reducción en el déficit de renta de los factores, dada la menor remisión de utilidades, principalmente de las actividades mineroenergéticas, transporte y comunicaciones, y establecimientos financieros.

El déficit corriente del país fue financiado con entradas netas de capital de la cuenta financiera, equivalentes a 5,1% del PIB del trimestre (incluyendo las reservas internacionales). Este resultado obedece principalmente a los flujos netos de inversión extranjera directa (US\$2.514 m) y de inversión de cartera (US\$2.552 m). Los mayores receptores de inversión extranjera fueron los sectores de petróleo y minería (43%), la industria manufacturera (20%), y el transporte (19%). Por su parte, la inversión de cartera se concentró en entradas de capitales extranjeros dirigidos a la adquisición de títulos emitidos por el sector público, tanto en mercados nacionales como internacionales.

Para el año 2014 se prevé un déficit en la cuenta corriente entre 3,8% y 4,2% del PIB, lo que significa una ampliación frente al déficit registrado en 2013 (3,3% del PIB). Este pronóstico incorpora cierta desaceleración de la demanda externa que, sumada a problemas de oferta en el sector mineroenergético, determinarán

una disminución en las ventas externas del país. Adicionalmente, se proyecta un mayor dinamismo de las importaciones asociado con el crecimiento de la demanda interna y con elevadas compras externas de bienes de capital. Por otra parte, se espera que las condiciones de financiamiento continúen siendo favorables para el país, gracias a recursos de inversión extranjera directa y de portafolio. Estos últimos han sido impulsados recientemente por el anuncio de JP Morgan de recomponer sus índices de deuda pública emergente en favor de Colombia.

Comportamiento de la economía regional

Sujeto a la información disponible, en este *Informe* se consideró relevante analizar el comportamiento económico regional para los años 2012 y 2013 en lo relacionado con la actividad de la construcción. Esta ha sido una de las ramas más dinámicas de la economía colombiana durante los últimos años, y su contribución a la generación de empleo ha sido significativa.

Este análisis muestra resultados interesantes. Se observa, por ejemplo, una reducción en la concentración de la actividad constructora del país en los últimos cinco años, que le ha permitido a algunos departamentos, como Santander, Bolívar, Huila, Cundinamarca y Meta, aumentar su participación en el PIB nacional del sector de la construcción, mientras que se redujo para Bogotá, Antioquia y Valle. También, es llamativa la comparación regional de las actividades que conforman el sector de la construcción. Mientras que para el total nacional la edificación y las obras civiles tienen aproximadamente la misma importancia en el PIB de este sector, en lo regional existen diferencias significativas. Por ejemplo, según cifras para 2012, se destaca la mayor participación de la actividad edificadora en Bogotá, D. C., Cundinamarca y Atlántico, mientras que en Santander, Meta y Huila sobresalen las obras civiles. En los casos de Antioquia, Bolívar y Valle se mantuvo una distribución más proporcional entre las dos actividades, similar al patrón observado en el total nacional.

Adicionalmente, se destaca el papel de la actividad de la construcción en el empleo, al generar en promedio 633.000 puestos de trabajo durante 2013, lo que representó el 6,2% del total de ocupados. De estos, el 83,0% se concentró en seis territorios, en su orden: Bogotá, Antioquia, Valle del Cauca, Atlántico, Bolívar y Santander. Durante 2013 Bogotá fue la única región que redujo su aporte al total de ocupados en este sector.

El análisis regional también incluye una comparación de la situación del mercado laboral para las veintitrés ciudades incluidas en la encuesta del DANE. En dieciocho de estas ciudades la tasa de desempleo presentó, en promedio, disminuciones en los últimos cinco años, explicadas, en varios casos, por aumentos en la tasa de ocupación.

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. De acuerdo con esto, esta ley define que la inversión de los activos de reserva se hará sujeta a los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad.

La administración de las reservas internacionales de Colombia se realiza 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 significativamente afectado 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.

A junio de 2014 las reservas internacionales netas totalizaron US\$45.502 m, cuantía superior en US\$1.869 m al saldo registrado en diciembre de 2013. El 94,4% de las reservas internacionales corresponde al portafolio de inversión, conformado por inversiones en instrumentos financieros en el mercado internacional. Dentro de estas inversiones, el 87% estaba invertido en dólares de los Estados Unidos, el 94% en papeles emitidos por gobiernos o cuasigobiernos y el 97,7% contaba con calificaciones AAA y AA.

SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

La Constitución Política y la ley asignan al Banco de la República las funciones de banca central. A diferencia de las empresas del sector privado, donde se busca maximizar utilidades, las decisiones de política adoptadas por el Banco tienen como propósito cumplir su mandato legal, para lo cual incurre en costos, sin que necesariamente los beneficios económicos y sociales para el país se incorporen en los resultados financieros de la entidad. Esto hace que el Banco tenga una estructura financiera única.

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, fundamentalmente, de variables determinadas por la economía mundial. A junio de 2014 el resultado operacional del Banco fue de \$196,1 mm, el cual se explica principalmente por el rendimiento de las reservas internacionales, que registró una significativa recuperación, al pasar de -\$979,3 mm en el primer semestre de 2013 a \$626,8 mm a junio de 2014. Este resultado es producto de la apreciación de las monedas de reserva frente al dólar, del incremento del precio del oro (9,3% durante el primer semestre) y del mayor rendimiento del portafolio de inversión. Asimismo, durante el primer semestre se registró una

valorización del portafolio de TES en poder del Banco como resultado del comportamiento de las tasas de interés en el mercado.

Para 2014 se estima un resultado operacional negativo de \$489,6 mm, que incorpora ingresos por \$1.068,2 mm y egresos por \$1.557,8 mm. Los ingresos incluyen una estimación del rendimiento de las reservas internacionales de \$544,1 mm, el cual supone que las tasas de cambio de las monedas en que se invierten las reservas internacionales y el precio internacional del oro se mantendrán en los niveles promedio registrados en junio. En el segundo semestre no se esperan valorizaciones por movimientos de las tasas de interés externas, como se observó en el primero. Cabe anotar que el retorno del portafolio de reservas puede verse afectado si el comportamiento de estas variables difiere frente a estos supuestos, afectando el estado de resultados. La dinámica de los egresos se explica, principalmente, por los mayores costos de emisión y por las operaciones de contracción necesarias para contrarrestar la expansión monetaria originada en las mayores compras de divisas.

I. CONTEXTO INTERNACIONAL

Durante el primer semestre de 2014 la economía global continuó expandiéndose a un ritmo modesto. Lo anterior es resultado de una recuperación lenta en las economías desarrolladas y de una moderación en el dinamismo de las emergentes, especialmente en los países de América Latina.

En relación con la política monetaria, la Reserva Federal de los Estados Unidos continuó con el desmonte gradual de su estímulo monetario, tal como lo había anunciado en diciembre de 2013. En lo corrido del año la reducción de su programa de compra de activos no ha generado una significativa volatilidad en los mercados financieros, a diferencia de lo ocurrido en el segundo semestre de 2013. Por su parte, el Banco Central Europeo ha adoptado nuevas medidas para reducir el riesgo deflacionario y reactivar el crédito, fomentando así el crecimiento de los países de la región.

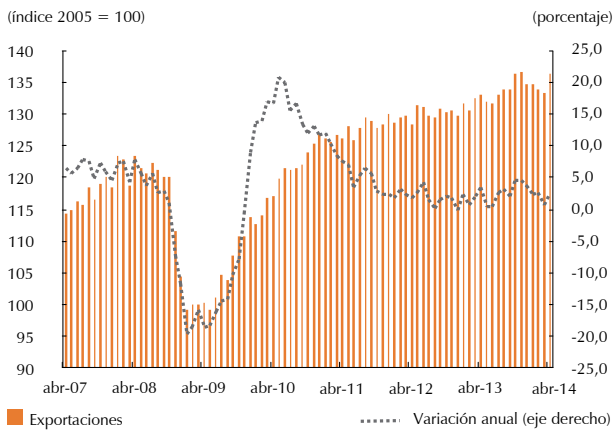
Durante el primer semestre de 2014 la actividad económica global continuó expandiéndose a un ritmo modesto, situación que se refleja en el leve aumento de los indicadores globales de manufacturas y de comercio durante los primeros meses del año (Gráfico 1). Por grupos de países, el crecimiento de las economías desarrolladas siguió recuperándose, aunque en niveles relativamente bajos; mientras que el dinamismo de las emergentes se moderó de nuevo, en particular, en los países de América Latina.

La recuperación en las economías desarrolladas continúa de manera lenta, mientras que los países emergentes han moderado su dinamismo.

Por otra parte, los precios internacionales del petróleo se mantuvieron relativamente estables en la primera mitad del año (alrededor de US\$108 por barril para la referencia Brent) (Gráfico 2). Para el caso de otros bienes de origen mineral, como el níquel, algunos choques de oferta asociados con el conflicto de Ucrania y Rusia incrementaron fuertemente sus cotizaciones en los primeros meses de 2014. Caso contrario al del carbón y el cobre, cuyos precios han disminuido en lo corrido del año.

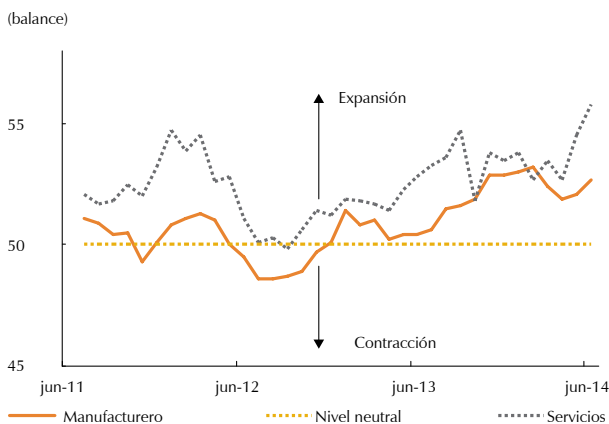
Gráfico 1
Indicadores de actividad económica global

A. Volumen de exportaciones globales



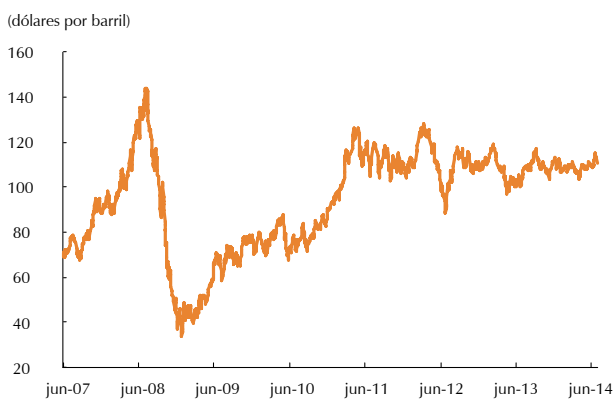
Fuente: Datastream.

B. Índices de sentimiento empresarial
(*purchasing managers index: PMI*)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 2
Precio internacional del petróleo (Brent)



Fuente: Datastream.

En relación con las cotizaciones de los alimentos, los precios del café colombiano¹ aumentaron frente al cierre de 2013, debido a las condiciones climáticas adversas que afectaron las cosechas en Brasil y a la roya que impactó negativamente la producción en Centroamérica (Gráfico 3). Otros bienes de origen agrícola se cotizaron en niveles inferiores a los observados en 2013.

En términos de política monetaria, en enero de 2014 la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) comenzó a reducir gradualmente el estímulo monetario, tal como lo había anunciado en su reunión de diciembre de 2013. De esta forma, las compras mensuales de activos financieros por parte de la Fed pasaron de US\$85 mil millones (mm) en diciembre a US\$35 mm en julio². En lo corrido del año, el desmonte de dicho programa no ha generado una significativa volatilidad en los mercados financieros, a diferencia de lo ocurrido en el segundo semestre de 2013, cuando el inicio de las discusiones al respecto generó temores sobre la estabilidad económica y financiera de algunos países emergentes.

Gráfico 3
Precio internacional del café de Colombia
(Bolsa de Nueva York)



Fuente: Bloomberg.

1 En este Informe se toma como indicador del precio internacional del café colombiano la cotización en la bolsa de Nueva York de la referencia *arábicas suaves colombianos*. Cabe señalar que la Federación Nacional de Cafeteros tiene en cuenta otros factores para el cálculo del precio interno de comercialización en Colombia, entre los cuales se cuentan: el precio del mercado de futuros de café en la bolsa ICE de Nueva York, la prima del café excelso colombiano, la tasa de cambio peso-dólar y los costos y gastos de comercialización.

2 Se espera que el programa de compras de activos financieros de la Fed termine en octubre de 2014.

En lo corrido del año, la mayor parte de las economías emergentes han experimentado aumentos en los flujos de capital, reducciones de las primas de riesgo, valorizaciones bursátiles y apreciación de sus monedas.

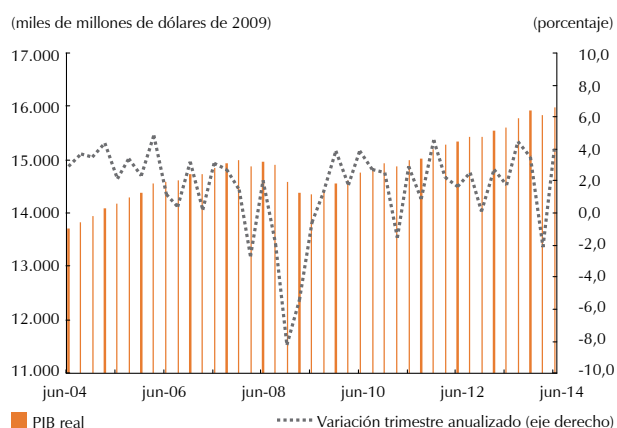
De hecho, la mayor parte de dichas economías ha percibido aumentos en los flujos de capital, reducciones de las primas de riesgo, valorizaciones en los índices bursátiles y una apreciación de sus monedas en relación con el dólar estadounidense. Esto ha sido posible gracias a que la Fed buscó dar mayor transparencia a sus anuncios y reiteró su compromiso de mantener las tasas de interés en sus niveles actuales, por lo menos hasta 2015, condicionadas a la evolución de la economía, en particular del mercado laboral y de la inflación.

Por su parte, en la zona del euro los temores deflacionarios y una recuperación débil de la economía llevaron al Banco Central Europeo (BCE) a tomar medidas adicionales de estímulo. Entre estas se destacan: la reducción de la tasa de interés de política, la implementación de tasas de depósito negativas y la ampliación de liquidez, mediante los ya utilizados *long term refinancing operation* (LTRO), esta vez condicionados a los préstamos que el sistema financiero haga al sector privado no financiero.

En las economías emergentes la moderación en su ritmo de crecimiento ha llevado a que las autoridades mantengan la laxitud monetaria, aun si en algunos casos la inflación se encuentra por encima de las metas fijadas por sus bancos centrales.

A. DESEMPEÑO DE LAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2014

Gráfico 4
PIB real de los Estados Unidos



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

En los primeros tres meses de 2014 el producto interno bruto (PIB) de los Estados Unidos (Gráfico 4) se contrajo 2,1% trimestre anualizado (t. a.), cifra que representa un notable deterioro frente al cuarto trimestre de 2013, cuando la economía se expandió 3,5% t. a. En cuanto a la demanda, se observó un debilitamiento de la inversión en todos sus componentes; en particular, en la acumulación de inventarios y en la inversión no residencial. De igual forma, las exportaciones cayeron y el gasto del gobierno siguió disminuyendo. El consumo de los hogares se expandió a una tasa moderada de 1,2% t. a., que contrasta con el crecimiento observado en el cuarto trimestre del año anterior (3,7% t. a.). De acuerdo con los analistas, parte de esta desaceleración se podría explicar por el efecto transitorio que tuvo el fuerte invierno en varios sectores de la economía.

En efecto el primer estimativo del PIB del segundo trimestre indica que la economía creció 4,0% t. a., confirmando las señales que habían dado algunos indicadores sobre el carácter transitorio del choque del primer trimestre. En particular en abril y mayo el índice de producción industrial, las ventas al por menor y las exportaciones se expandieron tanto en términos anuales como mensuales. De igual forma, los indicadores de opinión empresarial en los sectores de manufacturas y servicios se ubicaron en terreno expansivo y se aceleraron frente a las cifras del

El mercado laboral estadounidense continúa recuperándose. En junio su tasa de desempleo se ubicó en 6,1%, gracias a la mayor creación de puestos de trabajo.

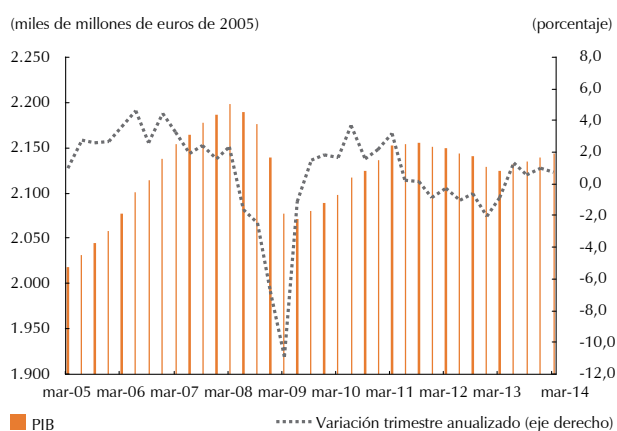
primer trimestre del año. Asimismo, el mercado laboral siguió recuperándose: en abril y mayo la tasa de desempleo se ubicó en 6,3%, y en junio descendió a 6,1%. En los dos últimos meses la creación neta de empleo ha sido superior a los 200.000 puestos de trabajo.

Por su parte, en el mercado de vivienda, el fuerte invierno de comienzos de año afectó el comportamiento de varios indicadores. No obstante, algunos más recientes evidencian que el sector inmobiliario continúa con su dinamismo. En cuanto a la inflación, la medida por el índice de precios al consumidor (IPC) se ha acelerado en los últimos meses y en mayo se ubicó en 2,1%, cifra ligeramente superior a la meta de largo plazo de la Fed. Este comportamiento ha disipado los temores deflacionarios, en tanto las inflaciones total y básica también han aumentado. Sin embargo, es importante señalar que la variación de los precios, medida por el deflactor del consumo (indicador que más monitorea la Fed), aún se encuentra por debajo del objetivo de largo plazo, aunque permanece con tendencia al alza. De igual forma, pese a las mejoras observadas en el mercado laboral, los ajustes salariales han permanecido estables y no representarían, por ahora, riesgos de presiones inflacionarias.

Por otro lado, es importante mencionar que en los últimos meses las tasas de interés de la deuda pública de los Estados Unidos han permanecido relativamente estables y en niveles inferiores a los observados en diciembre de 2013. Esta situación ha contribuido a reducir las tasas de interés de largo plazo, entre ellas las hipotecarias.

En la zona del euro, por su parte, durante el primer trimestre de 2014 la actividad económica siguió recuperándose a un ritmo modesto. Así, el crecimiento del PIB en este período fue de 0,8% t. a., cifra ligeramente inferior a la observada en el último trimestre de 2013 (1,2% t. a.) (Gráfico 5). Esta leve desaceleración fue el resultado de una demanda externa débil, que fue compensada de manera parcial por una demanda interna que mejoró frente al trimestre anterior.

Gráfico 5
PIB real de la zona del euro

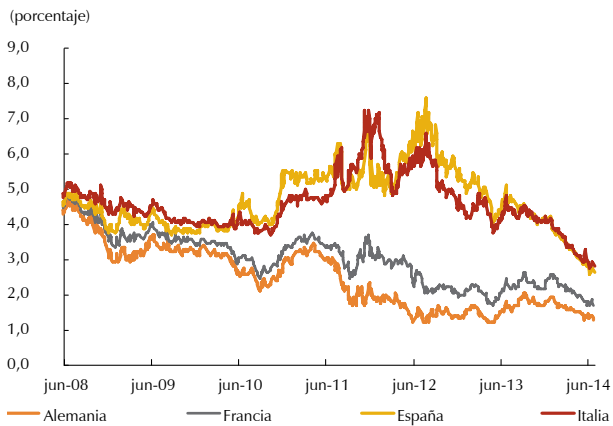


Fuente: Datastream.

En Europa la expansión de la actividad real estuvo liderada por el comportamiento de Alemania, cuyo crecimiento se aceleró a 3,2% t. a. De igual forma, España completó tres trimestres expandiéndose y en los primeros tres meses del año el incremento de su PIB fue de 1,6% t. a. Por su parte, la producción en Francia se estancó y en Italia y Portugal se contrajo (-0,4% t. a. y -2,8% t. a., respectivamente).

La información disponible más reciente para la región señala que la industria y las ventas al por menor se expandieron en abril, así como lo han hecho a mayo los indicadores de actividad en los sectores de manufacturas y servicios. Al mismo tiempo, los índices de confianza de los empresarios y consumidores presentan una tendencia positiva y la tasa de desempleo dejó de aumentar en la primera mitad del año.

Gráfico 6
Tasas de interés de los títulos de deuda pública para algunos países europeos



Una noticia favorable para la región ha sido la reducción en los costos de financiamiento de la deuda pública de los países de la periferia, en particular de España (Gráfico 6). En lo corrido del año los diferenciales (*spreads*) de las tasas de interés de los títulos de deuda pública entre los países fuertes (como Alemania) y los de la periferia se han reducido. Esta situación debería contribuir a disminuir la fragmentación financiera de la región.

Por otro lado, la variación anual de los precios ha seguido reduciéndose en los últimos meses, por lo que diversos analistas, incluido el Fondo Monetario Internacional (FMI), han resaltado los riesgos de un espiral deflacionario. Con el fin de contrarrestar la tendencia bajista en los precios, en junio el BCE anunció nuevas medidas de estímulo monetario.

En relación con otras economías desarrolladas, como Japón y Reino Unido, el crecimiento se aceleró en los primeros meses del año. Para el caso de Japón, es importante notar que la contribución significativa del consumo de los hogares podría estar influenciada por la implementación de impuestos a partir de abril, por lo que los consumidores podrían haber adelantado parte de su gasto, anticipándose a los mayores gravámenes; por lo que en este sentido, el dinamismo del gasto de los hogares sería transitorio. A su vez, la inflación de Japón en abril se aceleró debido al incremento de las tasas impositivas, efecto que se espera se mantenga hasta marzo del próximo año.

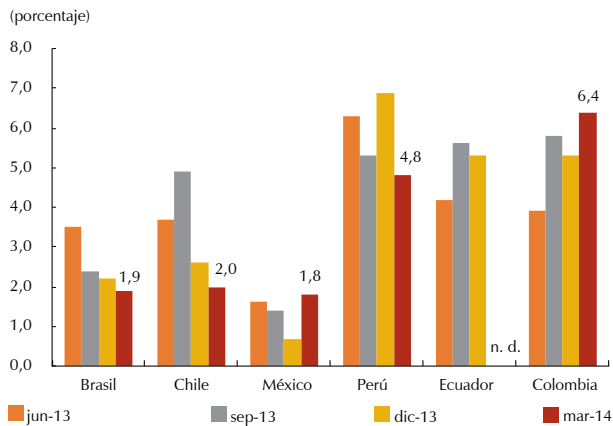
B. DESEMPEÑO DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2014

En China el crecimiento económico continuó desacelerándose, al registrarse una expansión anual de 7,4% y 7,5% durante el primer y segundo trimestres del año, respectivamente; cifras que representan un deterioro frente al último trimestre de 2013 (7,7%). Esta moderación obedece a un menor dinamismo tanto de la demanda interna como de la externa. Con cifras al segundo trimestre, el crecimiento de la actividad real de dicho país habría empezado a estabilizarse. En mayo, la expansión anual de las ventas al por menor, la industria y las exportaciones dejaron de caer. Pese a ello, la inversión en activos fijos continuó moderándose. Es importante resaltar que en los últimos meses los temores sobre una posible burbuja inmobiliaria en China se han mantenido y aún se desconocen sus posibles efectos sobre el sistema financiero del país.

En China la moderación en la demanda interna y externa generó una disminución en el crecimiento económico durante el primer trimestre del año, y en el segundo se estabilizó.

Para el caso de otras economías de Asia, como Singapur, India e Indonesia, durante el primer trimestre del año se observó alguna estabilización en las tasas de crecimiento del PIB de los países de la región, aunque en niveles inferiores a los presentados en la última década.

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



n. d.: no disponible.
Fuente: Datastream.

En relación con América Latina, en los primeros tres meses del año el crecimiento económico se desaceleró en varios países de la región, como Brasil, Chile y Perú. Para el caso de México la expansión de la actividad real se mantuvo a un ritmo bajo, mientras que en Colombia se aceleró (Gráfico 7). En el caso colombiano, como se explicará en detalle en el capítulo II, el buen dato del primer trimestre se debió al desempeño de la demanda interna.

Las cifras preliminares para el segundo trimestre evidencian que el dinamismo sigue moderándose en Brasil, Perú y Chile. En este último caso cabe resaltar que en marzo el banco central redujo su tasa de intervención con el fin de estimular la actividad real.

En términos de inflación, la variación anual de precios se ha acelerado en varias economías de la región, situación que coincidió con la depreciación de las monedas locales observada en los primeros meses del año. Dentro de los países con inflación objetivo, en los casos de Brasil, Perú y Chile la inflación anual se ubica en o por encima del límite superior del rango fijado por la autoridad monetaria; en México es mayor a la meta puntual, pero aún dentro del intervalo propuesto por el banco central. En Colombia, por su parte, la inflación se encuentra ligeramente por debajo de la meta establecida por el Banco de la República.

C. PROYECCIONES PARA EL RESTO DE 2014

Para el resto de 2014 se espera que la recuperación de las principales economías desarrolladas continúe y que el crecimiento para la mayor parte de los países emergentes se estabilice en tasas inferiores a las observadas en el período 2010-2012. Para el caso de los Estados Unidos, el mal dato del primer trimestre ha llevado a varios analistas, incluidos el FMI y el Banco Mundial, a revisar sus pronósticos de crecimiento para 2014, para ubicarlos alrededor del 2,0%. Por su parte, en la zona del euro se sigue pronosticando una recuperación moderada, con tasas de crecimiento del 1,0%. En esta región la expansión del PIB estaría liderada por Alemania y, en menor medida, por la salida de la recesión de algunas economías de la periferia, como España.

Para el caso de las economías emergentes, se sigue esperando una desaceleración moderada en China, con tasas de crecimiento ligeramente inferiores a la meta del 7,5% fijada por su gobierno. Esta menor expansión ocurriría por factores tanto internos como externos.

Por su parte, para América Latina se esperan tasas de crecimiento menores a las observadas durante 2010-2012, debido a la desaceleración en la demanda externa, a los menores términos de intercambio y a un menor aporte del gasto interno. La

Se espera que la recuperación de las principales economías desarrolladas continúe en lo que resta del año y que el crecimiento de los países emergentes se estabilice en tasas inferiores a las del período 2010-2012.

Los principales riesgos para la economía global son una mayor desaceleración de las economías emergentes, especialmente en China, y que el aumento en las tasas de interés de referencia en los Estados Unidos ocurra antes de lo esperado.

expansión del PIB continuaría a un ritmo bajo en Brasil y México, aunque en este último país habría alguna recuperación frente a 2013. Otras economías, como Venezuela y Argentina, seguirían enfrentando un deterioro en su actividad real.

En relación con los riesgos globales, a diferencia de años anteriores, estos se concentran más en las economías emergentes, las cuales podrían presentar una mayor desaceleración en su crecimiento. En el caso particular de China persisten los temores de una burbuja inmobiliaria y sus efectos sobre el sistema financiero local. Una caída fuerte en el crecimiento de este país no solo afectaría la actividad económica global por medio de una menor demanda externa, sino también mediante una caída en los precios internacionales de los bienes básicos. Este último efecto sería más fuerte en las economías exportadoras de este tipo de productos.

Por último, otro escenario de riesgo es aquel en donde el aumento de la tasa de interés de referencia de la Fed se anticipe a lo esperado por el mercado, debido a que surjan presiones inflacionarias antes de lo previsto. Esto podría disminuir la liquidez en los mercados financieros internacionales, incrementando los costos de financiamiento y generando una reversión de los flujos de capital hacia las economías emergentes. De igual manera, si se presenta una corrección muy fuerte en los mercados, la confianza de los agentes podría verse afectada.

II. LA ECONOMÍA COLOMBIANA: RESULTADOS EN LO CORRIDO DE 2014 Y PERSPECTIVAS

Durante el primer semestre de 2014 la inflación aumentó y está convergiendo de forma más rápida a lo esperado hacia su meta de largo plazo (3%). En materia de actividad económica, el crecimiento del PIB para 2013 se revisó al alza y el del primer trimestre de 2014 (6,4% anual) fue significativamente superior a lo proyectado. El crédito se expandió por encima del incremento estimado del PIB nominal para el presente año, y las tasas de interés reales disminuyeron en la medida en que la inflación se incrementó.

En estas circunstancias, la JDBR consideró que la estabilidad macroeconómica y la actual convergencia de la inflación a la meta de largo plazo son compatibles con una tasa de interés de intervención menos expansiva. De esta forma, y teniendo en cuenta los rezagos con que las acciones de política monetaria afectan la inflación y el crecimiento, la JDBR decidió iniciar el proceso de normalización de la política monetaria.

Durante el primer semestre de 2014 la inflación total y el promedio de las cuatro medidas de inflación básica se aceleraron, y presentaron una convergencia al 3% más rápido de lo previsto. En el mismo período las expectativas de inflación a diferentes plazos registraron una tendencia creciente y en junio la mayoría se ubicaron por encima del punto medio del rango meta (3%).

En materia de actividad económica, el crecimiento del PIB para 2013 se revisó al alza y el del primer trimestre de 2014 (6,4% anual) fue significativamente superior a lo esperado. En este último período los grandes componentes de la demanda interna se aceleraron, en especial el de la inversión, particularmente por la construcción de obras civiles. En términos reales las exportaciones netas restaron a la expansión, hecho explicado por unas ventas externas que aumentaron menos que las importaciones. Por el lado de la oferta, la industria creció en términos anuales, luego de haber registrado contracciones por dos años consecutivos. El resto de sectores (exceptuando el de suministros de electricidad, gas y agua), registraron incrementos superiores al crecimiento total del PIB.

La información reciente de confianza del consumidor, crecimiento de las ventas minoristas, expectativas de ventas e inversión sugieren que el dinamismo de

Durante el primer semestre de 2014 la inflación total y el promedio de las cuatro medidas de inflación básica se aceleraron, convergiendo al 3%.

la demanda interna continuó en el segundo trimestre. En lo corrido del año las exportaciones en dólares registraron caídas, mientras que las importaciones han aumentado. Por su parte, la industria siguió recuperándose, en tanto que la producción minera sigue presentando un desempeño mediocre, afectado por choques de oferta. Todo ello en un contexto de una tasa de desempleo que continúa con una tendencia decreciente.

Con respecto al financiamiento interno, en el segundo trimestre de 2014 el crédito total se aceleró, jalonado por los mayores ritmos de aumento de las carteras comercial e hipotecaria. Las tasas de interés reales han mostrado una tendencia decreciente en la medida en que la inflación ha convergido al 3%. En cuanto al financiamiento externo, con datos al primer trimestre la balanza de pagos muestra que Colombia continuó registrando entradas netas de recursos en la cuenta financiera, que permitieron cubrir con holgura el mayor déficit en la cuenta corriente, el cual fue generado tanto por el dinamismo de la demanda interna como por una demanda externa débil. Las condiciones del entorno internacional, junto con el buen desempeño y las perspectivas de la economía colombiana, llevaron a que el peso colombiano se apreciara, tanto en términos nominales como reales, frente al cierre de 2013.

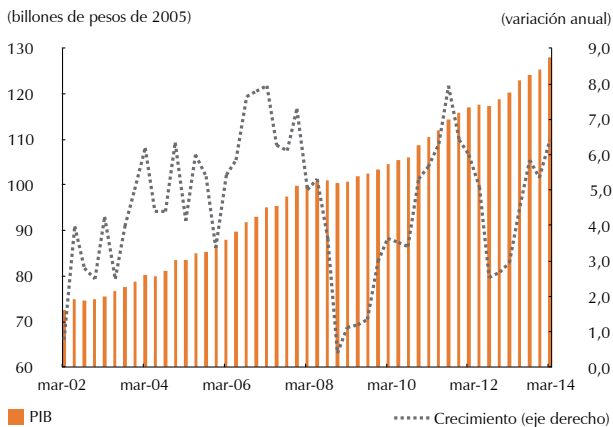
Para lo que resta de 2014 los datos más recientes de la actividad económica global sugieren que la recuperación mundial continuará. En los Estados Unidos estas cifras indican que su actividad económica podría mantener una recuperación gradual, mientras que la expansión en la zona del euro continuaría a un ritmo modesto. La desaceleración de algunas economías emergentes, incluidas varias de la región, podría acentuarse. Así, es probable que en 2014 el crecimiento promedio de los socios comerciales de Colombia sea similar al registrado en 2013 y que los términos de intercambio se mantengan en niveles altos. Esto, junto con la información disponible para Colombia, indica que la demanda interna continuará siendo el motor de crecimiento durante este año.

En las circunstancias descritas, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) consideró que la estabilidad macroeconómica y la actual convergencia de la inflación a la meta de largo plazo son compatibles con una tasa de interés de intervención menos expansiva. Consideró, además, que un ajuste gradual del estímulo monetario reduce la necesidad de hacer cambios bruscos en el futuro. Teniendo en cuenta lo anterior, y los rezagos con que las acciones de política monetaria afectan la inflación y el crecimiento, la JDBR decidió iniciar el proceso de normalización de la política monetaria, para lo cual aumentó la tasa de interés de intervención en 25 pb en cada una de sus reuniones de abril, mayo y junio de 2014. De esta forma, la tasa de interés de referencia que había permanecido estable en 3,25% entre marzo de 2013 y de 2014 se ubicó en 4%.

El crecimiento del PIB para 2013 se revisó al alza y el del primer trimestre de 2014 (6,4% anual) fue significativamente superior a lo esperado.

Por otra parte, la JDBR decidió continuar con el programa de compras de reservas internacionales, por lo que en diciembre de 2013 y marzo de 2014 decidió acumular hasta US\$1.000 millones (m) tanto en el primero, como en el segundo trimestres del presente año. En junio la JDBR decidió incrementar el monto de compras y anunció que acumulará hasta US\$2.000 m entre los meses de julio y septiembre.

Gráfico 8
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

1. Resultados para el primer trimestre de 2014

La información más reciente publicada por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) reveló que durante los primeros tres meses del año el PIB se expandió a una tasa anual de 6,4% (Gráfico 8). Esta cifra fue mayor que la registrada para el último trimestre de 2013 (5,3%), y se ubicó por encima de lo esperado por el equipo técnico del Banco de la República (4,8%) y por el mercado. En términos trimestrales el crecimiento fue 2,3%. Adicionalmente, el DANE revisó al alza la cifra de todo 2013, al pasarla de 4,3% a 4,7%.

Este buen dato fue posible, en gran medida, por el importante dinamismo de la demanda interna, aunque a este también contribuyó el efecto calendario de un mayor número de días hábiles en el primer trimestre de este año frente al mismo período de 2013. Dentro de la demanda interna se destacó el impulso originado desde el rubro de la inversión, principalmente aquella relacionada con la construcción de obras civiles, la cual se expandió a una tasa anual de 25,4%³. Gracias a ello, la formación bruta de capital fijo se incrementó por encima del promedio para todo el año pasado, alcanzando el mayor crecimiento de los últimos nueve trimestres. La inversión en maquinaria y equipo también registró un desempeño por encima del resto de la economía, ligado, entre otras cosas, al mayor dinamismo del sector industrial.

En los primeros meses del año también fue importante la contribución del consumo privado a la expansión de la economía. Este agregado creció a tasas anuales superiores a su promedio desde 2001, lo cual habría estado relacionado con unas condiciones económicas favorables de los consumidores, con un buen ritmo de crecimiento del crédito de los hogares y con un nivel de empleo que aumentó durante dicho trimestre. Los mayores incrementos ocurrieron en el consumo de bienes semidurables y durables, aunque el gasto en bienes no durables y en servicios también mantuvo un buen ritmo de expansión. Por su parte, el consumo final del Gobierno también se aceleró y registró la mayor expansión de los últimos dieciocho trimestres (Cuadro 1).

Con respecto a la demanda externa, las economías de nuestros principales socios comerciales mostraron un desempeño mediocre, lo que habría propiciado la desaceleración de las exportaciones. Estas se expandieron a una tasa menor que la

3 Es importante señalar que la dinámica del PIB de inversión en obras civiles está determinada por el comportamiento del indicador de inversión en obras civiles (IIOC) del DANE, el cual mide la evolución trimestral de este rubro mediante la contabilización de los pagos (desembolsos) de las entidades a los contratistas. Este indicador no mide directamente el nivel de ejecución de las obras civiles. Para más detalle véase *Informe al Congreso* de marzo de 2013, Recuadro 1: “Medición de las obras civiles en el PIB”, pp. 93-94.

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

	2013				2013	2014
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.
Consumo total	3,8	4,5	4,6	4,5	4,4	5,6
Consumo de hogares	3,6	4,4	4,5	4,4	4,2	5,1
Bienes no durables	2,5	4,7	4,3	5,0	4,1	5,6
Bienes semidurables	3,7	7,0	6,4	6,6	5,9	6,8
Bienes durables	5,3	4,2	9,8	(3,2)	3,8	6,2
Servicios	4,0	4,1	4,1	4,5	4,2	4,3
Consumo final del Gobierno	5,6	5,7	5,9	6,1	5,8	7,5
Formación bruta de capital	0,8	1,8	10,7	7,4	5,1	16,9
Formación bruta de capital fijo	4,5	0,8	11,7	7,7	6,1	14,6
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	(1,4)	(6,1)	(10,0)	(13,9)	(7,9)	3,7
Maquinaria y equipo	2,5	3,0	1,6	4,3	2,9	12,8
Equipo de transporte	(14,4)	(14,6)	1,5	9,4	(4,9)	3,6
Construcción y edificaciones	12,2	12,5	31,8	(3,7)	12,0	8,3
Obras civiles	10,2	(0,2)	19,7	20,8	11,9	25,4
Servicios	4,0	(2,6)	12,9	3,3	4,2	6,0
Demanda interna	3,1	4,0	6,3	5,4	4,7	8,7
Exportaciones totales	0,7	10,3	2,3	8,5	5,4	6,9
Importaciones totales	1,7	4,2	4,8	7,4	4,5	16,3
PIB	2,9	4,6	5,8	5,3	4,7	6,4

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

del cuarto trimestre de 2013. Las importaciones, por su parte, registraron el crecimiento más alto de los últimos dos años, gracias a la mayor demanda de material de construcción y de productos refinados.

Por el lado de la oferta, las mayores tasas de crecimiento se observaron, en su orden, en construcción (17,2%) y en servicios sociales, comunales y personales (6,3%) (Cuadro 2). La actividad industrial mostró un crecimiento positivo (3,3%), siendo este el más alto en los últimos dos años. Por su parte, la minería presentó alguna recuperación (5,6%), en particular, en la producción de carbón (33,3%), en parte por una baja base de comparación debido a los choques de oferta del primer trimestre de 2013. Otros sectores, como el comercio, el financiero y el agropecuario, mantuvieron su fuerte dinamismo en los primeros meses del año. De igual forma, el ítem relacionado con los impuestos exhibió una importante expansión.

Dentro de la rama de construcción, el desempeño más sobresaliente se observó en las obras civiles (24,8%), aunque el sector de edificaciones también reportó una expansión por encima de la economía en su conjunto (7,9%). El comportamiento

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

Sector	2013				2013 Año completo	2014 I trim.
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.		
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3,1	7,6	5,2	5,9	5,5	6,1
Explotación de minas y canteras	1,0	4,3	6,8	7,8	4,9	5,6
Industria manufacturera	(4,8)	1,1	(0,2)	0,0	(1,0)	3,3
Electricidad, gas y agua	4,4	5,9	4,0	5,3	4,9	3,1
Construcción	11,1	6,1	23,3	8,6	12,0	17,2
Edificaciones	11,1	11,9	29,9	(3,0)	11,4	7,9
Obras civiles	11,3	1,9	18,8	20,6	12,7	24,8
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	2,9	4,3	4,6	5,5	4,3	5,6
Transporte, almacenamiento y comunicación	2,1	3,2	3,5	3,5	3,1	4,5
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	3,8	4,6	6,0	5,7	5,0	6,0
Servicios sociales, comunales y personales	5,0	5,1	5,0	6,2	5,3	6,3
Subtotal valor agregado	2,7	4,3	5,6	5,2	4,5	6,3
Impuestos menos subsidios	3,8	4,6	5,7	4,5	4,7	7,7
PIB	2,9	4,6	5,8	5,3	4,7	6,4

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de la primera subrama estuvo ligado en mayor medida a la buena dinámica registrada para el grupo de carreteras y de otras obras de ingeniería. Otro grupo que también contribuyó de manera positiva fue el de vías de agua, puertos y represas. Por su parte, el comportamiento de las edificaciones estuvo explicado por el efecto de una baja base de comparación con respecto al año anterior, una ejecución más alta en las etapas del proceso constructivo con mayor valor agregado y por la continuación de los programas de vivienda de interés prioritario por parte del Gobierno.

2. Perspectivas de la actividad económica para el resto de 2014

Teniendo en cuenta los resultados del PIB del primer trimestre del año, el equipo técnico del Banco de la República revisó su pronóstico de crecimiento de la economía para todo 2014. De acuerdo con la última proyección se espera que el producto se expanda entre 4,2% y 5,8%, con 5,0% como cifra más probable.

Para lo que resta de 2014 se esperan influencias mixtas en el frente externo. La economía de los Estados Unidos, que presentó un retroceso transitorio en el primer trimestre del año, deberá acelerarse, favoreciendo la venta de productos colombianos en ese mercado y ayudando a sostener los precios de bienes básicos de exportación en niveles altos. Por el contrario, para buena parte de los socios comerciales del país en América Latina se proyecta un crecimiento más débil que lo considerado hace tres meses, lo que puede afectar el desempeño de nuestras exportaciones en la región.

La demanda interna continuaría siendo el principal motor de crecimiento en lo que resta del año.

Dado lo anterior, deberá ser el dinamismo de la demanda interna el que continúe siendo el principal factor que impulse el crecimiento de Colombia entre el segundo y el cuarto trimestres de este año. En el ámbito local se observan algunos indicios que sugieren condiciones adecuadas para que continúe la buena expansión de la demanda interna en el corto y mediano plazos. A pesar de que para el segundo trimestre se cuente con un menor número de días hábiles, los indicadores coyunturales del comercio minorista y de las expectativas de los consumidores revelan que el gasto de las familias habría continuado mostrando un dinamismo importante. Asimismo, se siguen observando mejorías en las condiciones laborales y los ingresos familiares, como se explica en la sección B de este capítulo.

Con respecto al consumo final del Gobierno, según lo consignado en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo*, publicado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público en junio de 2014, para este año se consideran aumentos del gasto del gobierno nacional central (GNC), asociados con los compromisos adquiridos por concepto de servicios personales de los empleados de la rama judicial y la Fiscalía General de la Nación, entre otros. Adicionalmente, se prevé una aceleración del gasto de los gobiernos regionales y locales, dados los pronósticos que se tienen a este nivel de un menor superávit fiscal para este año.

Las proyecciones para el año 2014 (y las de 2015) dependen también del comportamiento de la formación bruta de capital, sobre todo aquella relacionada con la construcción de edificaciones y de obras civiles. En el primer caso, el impulso proveniente del programa de construcción de vivienda con fines sociales que adelanta el gobierno nacional debe continuar durante el resto del año. En particular, están dadas las condiciones para que la construcción de viviendas de interés social (VIS) y de interés prioritario (VIP) en Bogotá siga siendo dinámica, ya que los problemas de licenciamiento y ejecución que ocurrieron en el pasado se habrían superado. Por el lado de la construcción no residencial, los indicadores más recientes sugieren que este renglón mantendría un buen ritmo de crecimiento.

En el caso de las obras civiles, continuaría la inversión en los distintos proyectos de infraestructura considerados como estratégicos para el desarrollo nacional a mediano plazo, como es el caso de la autopista Ruta del Sol y el mantenimiento de vías secundarias. En el ámbito regional, de mantenerse el buen ritmo de ejecución presupuestal por parte de los gobiernos regionales y locales, que se observó durante el primer trimestre, el agregado para todo el año ostentaría un crecimiento importante. Además, cabe señalar que por disposiciones legales los nuevos recursos provenientes por concepto de regalías administrados por el Sistema General de Regalías estarían destinados a financiar obras de infraestructura pública, por lo que las perspectivas para todo 2014 y 2015 son favorables en este aspecto.

Desde el punto de vista de la oferta, los sectores de mayor dinamismo en 2014 deberán ser la construcción y los servicios sociales, personales y comunales.

Desde el punto de vista de la oferta, los sectores de mayor dinamismo en 2014 deberán ser la construcción y los servicios sociales, personales y comunales, con ritmos de crecimiento superiores al de la economía en su conjunto. Para otros sectores, como el comercio, los servicios financieros y los impuestos, también se proyectan tasas de expansión significativas. Por su parte, la minería se expandirá

Se espera que el dinamismo del gasto público continúe desempeñando un papel importante dentro de las fuentes de crecimiento de 2014.

a una tasa similar a la de 2013. Por último, se espera que la industria, luego de dos años consecutivos de contracción, muestre una tasa positiva, aunque por debajo de la economía en su conjunto. Asimismo, el rubro de los impuestos debería continuar aportando de manera positiva a la expansión del PIB.

En relación con 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 2014, en especial en los rubros asociados con la administración pública y la asistencia social y de salud. Por su parte, el sector de impuestos reportaría una aceleración frente a 2013 en caso de cumplirse la meta establecida por el Gobierno para el año en curso, la cual asciende a \$111,8 billones (b), e implica un crecimiento de 11,3%. De acuerdo con las autoridades económicas, en los primeros tres meses del año los ingresos tributarios fueron 19% más altos que los observados en el mismo período de 2013, comportamiento que les permite confiar en el cumplimiento de la meta.

B. MERCADO LABORAL

El comportamiento del mercado laboral durante los primeros cinco meses de 2014 confirmó lo anticipado en el *Informe al Congreso* de marzo: un crecimiento del empleo similar al observado en meses anteriores y una tasa de desempleo (TD) que continúa descendiendo. Por su parte, el aumento del empleo sigue siendo explicado por incrementos en el número de trabajadores asalariados y formales⁴, cuya dinámica está fuertemente relacionada con la evolución del consumo y la confianza de los hogares.

1. Desempleo

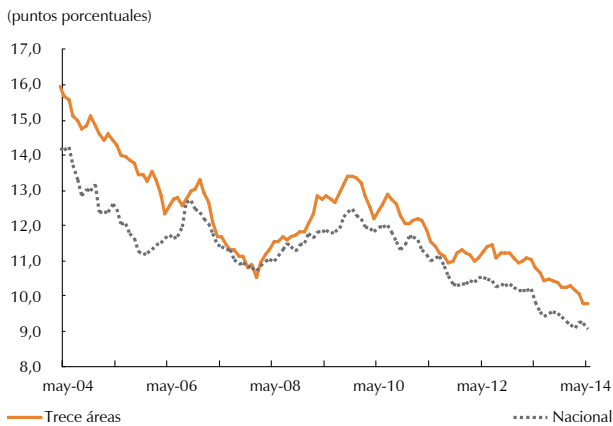
La *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) del DANE muestra descensos significativos de la TD en lo corrido del año 2014. Para el trimestre móvil terminado en mayo, la TD nacional se ubicó en 9,2%, la de las trece principales áreas metropolitanas⁵ en 9,9%, la de las cabeceras urbanas en 10,1% y la de las áreas rurales en 5,4%. Estos valores son, en su orden, inferiores en 0,8; 1,0; 0,8, y 0,6 puntos porcentuales (pp) a los observados en el mismo período de 2013.

En el primer semestre de 2014 el empleo siguió creciendo, impulsado sobre todo por el asalariado y formal.

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

5 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 9
Tasa de desempleo
(trimestre móvil desestacionalizado)



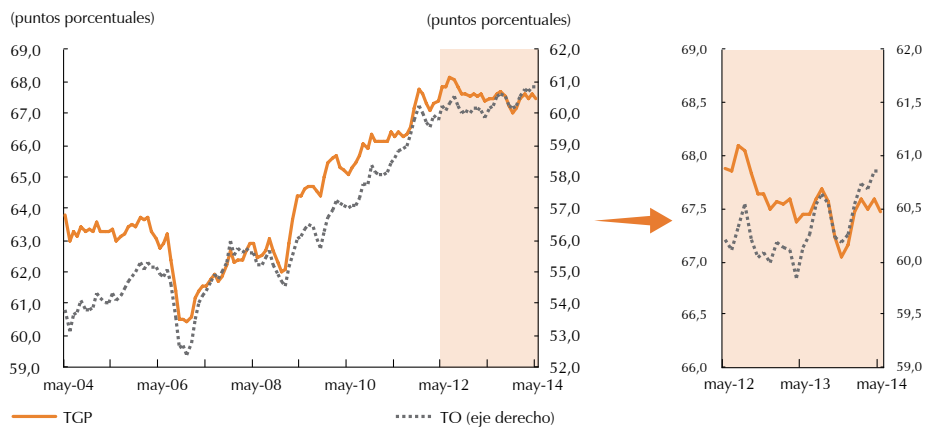
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Debe tenerse en cuenta que las series del mercado laboral presentan una estacionalidad importante (sus valores son sistemáticamente más altos o más bajos, dependiendo de la época del año). Por tanto, debe corregirse este fenómeno mediante técnicas estadísticas para poder hacer comparaciones entre meses del mismo año. Al transformar los datos para obtener series “desestacionalizadas”, se observa que tanto la TD nacional como la de las trece áreas han caído de forma importante durante 2014. Adicionalmente, a mayo de este año los indicadores desestacionalizados de la TD se encuentran en niveles mínimos desde marzo de 2001, fecha desde la cual existen series comparables (Gráfico 9).

2. Oferta y demanda por empleo

Los descensos de la TD observados durante lo corrido 2014 se explican por la dinámica de la demanda de trabajo, representada por la tasa de ocupación (TO), la cual ha aumentado más que la oferta (expresada por la tasa global de participación, TGP) (Gráfico 10).

Gráfico 10
Tasa global de participación (TGP) y tasa de ocupación (TO)
(desestacionalizadas, trece áreas)



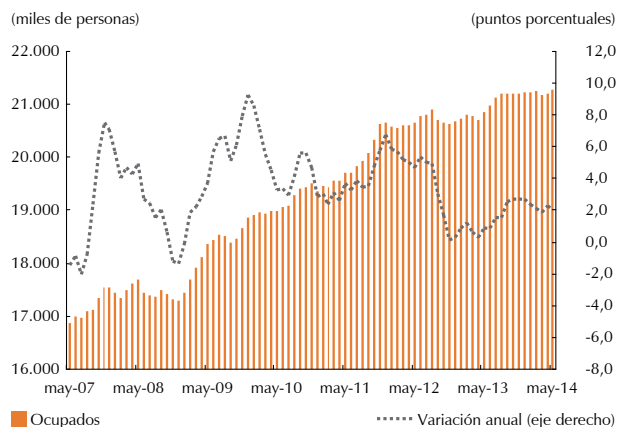
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

El incremento de la ocupación se presentó principalmente en las áreas urbanas (Gráfico 11). En promedio para el período enero-mayo el número de ocupados para el total nacional creció 2,1% anual, en las cabeceras urbanas lo hizo a una tasa de 2,9% y en las trece áreas a 2,7%. Por su parte, en las áreas rurales este indicador disminuyó 0,5% en términos anuales en promedio para estos cinco meses.

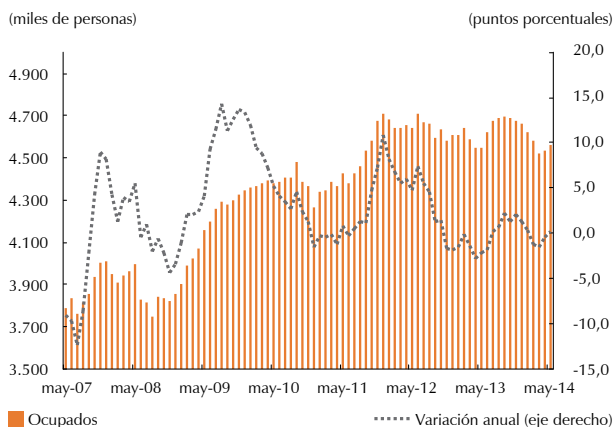
En los primeros cinco meses de 2014 las ramas de actividad que más aportaron al crecimiento promedio del empleo fueron servicios, comercio y construcción.

Gráfico 11
Número de ocupados y variación anual

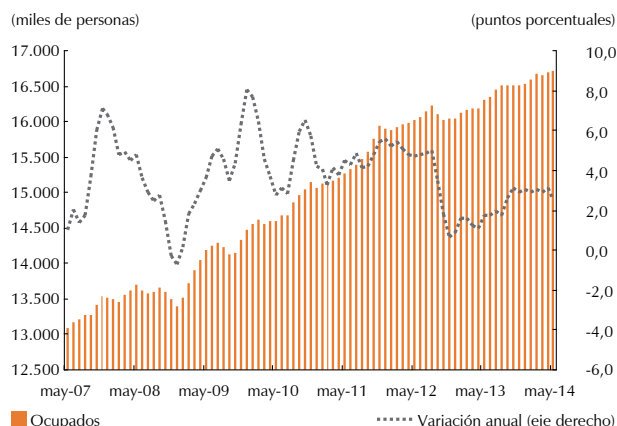
A. Total nacional



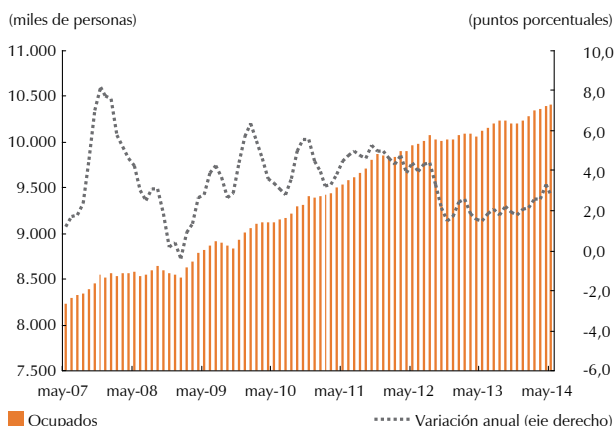
B. Áreas rurales



C. Cabeceras urbanas



D. Trece principales áreas metropolitanas



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

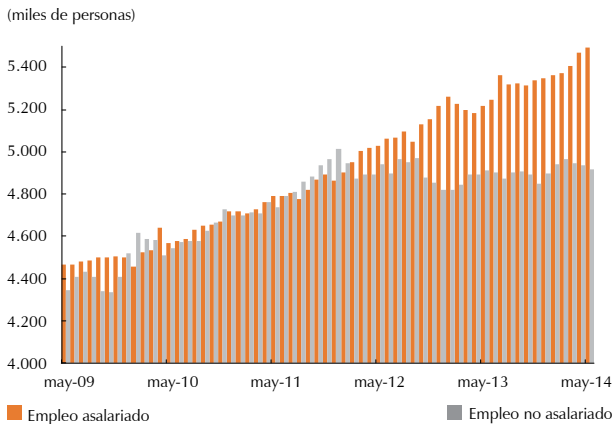
Por otro lado, la minería y la agricultura contribuyeron de manera negativa a la generación de empleo en este período.

3. Calidad del empleo y condiciones del mercado laboral

De acuerdo con el DANE, a mayo de 2014 los indicadores relacionados con la calidad del empleo continuaron mejorando, en particular en lo referente a empleo asalariado y formal. Lo anterior puede atribuirse de manera parcial a políticas implementadas para incrementar la formalización laboral, como las reducciones en las contribuciones obligatorias a cargo del empleador contempladas en la reciente reforma tributaria.

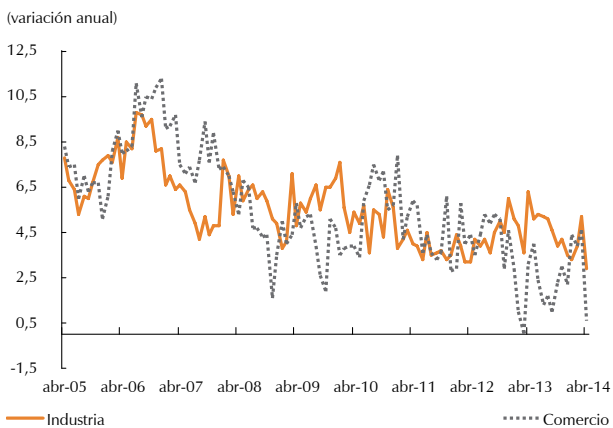
Entre enero y mayo de 2014 la mayoría del empleo generado ha sido asalariado, mientras que el no asalariado se encuentra estancado. En este período el número

Gráfico 12
Empleo por tipo de ocupación
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



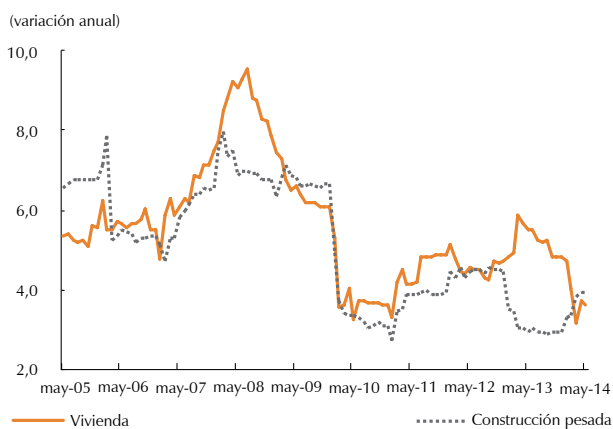
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 13
Índice de salarios nominales: industria y comercio



Fuente: DANE (Muestra mensual de comercio al por menor y Muestra mensual manufacturera); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 14
Índice de salarios nominales: construcción pesada y vivienda



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

de trabajadores asalariados aumentó en promedio 3,9% anual, mientras que el no asalariado lo hizo en 1,4% anual (Gráfico 12).

Por su parte, el porcentaje formal de la fuerza laboral se ubicó en abril en 51,4%, aumentando 1,0 pp con respecto al mismo mes del año anterior. Los incrementos de la formalidad y del empleo asalariado sugieren avances en la calidad del empleo, por cuanto están asociados con una mayor estabilidad laboral, remuneraciones más altas y un acceso más fácil al crédito, lo que a su vez incrementa los niveles de confianza y el consumo de los hogares.

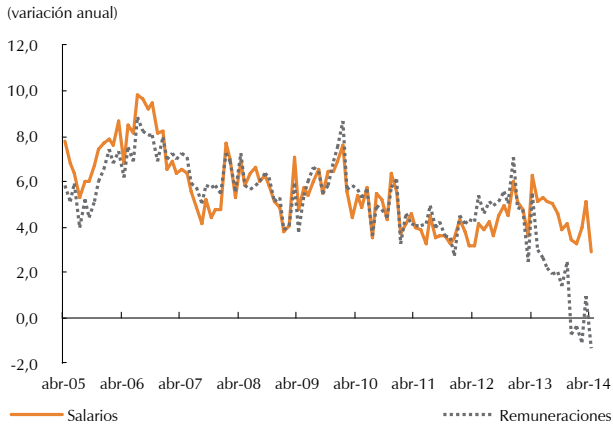
4. Costos laborales y salariales

Los ajustes salariales en los primeros meses de 2014 continúan siendo moderados. Entre enero y abril los salarios nominales de la industria han presentado un incremento promedio de 3,8% anual, mientras que en el comercio el aumento promedio fue de 3,3% en el mismo período (Gráfico 13). En cuanto a la construcción pesada y de vivienda, entre enero y mayo los salarios nominales registraron una expansión anual promedio de 3,7% y 3,8%, respectivamente (Gráfico 14).

Como se anticipó en el *Informe al Congreso* anterior, la reducción en las contribuciones obligatorias a cargo del empleador, contempladas en la pasada reforma tributaria, ha resultado en un menor costo de la mano de obra, a pesar de que se continúen observando incrementos en los salarios. La información sobre la industria muestra, precisamente, cómo desde la implementación de dichas reducciones las remuneraciones a los trabajadores (que comprenden la suma del salario y las prestaciones sociales) han caído, mientras los salarios continúan exhibiendo ajustes positivos (Gráfico 15).

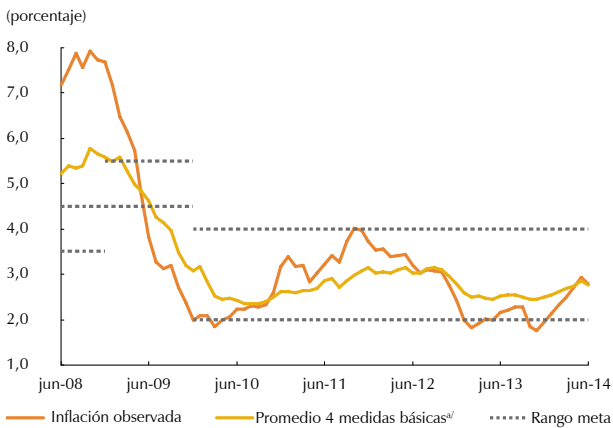
Por ende, no se prevén presiones de precios originadas en el mercado laboral que puedan poner en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación del Banco de la República para 2014. Sin embargo, el descenso de la TD sugiere un mercado laboral cada vez menos holgado, por lo que a futuro se podrían empezar a observar algunas presiones de costos laborales sobre la inflación,

Gráfico 15
Salarios y remuneraciones nominales en la industria



Fuente: DANE (Muestra mensual manufacturera); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 16
Inflación total al consumidor e inflación básica



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

a medida que se diluya el efecto transitorio de la mencionada reforma tributaria.

C. INFLACIÓN

1. La inflación en lo corrido de 2014

A lo largo del primer semestre de 2014 la inflación anual al consumidor tendió a converger al punto medio del rango meta (3,0%) a una velocidad más rápida que la prevista por los analistas del mercado y por el equipo técnico del Banco de la República. El dato reportado por el DANE para junio fue de 2,79%, frente a una cifra de 1,94% en diciembre del año anterior (Gráfico 16 y Cuadro 3).

Algo similar sucedió con la inflación básica (definida como el promedio de los cuatro indicadores utilizados por el Banco)⁶, la cual aumentó en lo corrido del año, aproximándose también al 3,0%. En junio la variación anual de este indicador fue de 2,76%, lo que significó un aumento de 25 pb frente al dato de finales de 2013 (Gráfico 16 y Cuadro 3).

Varios factores explican el aumento de la inflación de los últimos meses hacia niveles más cercanos al punto medio del rango meta. El primero de ellos es la reversión de una serie de choques de oferta transitorios, dentro de los que se incluyen unas condiciones climáticas óptimas que redujeron los precios de los alimentos a niveles inusualmente bajos. A partir de diciembre

de 2013 esta situación se revirtió y los precios de los alimentos han tendido a normalizarse.

Otro factor que contribuyó a la convergencia de la inflación a la meta en la primera mitad del año fue la desaparición del efecto bajista producido por la reducción de impuestos indirectos que se implementó el año pasado. En su momento esta medida redujo por una sola vez los precios de varios artículos, en particular de diversos alimentos, de las comidas fuera del hogar y de la gasolina, desacelerando la inflación anual en cerca de 26 pb durante doce meses, sobre todo para las subcanastas de alimentos y de regulados.

6 Es decir, el promedio de la inflación sin alimentos; núcleo 20; sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos; y sin alimentos ni regulados.

Cuadro 3
Indicadores de inflación al consumidor
(a junio de 2014)
(porcentaje)

Descripción	Ponderación	Jun-13	Sep-13	Dic-13	Mar-14	Abr-14	May-14	Jun-14
Total	100	2,16	2,27	1,94	2,51	2,72	2,93	2,79
Sin alimentos	71,79	2,48	2,36	2,36	2,62	2,85	2,76	2,66
Transables	26	1,10	1,34	1,40	1,65	1,83	1,95	1,94
No transables	30,52	3,78	3,70	3,76	3,55	3,51	3,68	3,45
Regulados	15,26	1,98	1,24	1,05	2,21	3,05	2,14	2,14
Alimentos	28,21	1,34	2,05	0,86	2,23	2,39	3,35	3,11
Perecederos	3,88	2,44	5,94	(0,16)	3,17	6,89	10,97	8,92
Procesados	16,26	(0,11)	0,18	(0,24)	0,92	0,51	1,23	1,44
Comidas fuera del hogar	8,07	3,51	3,74	3,26	4,13	3,73	3,75	3,52
Indicadores de inflación básica								
Sin alimentos		2,48	2,36	2,36	2,62	2,85	2,76	2,66
Núcleo 20		2,83	2,79	2,72	2,86	2,80	3,14	3,04
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos		2,14	2,19	2,19	2,53	2,54	2,63	2,53
Inflación sin alimentos ni regulados		2,63	2,69	2,74	2,74	2,80	2,95	2,81
Promedio de los indicadores de inflación básica		2,52	2,51	2,50	2,69	2,75	2,87	2,76

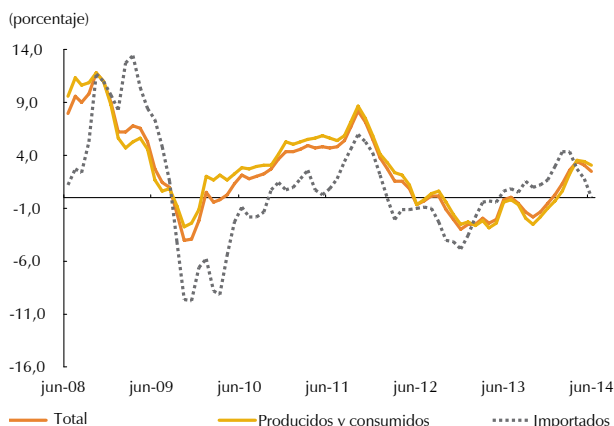
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Un tercer factor que ejerció presiones alcistas sobre la inflación en los primeros meses del año fue el aumento de la tasa de cambio entre finales del año pasado y marzo. Como era de esperarse, el principal efecto se sintió sobre la variación anual del IPC de transables sin alimentos ni regulados, que se aceleró en más de 50 pb en el primer semestre, aunque su nivel permaneció bajo comparado con el resto de principales subcanastas. Por el contrario, con datos a junio la apreciación del peso que se observó a partir de abril aún no se había transmitido al IPC. Cabe señalar que los precios al consumidor suelen reaccionar a los movimientos del tipo de cambio con un rezago cercano a un trimestre.

El aumento de la inflación en la primera mitad del año también resulta coherente con la aceleración del crecimiento económico al primer trimestre y, en particular, con el de la demanda interna. Por otro lado, aunque la tasa de desempleo ha disminuido continuamente en los últimos trimestres, y a junio se encontraba en niveles mínimos desde el año 2000, los salarios aún se ajustan a tasas relativamente bajas y compatibles con la meta de inflación. Por ello, las presiones sobre precios provenientes de los costos laborales se mantuvieron bajo control en ese período.

En el caso de los costos no salariales, la depreciación del peso incidió en aumentos en los precios al productor (IPP) de materias primas y bienes de

Gráfico 17
Índice de precios al productor por procedencia



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

capital importados, presionando al alza los costos de producción en los primeros cuatro meses del año (Gráfico 17). Sin embargo, la apreciación más reciente revirtió estas tendencias. Algo similar sucedió con los precios al productor de los bienes de origen agropecuario, los cuales han presentado disminuciones en los últimos dos meses, luego de las alzas observadas durante el año pasado y los cuatro primeros meses.

2. Perspectivas para el resto del año

Tanto el equipo técnico del Banco de la República como los analistas del mercado pronostican un aumento adicional de la inflación anual al consumidor durante el segundo semestre del año. De esta forma, es probable que la cifra final se sitúe ligeramente por encima de 3,0%.

Estas proyecciones tienen en cuenta el comportamiento de las expectativas de inflación, las cuales han subido lentamente en lo corrido del año: es el caso de las reportadas en la encuesta mensual de junio, efectuada por el Banco de la República a los analistas del mercado, que para diciembre muestran una inflación esperada de 3,4% y a doce meses una de 3,2%. Algo similar se observa en la encuesta trimestral efectuada a empresarios, en tanto que el indicador derivado de la curva de rendimientos de los TES señala una inflación esperada de alrededor de 3,1% a dos, tres y cinco años.

La inflación anual aumentaría especialmente en el cuarto trimestre, impulsada por el IPC de alimentos, en particular debido a la existencia de una base de comparación muy baja en el mismo período de 2013. En esa oportunidad los precios de los alimentos presentaron descensos atípicos, mostrando niveles muy bajos, los cuales se revertirían por completo a finales de 2014. Algo similar se espera del IPC de regulados, dado que las reducciones en el precio interno de la gasolina que se observaron a finales de 2013 no se repetirían este año.

Por otro lado, en la medida en que buena parte del dinamismo de la demanda interna observado en el primer trimestre tienda a mantenerse el resto del año, es previsible que empiecen a surgir algunas presiones sobre los precios al consumidor, algo que podría ocurrir hacia el cuarto trimestre y en 2015. Al respecto, cabe señalar que con las cifras más recientes de crecimiento se incrementó la probabilidad de que la economía se encuentre cerca del uso pleno de su capacidad productiva.

Para lo que resta del año no se anticipan presiones de costos salariales, pese a que el mercado laboral debería estar en una situación menos holgada en los próximos meses que en los últimos seis años. Esto gracias a que las eventuales alzas en los salarios, por encima de niveles compatibles con la meta de inflación, seguirán siendo compensadas por la reducción de los impuestos a la nómina ordenada por la reforma tributaria implementada desde el año pasado. Sin embargo, si la tasa de desempleo continúa

El equipo técnico del Banco de la República y los analistas del mercado pronostican un aumento de la inflación durante el segundo semestre del año.

Dado el impulso que trae la demanda interna, existe el riesgo que, de presentarse un episodio de depreciación, se transmita de manera más fuerte a la inflación que en años anteriores.

disminuyendo, es posible que dichas presiones surjan hacia 2015, una vez se haya completado la rebaja de estas cargas.

Debido al comportamiento reciente del tipo de cambio, las presiones sobre precios provenientes de este frente deberán ser escasas el resto del año. No obstante, de ocurrir un episodio de depreciación, existe el riesgo de que se transmita de manera más fuerte a la inflación que en años anteriores, dado el impulso que trae la demanda interna.

La inflación al consumidor en Colombia enfrenta otros riesgos alcistas para lo que resta del año y sobre todo para 2015. El primero de ellos tiene que ver con la posibilidad de que se presente un fenómeno de El Niño (véase Recuadro 1, pp. 83-88) que presione al alza los precios de los alimentos y de la energía hacia finales del presente año y durante el primer semestre del próximo. Estas alzas, de naturaleza transitoria, podrían tener efectos permanentes si alterasen las expectativas de inflación e influyesen en los contratos de precios y salarios. No obstante, conviene señalar que, de presentarse un fenómeno de El Niño, es muy probable que este sea de intensidad moderada, por lo que los efectos sobre los precios al consumidor serían menores.

D. TASAS DE INTERÉS Y SECTOR FINANCIERO

1. Comportamiento de las tasas de interés en lo corrido de 2014

En el segundo trimestre de 2014 la JDBR aumentó la tasa de interés de referencia en 75 pb⁷, luego de haberla mantenido estable durante trece meses. Así, la tasa de política pasó de 3,25% en marzo de 2014 a 4,0% en junio del mismo año.

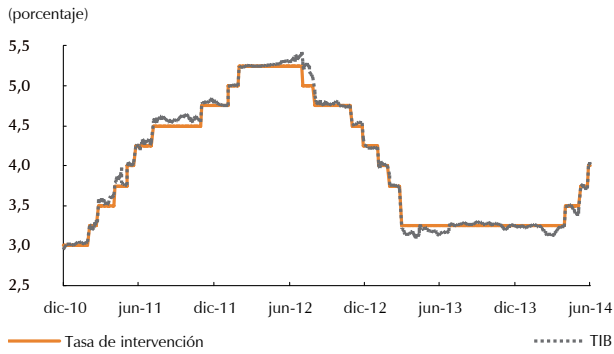
Una vez definidos los cambios en la tasa de referencia, el Banco suministra la liquidez primaria necesaria al sistema financiero para mantener las tasas de interés de mercado a un día en línea con la tasa de política. Dicha liquidez se puede suministrar de forma permanente, en particular mediante las operaciones de compraventa de divisas o compraventas definitivas de TES. Por su parte, el mecanismo transitorio más importante lo constituyen los repos con el sistema financiero y, en el período reciente, los depósitos remunerados de control monetario. Para el año completo terminado en junio de 2014 la provisión de liquidez primaria al mercado se realizó, principalmente, con el programa de compras de divisas (véase sombreado pp. 49-50).

Con las anteriores operaciones los incrementos de la tasa de política se transmitieron a la tasa interbancaria a un día (TIB), la cual se situó en 4,02% a finales de junio, incrementándose en 79 pb después del 25 de abril de 2014, fecha del cambio de postura monetaria (Gráfico 18). Durante el segundo trimestre del año la transmisión hacia las tasas de interés de captación (tasas pasivas) y de préstamos (tasas activas) de los establecimientos de crédito ha sido baja. Con respecto a las primeras, se observaron incrementos en la tasa total de captación de los depósitos a término

En el segundo trimestre de 2014 la JDBR aumentó la tasa de interés de referencia en 75 pb, luego de haberla mantenido estable durante trece meses.

7 La incrementó 25 pb en cada reunión de los meses de abril, mayo y junio.

Gráfico 18
Tasa de interés de intervención del Banco de la República y tasa de interés interbancaria (TIB)^{a/}



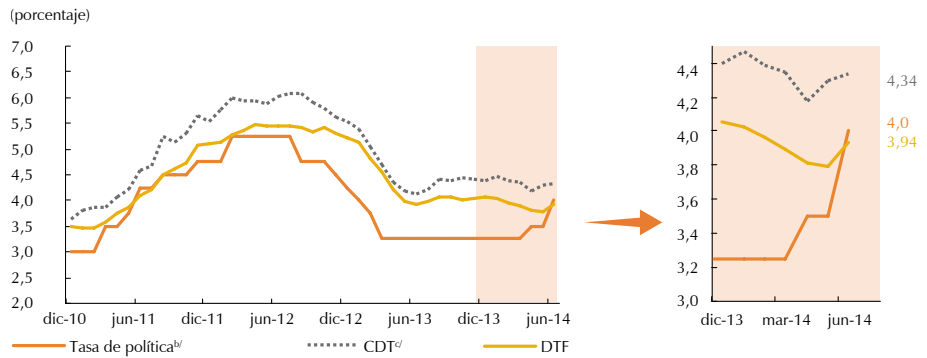
a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 27 de junio de 2014.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

(CDT) y en la DTF (15 pb y 12 pb, respectivamente), aunque menores al aumento de la tasa de política⁸. En cuanto a las de crédito, en general estas permanecieron estables, con ligeros aumentos en las tasas promedio de los préstamos de consumo, tarjeta de crédito, tesorería y preferencial (22 pb, 16 pb, 10 pb y 12 pb, respectivamente) (gráficos 19 y 20, panel A).

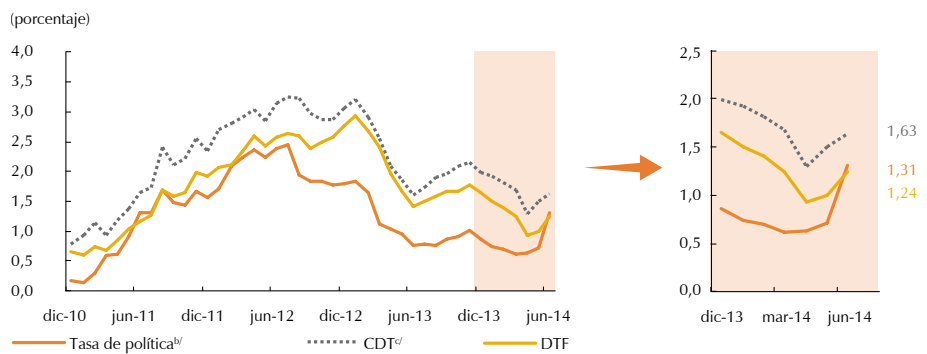
Con relación a las tasas reales (activas y pasivas), en junio se frenó la tendencia decreciente que, como consecuencia del aumento en la inflación, se venía presentando desde hace algunos meses en la mayoría de estas. No obstante, se mantienen por debajo de sus promedios históricos (gráficos 19 y 20, panel B).

Gráfico 19
Tasa de interés de referencia y tasas de captación

A. Tasas nominales



B. Tasas reales^{a/}

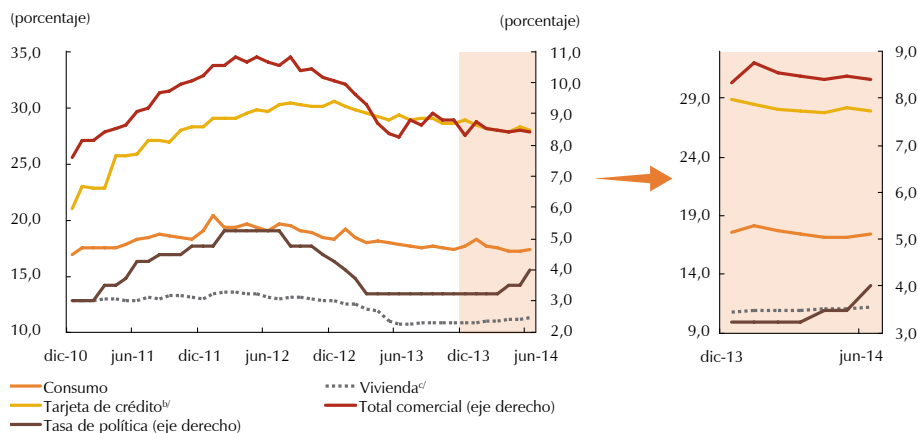


a/ Se utiliza el IPC sin alimentos.
b/ Dato del fin de mes monetario.
c/ Promedio mensual ponderado de la tasa de interés de CDT a todos los plazos.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

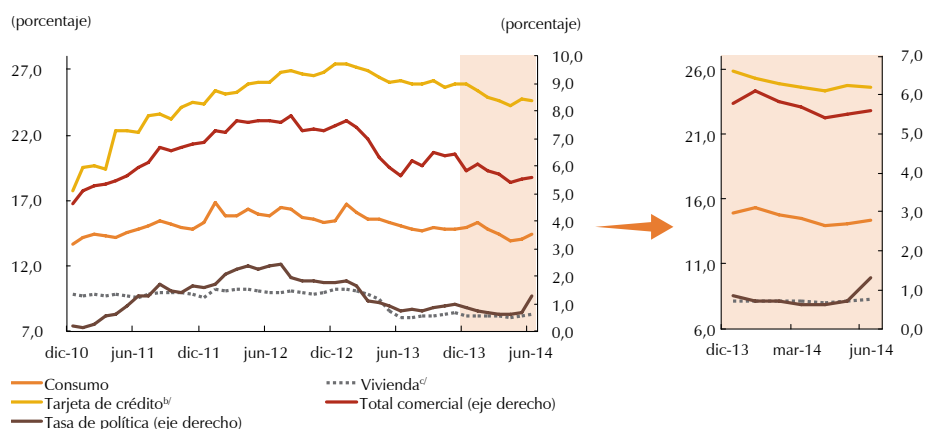
8 Al comparar las tasas de captación a diferentes plazos se observa que, en general, todas estas se han incrementado entre los meses de abril y junio, excepto las correspondientes a depósitos entre 31 y 59 días (para captaciones a 45 días hubo un leve aumento de 6 pb).

Gráfico 20
Tasa de interés de referencia y tasas de interés activas

A. Tasas nominales



B. Tasas reales^{a/}



a/ Se utiliza el IPC sin alimentos. Las tasas de interés corresponden al promedio mensual excepto la de referencia que corresponde al dato del fin de mes monetario.
b/ No incluye compras a un mes ni avances.
c/ Adquisición no VIS.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

BASE MONETARIA

Al finalizar junio de 2014 la base monetaria ascendió a \$62.279 mm y registró un crecimiento anual de 16,2%¹. Al considerar un año completo desde junio de 2013, la principal fuente de oferta de liquidez primaria fue la acumulación de reservas internacionales mediante el programa de subas-

tas de compras directas, implementado por el Banco de la República. Durante este período las compras ascendieron a US\$4.249,7 m (\$8.181 mm) y fueron inferiores al incremento de la demanda de la base monetaria (\$8.692 mm). Las fuentes de expansión de liquidez adicionales correspondieron a la reducción del saldo de los depósitos remunerados de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) en \$1.286 mm, al efecto de la variación de otras cuentas del balance del Banco en \$1.200 mm y al

1 Para dicho mes el crecimiento promedio anual fue igual a 16,86% (13,8% en términos reales).

incremento de las operaciones de liquidez netas, esto es, el neto de los repos de expansión y los depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE) en \$385 mm.

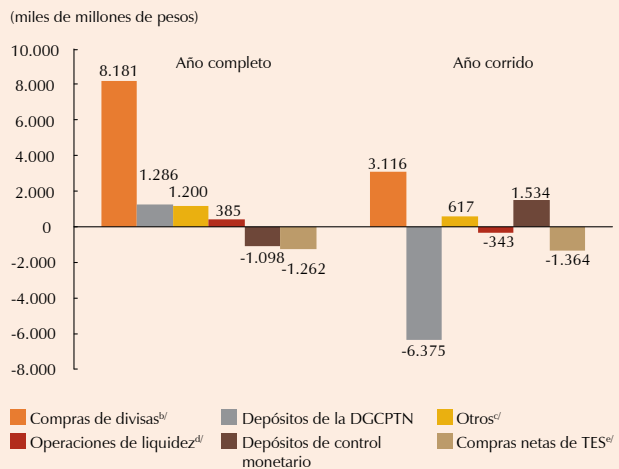
Con respecto a la variación de las otras cuentas de balance mencionadas (\$1.200 mm), esta se explica principalmente por el efecto monetario del estado de resultados (P y G) del Banco. Dentro de este renglón, los rubros que tuvieron un mayor efecto expansionista corresponden a la remuneración tanto a los depósitos del Tesoro Nacional (DGCPTN) (\$396 mm) como a los TES de control monetario (\$261 mm), y a los gastos corporativos (de personal y generales) (\$331 mm) y de pensionados (\$210 mm).

Vale la pena aclarar que el monto de los títulos (TES) que el gobierno nacional trasladó al Banco para enjugar parte de las pérdidas presentadas en el año 2013 no se recoge en las cifras anteriores. El traslado de tales títulos tuvo efecto monetario hasta que el Banco realizó ventas al mercado. Así, las ventas netas y vencimientos de TES en poder del Banco (\$1.262 mm) fueron la principal fuente de contracción de la base monetaria para el año terminado en junio de 2014. En segundo lugar, entre las fuentes de contracción de la base monetaria se encuentra el incremento del saldo de TES de control monetario (\$1.098 mm) (Gráfico A).

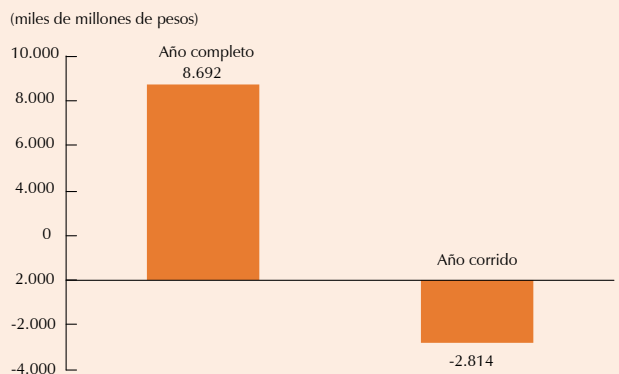
Con respecto al cierre de 2013, la base se redujo \$2.814 mm debido al comportamiento estacional de finales de año. Por consiguiente, en lo corrido de 2014 hasta junio la fuente principal de contracción de la base fue el incremento de los depósitos remunerados de la DGCPTN (\$6.375 mm).

Gráfico A
Base monetaria a junio de 2014^{a/}

1. Origen



2. Variación^{a/}



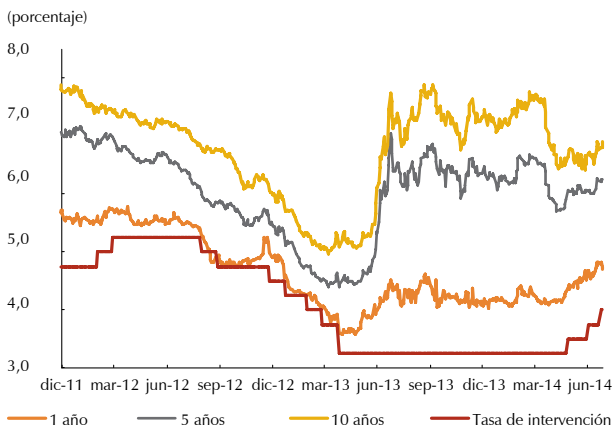
a/ Las cifras consideran el cierre del mes calendario.
b/ Incluye subastas de compra directa de divisas.
c/ Dentro del rubro "Otros" se incluye el efecto monetario del P y G del Banco de la República.
d/ Corresponde a las operaciones netas, es decir, considerara los repos de expansión y el saldo de los depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE) para todos los plazos.
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.

2. 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, en lo corrido de 2014 a junio las tasas de los TES de corto plazo aumentaron 70 pb (sus precios han disminuido)⁹, cambio similar al de la tasa de política (Gráfico 21).

9 Entre el precio de un TES y su tasa de interés de mercado hay una relación inversa. Por ejemplo, si un título promete pagar a su vencimiento \$110 y su precio de mercado es \$100, entonces su tasa de interés es de 10%. Si el precio de mercado del mismo título sube a \$105, entonces su tasa baja (4,8% = (110/105) - 1) porque al final se seguirá recibiendo los mismos \$110.

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



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

La dinámica de los bonos de mediano y largo plazos durante el semestre estuvo influenciada por otros factores locales, además de la tasa de política, y por algunos internacionales. Entre los primeros se destacan las expectativas de inflación, así como los anuncios del Gobierno en relación con los montos de emisión de los títulos y con sus proyecciones fiscales. En cuanto a los segundos, cabe mencionar que en el primer mes del presente año continuó la tendencia al alza en las tasas de los TES de mediano y largo plazos, como consecuencia de la incertidumbre de una menor liquidez mundial ocasionada por el desmonte del estímulo monetario de la Fed (*tapering*). En este período las desvalorizaciones se reforzaron por el incremento en la aversión al riesgo internacional ante la publicación de datos económicos negativos en China y los posibles

efectos que esto podría tener sobre la recuperación de la economía global; así como por las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania (Gráfico 21).

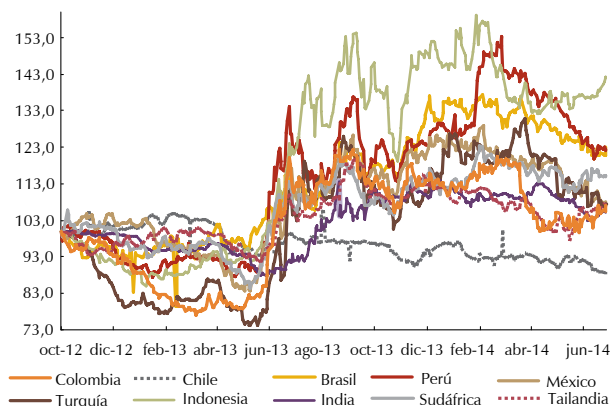
A partir de febrero los temores en el entorno internacional se disiparon cuando los bancos centrales de varios países desarrollados anunciaron la continuidad de sus políticas monetarias expansionistas y ante la publicación de datos económicos positivos en los Estados Unidos, Europa y Asia, lo cual motivó la inversión en economías emergentes, incrementando los precios de sus bonos de deuda. Esta

tendencia fue más pronunciada para los TES en comparación con los títulos de otros países, luego del anuncio de JP Morgan a mediados de marzo de aumentar la ponderación de los bonos colombianos en sus índices globales de emergentes GBI (por su sigla en inglés) (véase Recuadro 2, pp. 89-91). Esto último generó mayor demanda de TES, principalmente de largo plazo, por parte de inversionistas extranjeros (Gráfico 22).

En junio las tasas de los TES fueron presionadas al alza (los precios se redujeron), en un contexto de expectativas de inflación más altas. También, por el anuncio de una mayor oferta de bonos, luego de que el Ministerio de Hacienda aumentara la meta de emisiones para el año 2014, así como sus proyecciones del déficit fiscal para 2014 y 2015¹⁰. Sin embargo, en el caso de los bonos de largo plazo, esta caída de los

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

(base 100 = 1 de octubre de 2012)

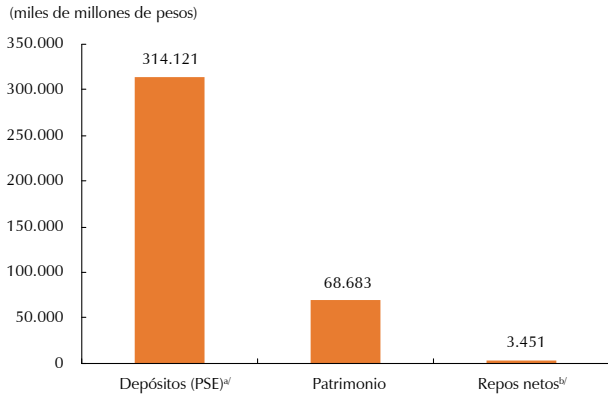


Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC; cálculos del Banco de la República.

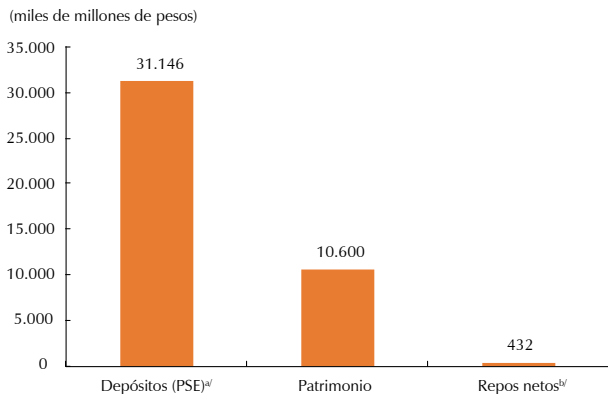
10 A mediados de junio en la revisión del *Plan Financiero* se anunció que mediante subastas se emitiría \$1 b adicional (el monto de colocaciones mediante subastas pasó de \$18,3 b a \$19,3 b), y que el monto colocado mediante operaciones convenidas y forzosas aumentaría en cerca de \$2 b. Adicionalmente, en la revisión del *Marco Fiscal de Mediano Plazo* se conoció que el déficit del GNC esperado para el año 2014 había pasado de 2,3% a 2,4% del PIB y para 2015, de 2,2% a 2,4%.

Gráfico 23
Repos netos, pasivos sujetos a encaje y patrimonio de los establecimientos de crédito a junio de 2014

A. Saldos

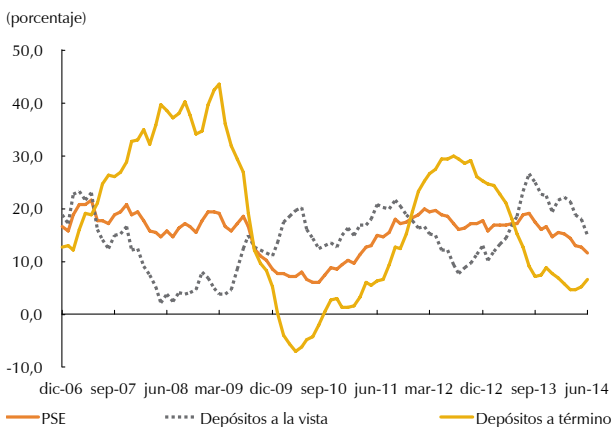


B. Variaciones anuales



Nota: información al cierre del mes monetario, es decir, al viernes 27 de junio de 2014.
a/ Corresponde a depósitos en los establecimientos de crédito a la vista y a término.
b/ Netos de los DRNCE.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 24
Crecimiento nominal anual de los pasivos sujetos a encaje totales, depósitos a la vista y depósitos a término^{a/}



a/ Variaciones porcentuales anuales de datos promedio de meses monetarios.
Fuente: Banco de la República.

precios fue inferior al incremento ocasionado por la mayor demanda de inversionistas extranjeros.

3. Principales cuentas de los establecimientos de crédito

Los intermediarios financieros o establecimientos de crédito desempeñan un papel central en la transmisión de las decisiones de política monetaria. La evolución de las cuentas de sus balances generales ilustra el funcionamiento de este mecanismo. En este contexto, los bancos realizan operaciones de captación mediante depósitos a la vista y a término (pasivos sujetos a encaje: PSE) y utilizan estos recursos para otorgar crédito por medio de cartera e inversiones en títulos.

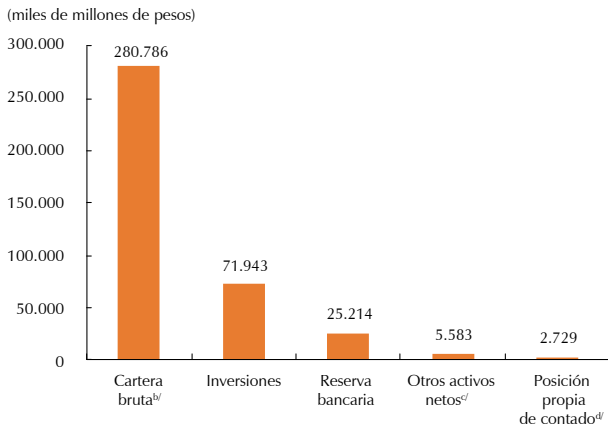
Al finalizar junio de 2014 el saldo de los PSE fue \$314.121 mm, con un aumento nominal anual de 11% (\$31.146 mm), continuando con la desaceleración observada desde el tercer trimestre de 2013 (gráficos 23 y 24). En el segundo trimestre de 2014 los depósitos a la vista continuaron exhibiendo tasas de crecimiento anuales mayores a las de los depósitos a término, a pesar de la aceleración mostrada por los segundos en los últimos meses (Gráfico 24).

Por otra parte, la cartera y las inversiones en moneda nacional constituyen los principales activos de los establecimientos de crédito¹¹. Al cierre de junio de 2014 el saldo de la cartera bruta del sistema financiero presentó una variación anual de 15,7% (\$38.153 mm) y su saldo ascendió a \$280.786 mm (Gráfico 25). Al incluir las titularizaciones de la cartera hipotecaria y las operaciones relacionadas con ventas de cartera del sistema financiero para manejo por medio de derechos fiduciarios, el total de esta en moneda nacional aumentó su ritmo de crecimiento promedio a 14,9% en el segundo trimestre de 2014. En términos reales, la dinámica de la cartera en moneda nacional ha sido similar a la exhibida por las series nominales, en particular para

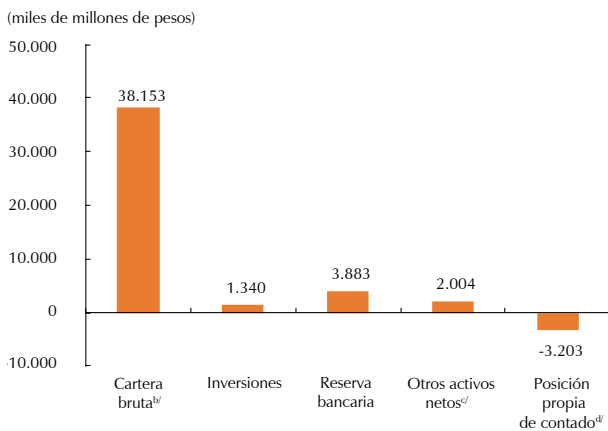
11 En el caso de la cartera y las inversiones en moneda extranjera, su saldo forma parte de la posición propia de contado, excepto las inversiones cuyo objetivo sea tener participación de capital en las entidades que las emiten; en tal caso se contabilizan dentro de la posición propia.

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

A. Saldos



B. Variaciones anuales



a/ Cifras a cierre del mes monetario, es decir, al viernes 27 de junio de 2014.
 b/ No incluye titularizaciones 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 la segunda se registra 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.

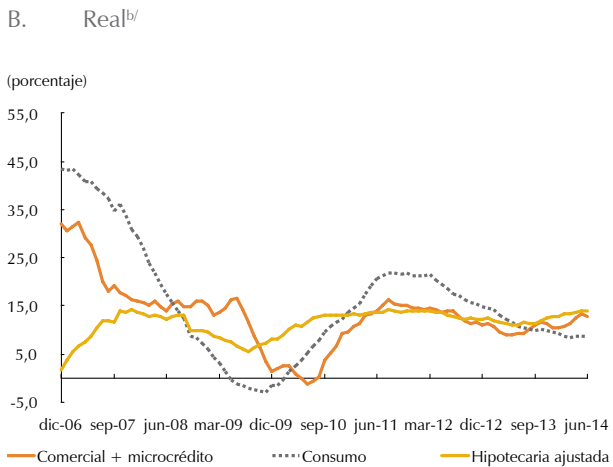
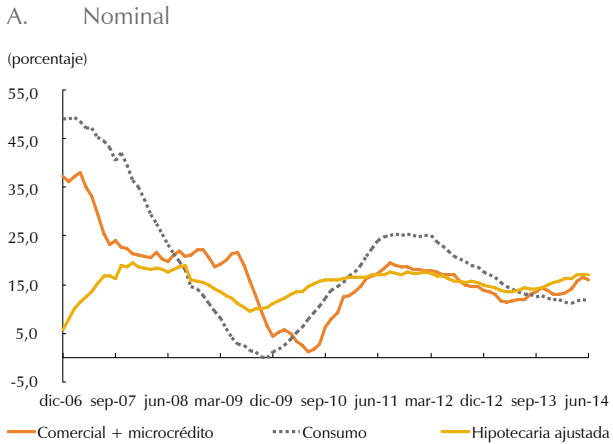
el segundo trimestre de 2014 este agregado tuvo una variación anual de 11,8% en promedio.

Por tipo de crédito (comercial más microcrédito, consumo e hipotecario), las tendencias en los crecimientos nominales anuales de estos agregados fueron similares a las presentadas al finalizar el año 2013. No obstante, vale la pena resaltar que en junio de 2014 el crédito a las empresas (comercial más microcrédito) redujo su ritmo de expansión. Así, los créditos a las empresas en junio alcanzaron una tasa promedio de 15,9% anual (12,9% en términos reales), después de registrar ritmos de 13% en diciembre de 2013. De igual manera, la variación anual de la cartera hipotecaria ajustada por titularizaciones aumentó, al pasar de 15,0% en promedio en el último trimestre del año anterior a 17% en promedio en junio de 2014 (13,9% en términos reales). A su vez, la cartera de consumo dejó de desacelerarse y durante el segundo trimestre de 2014 su tasa de crecimiento se estabilizó en niveles promedio de 11,8% (8,8% en términos reales) (Gráfico 26).

Por su parte, las inversiones netas aumentaron 1,9% en términos anuales (\$1.340 mm) y cerraron en \$71.943 mm (Gráfico 25). De esta forma, se evidencia una recomposición del activo de los establecimientos de crédito, puesto que las inversiones crecieron a tasas significativamente menores que las de la cartera. Además, existen muestras de una sustitución parcial de financiamiento interno por parte de las empresas colombianas desde acciones y bonos hacia préstamos comerciales.

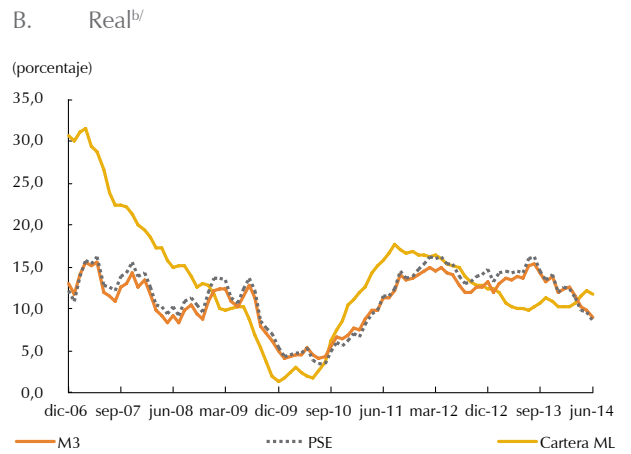
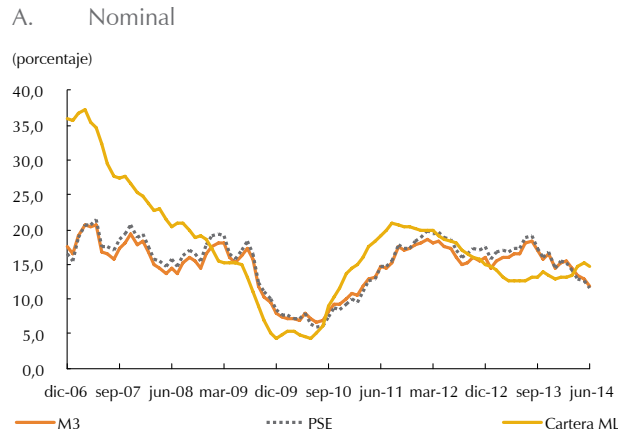
En lo corrido de 2014 a junio, el crecimiento de los pasivos de los bancos se desaceleró. En efecto, la variación anual del M3 y los PSE fue, en promedio, inferior a la presentada en el mismo período del año anterior. El menor aumento de estos agregados estuvo explicado por los mayores depósitos remunerados de la DGCPN en el Banco, por la menor acumulación de activos externos por parte del sistema financiero y del Banco de la República, y por las decisiones de cambio en los portafolios de los agentes del sector real en favor de activos externos. Así, las tasas de crecimiento del M3 y los PSE se redujeron paulatinamente desde el tercer trimestre de 2013, y en el segundo trimestre de 2014 se expandieron en promedio 12,7% y 12,4%, respectivamente (9,72% y 9,35% en términos reales) (Gráfico 27).

Gráfico 26
Crecimiento anual de la cartera por tipo^{a/}



a/ Variaciones porcentuales anuales de datos promedio de meses monetarios. Datos al 27 de junio de 2014.
b/ Variaciones porcentuales anuales de datos promedio de meses monetarios. Se utilizó el IPC sin alimentos como deflactor. Datos al 27 de junio de 2014.
Fuente: Banco de la República.

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



a/ Variaciones porcentuales anuales de datos promedio de meses monetarios. Datos al 27 de junio de 2014.
b/ Variaciones porcentuales anuales de datos promedio de meses monetarios. Se utilizó el IPC sin alimentos como deflactor. Datos al 27 de junio de 2014.
Fuente: Banco de la República.

4. Algunas medidas de riesgo del sistema financiero

A continuación se presenta la exposición a los riesgos de crédito y de fondeo de las entidades que pertenecen al sistema financiero. Adicionalmente, se realiza un análisis detallado de la exposición del sistema financiero al riesgo en el mercado de TES; en particular, se estudian las implicaciones de este riesgo en la posición propia de las entidades financieras, en los recursos de terceros administrados por estas, y en el portafolio gestionado por los fondos de pensiones y cesantías.

En lo corrido de 2014 para el mercado de crédito¹² se destaca un aumento en los indicadores de mora (IM), con y sin castigos, así como una leve disminución en

12 Los indicadores de riesgo de crédito considerados son: el indicador de mora (IM) sin castigos, definido como la razón entre la cartera vencida y la total (la cartera vencida incluye los créditos que se han dejado de pagar por un período igual o mayor a treinta días); el IM con castigos, construido como la relación entre la cartera vencida y la total agregando los castigos (estos son activos que, por

En lo corrido de 2014 para el mercado de crédito se destaca un aumento en los indicadores de mora (IM), así como una leve disminución en el indicador de calidad (IC).

el indicador de calidad (IC). 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 otro lado, al considerar un escenario adverso donde ocurren 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, se observa que ninguna entidad presentaría inconvenientes para cubrir sus requerimientos en un plazo menor a treinta días.

Con respecto al riesgo en el mercado de TES, la exposición a estos títulos en el sistema financiero aumentó, principalmente para el caso de los recursos administrados por las fiduciarias y los fondos de pensiones y cesantías. Sin embargo, las posibles pérdidas que podrían enfrentar en un horizonte de un día se redujeron con respecto a las de 2013 para todas las entidades y portafolios administrados del sistema financiero.

a. Riesgo de crédito

A mayo de 2014 la cartera vencida total registró una variación real de 11,4% anual, cifra superior a la de diciembre de 2013 (10,1%), pero levemente inferior a la expansión de la cartera bruta (11,5%). Por modalidades de crédito, la comercial es la que presenta el mayor incremento (25,9% frente a 19,6%), mientras que la de microcrédito registra la mayor disminución (31,3% frente a 41,0%) (Gráfico 28).

Por su parte, la cartera riesgosa total presentó una disminución en su tasa de crecimiento real anual con respecto a diciembre de 2013, ubicándose en mayo de 2014 en 7,9%. Todas las modalidades, a excepción de la de vivienda, mostraron un comportamiento similar (Gráfico 29).

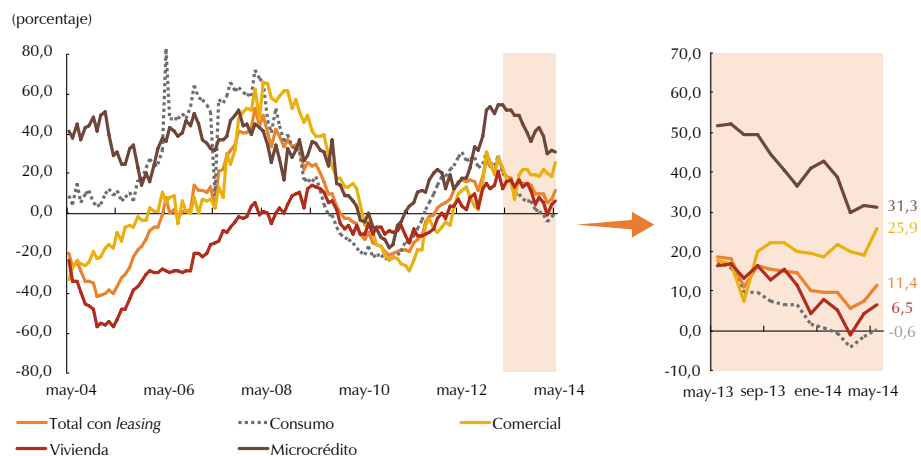
Debido a que, en términos anuales, la cartera vencida creció a un mayor ritmo en mayo de 2014 con respecto a diciembre del año anterior, el IM con y sin castigos ha mostrado un incremento en ese mismo período¹³. En mayo de 2014 el IM sin castigos se ubicó en 3,5% y con castigos en 7,2%, mientras que en diciembre de 2013 se encontraban en 3,1% y 7,0%, respectivamente. Por su parte, el IC de la cartera total se situó en 6,5%, cifra inferior al promedio de los últimos cinco años (7,7%) y a la de diciembre de 2013 (6,6%) (Gráfico 30). Por modalidades, en lo corrido de 2014 el IM con y sin castigos exhibió un aumento para todos los tipos de crédito, mientras que el IC de las carteras comercial y de vivienda disminuyó (Cuadro 4).

La cartera riesgosa total presentó una disminución en su tasa de crecimiento real anual con respecto a diciembre de 2013, ubicándose en mayo de 2014 en 7,9%.

considerarse incobrables o perdidos, han sido sacados del balance de resultados de conformidad con las disposiciones legales vigentes); y el indicador de calidad (IC), calculado como la proporción entre la cartera riesgosa y la total (la cartera riesgosa corresponde a todos los créditos con calificación diferentes de A, en una escala que va de A a E, donde A es la mejor calificación).

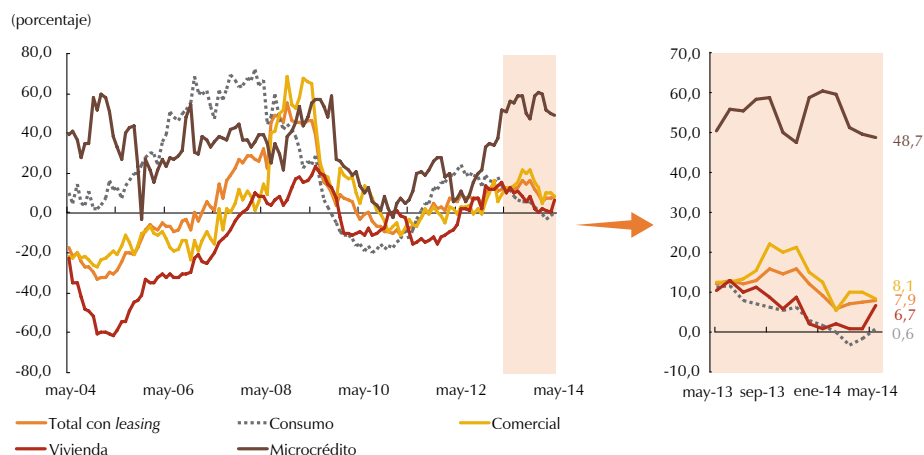
13 Esta tendencia también se explica por la relativa estabilidad del crecimiento de la cartera bruta en ese período (11,5% real anual en mayo de 2014 frente a 11,4% en diciembre de 2013).

Gráfico 28
Crecimiento real anual de la cartera vencida ^{a/}



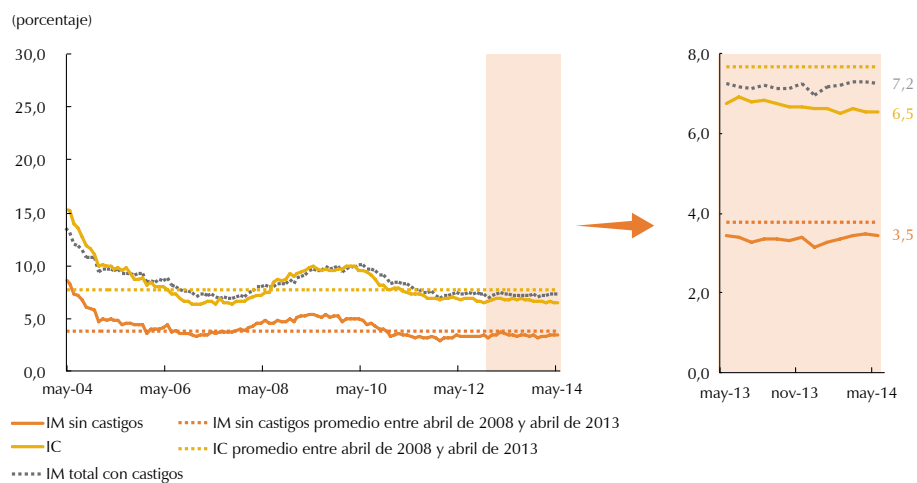
a/ Se utiliza como deflactor el IPC. No incluye entidades financieras especiales (bancos de segundo piso).
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de República.

Gráfico 29
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.

Gráfico 30
Indicador de mora y calidad de la cartera bruta



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

Cuadro 4
Indicadores de riesgo de crédito por modalidad de crédito

Modalidad	Indicador de mora (IM) sin castigos			Indicador de mora (IM) con castigos			Indicador de Calidad (IC)		
	Dic-13	May-14	Promedio diciembre de 2013 a mayo de 2014	Dic-13	May-14	Promedio diciembre de 2013 a mayo de 2014	Dic-13	May-14	Promedio diciembre de 2013 a mayo de 2014
Cartera total	3,1	3,5	3,4	7,0	7,2	7,2	6,6	6,5	6,6
Comercial	1,9	2,2	2,1	4,4	4,6	4,6	6,5	6,2	6,3
Consumo	4,4	4,8	4,7	11,7	12,2	12,0	7,0	7,3	7,2
Vivienda	5,4	5,9	5,7	6,5	6,7	6,6	4,1	4,0	4,0
Microcrédito	6,4	7,0	6,9	13,0	14,0	13,7	10,8	11,4	11,3

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

Por último, el indicador de cubrimiento de la cartera vencida, calculado como la razón entre las provisiones y la cartera vencida, disminuyó 14,5 pp entre diciembre de 2013 y mayo de 2014. Esta disminución está explicada por un mayor crecimiento de la cartera vencida con respecto a las provisiones (11,4% frente a 9,1%). Sin embargo, los niveles de provisiones continúan cubriendo en su totalidad a la cartera vencida.

b. Riesgo de liquidez

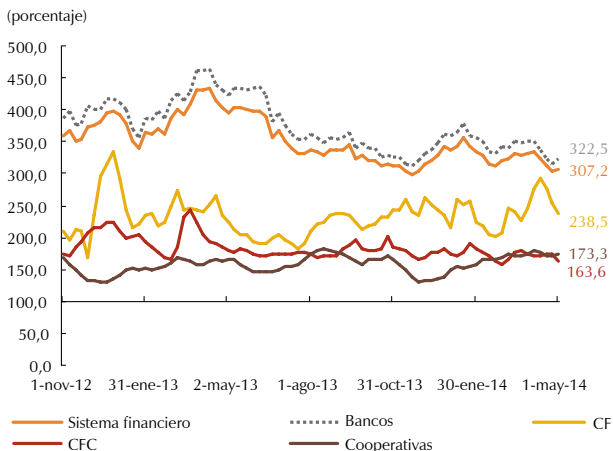
Un indicador que mide la disponibilidad de liquidez de las entidades para cumplir con sus obligaciones es el IRL_R , definido como la razón entre el saldo de activos líquidos (disponible e inversiones líquidas) y una estimación de los requerimientos de liquidez de corto plazo (treinta días). Si el IRL_R es mayor que 100%, indica que la entidad cuenta con la liquidez suficiente para cubrir sus obligaciones a treinta días; mientras que si es menor a este valor la entidad puede tener problemas para enfrentar sus obligaciones de corto plazo.

Entre enero y mayo de 2014 los establecimientos de crédito presentaron niveles de liquidez menores a los observados en diciembre de 2013.

Entre enero y mayo de 2014 los establecimientos de crédito presentaron niveles de liquidez menores a los observados en diciembre de 2013. 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. En particular, los bancos exhibieron el indicador más alto, mientras que las compañías de financiamiento, los menores valores del IRL_R (Gráfico 31).

Con el fin de evaluar el riesgo de liquidez en un escenario adverso, se realizó un ejercicio de estrés que supone un incremento en el retiro de depósitos, la no renovación de obligaciones contractuales, incumplimientos en el recaudo de cartera y

Gráfico 31
IRL_R a 30 días



Fuente: Superintendencia Financiera; cálculos del Banco del República.

desvalorización de los títulos¹⁴. Los resultados muestran que aún en este escenario ningún establecimiento de crédito tendría problemas para enfrentar sus obligaciones de corto plazo.

c. *Análisis del riesgo en el mercado de TES para el sistema y por tipo de entidad*

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 13 de junio de 2014 el valor del portafolio de TES del sistema financiero en posición propia y de los recursos administrados ascendió a \$183,4 b, de los cuales el 31,6% del saldo de TES corresponde a la posición administrada por los fondos de pensiones y cesantías, el 24,9% a los recursos administrados por las sociedades fiduciarias y el 18,1% a la posición propia de los bancos comerciales. Con respecto a diciembre de 2013, el saldo se incrementó en \$11,7 b (6,8%), explicado por el aumento en las posiciones de terceros de las sociedades fiduciarias (\$8,7 b) y de los fondos de pensiones y cesantías (\$2,8 b). Cabe anotar que el incremento en la tenencia de TES de los portafolios administrados por las sociedades fiduciarias obedeció principalmente al aumento de la inversión de extranjeros en el mercado local (\$5,1 b).

Al igual que los demás tenedores de TES, las entidades financieras pueden enfrentar pérdidas por valoración ante una caída en el precio de dichos títulos (riesgo de mercado). Este riesgo se cuantifica 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 dado¹⁵. 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.

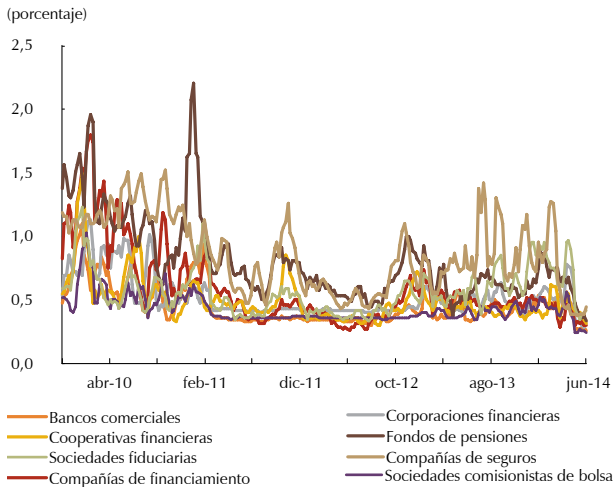
A partir de la composición del portafolio de TES se calculó el VeR a un horizonte de un día y con un nivel de confianza del 99%, incorporando la volatilidad observada en el precio de estos títulos. El promedio móvil mensual del VeR indica que la máxima pérdida estimada del sistema alcanzaría el 0,4% del portafolio de TES, incluyendo posición propia y de terceros. En general, se observó una caída del

14 Este escenario de estrés considera un porcentaje de renovación de CDT del 10,8%, una deducción aplicada a activos líquidos en moneda legal de 14,1%, como consecuencia de un incremento en la volatilidad del mercado, y una reducción en la capacidad de liquidar los activos, un IM de 6,1% y un retiro de depósitos del 19,2%.

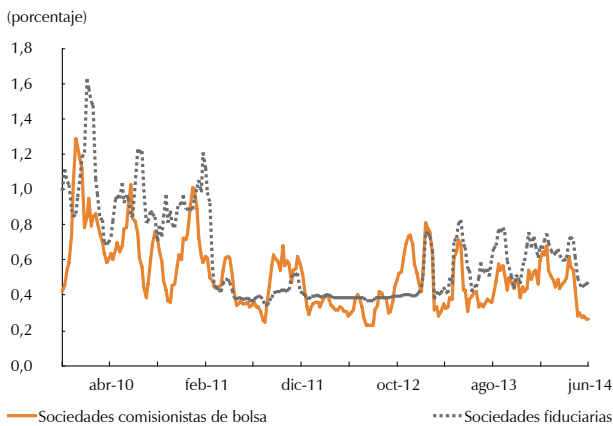
15 De manera ilustrativa, si el VeR de una institución financiera, a un nivel de confianza del 99%, es de 5%, indica que la máxima pérdida que esta entidad enfrentaría en un día sería del 5% del valor de su portafolio, y sería superada solo con un 1% de probabilidad.

Gráfico 32
Promedio móvil mensual del VeR como porcentaje del saldo expuesto

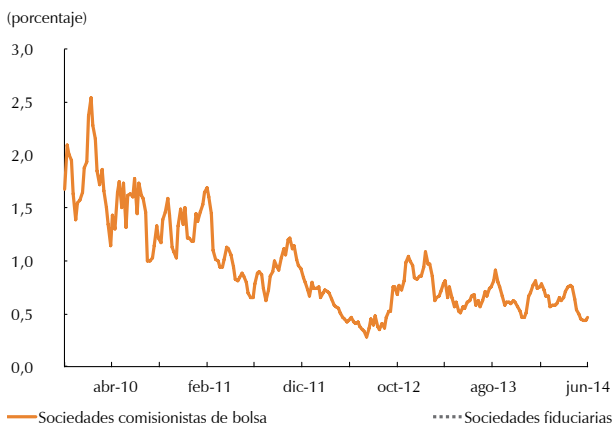
A. Posición propia



B. Posición de terceros



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



Fuente: DCV; cálculos Banco de la República.

VeR con respecto a diciembre de 2013 (0,5%), lo que sugiere una disminución en la exposición al riesgo de mercado durante ese período para todas las entidades del sistema financiero y los clientes que han delegado en ellas la administración de sus inversiones.

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 financieras (establecimientos de crédito, compañías de seguros y posición propia de los fondos de pensiones y cesantías, sociedades fiduciarias y sociedades comisionistas de bolsa) que es el que ellas deben asumir contra su estado de pérdidas y ganancias. En segundo lugar, el de los portafolios administrados (posición de terceros de las sociedades fiduciarias y sociedades comisionistas de bolsa), cuyas pérdidas son asumidas por los clientes; y finalmente, el 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 mejor medida de riesgo para los cotizantes¹⁶ (Gráfico 32).

A junio de 2014 el VeR de la posición propia disminuyó con respecto a diciembre de 2013, lo que indica que estas instituciones tendrían un menor riesgo de pérdida por concepto de desvalorización de sus portafolios. Por tipo de institución, las mayores reducciones en el VeR las presentan las sociedades fiduciarias, los fondos de pensiones y cesantías y los bancos comerciales, los cuales registran un saldo de TES de \$1,8 b, \$0,2 b y \$33,1 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

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

Dentro del riesgo de mercado se debe considerar que cerca de la tercera parte del saldo expuesto de los portafolios administrados por las sociedades fiduciarias corresponde a recursos de extranjeros.

mercado diariamente¹⁷. 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, esto afectaría su riesgo de liquidez, ya que estos últimos no pueden ser liquidados¹⁸.

En cuanto a la posición de terceros, se aprecia que a junio de 2014 el VeR disminuyó en alrededor de 20 pb en relación con el observado en diciembre de 2013, lo que indica que las posibles pérdidas de los inversionistas disminuyeron. En el caso de los portafolios administrados por las sociedades fiduciarias, se debe considerar que cerca de la tercera parte del saldo expuesto corresponde a recursos de extranjeros, de modo que una materialización de este riesgo no implicaría una pérdida directa para los agentes locales. No obstante, un incremento considerable en el riesgo de mercado 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. El objetivo de este tipo de portafolios es lograr el pago de una pensión —es decir, una mensualidad vitalicia al culminar la vida laboral del afiliado— tan alta como sea posible. Uno de los esquemas con los cuales los pensionados acceden a este flujo mensual de recursos es el de renta vitalicia. Allí el monto de la pensión se obtiene tomando el valor del portafolio del pensionado al momento de retirarse y se proyecta un flujo a futuro con este dinero, por los años en que se le debe entregar el pago. Como todo flujo en el tiempo, este debe ser descontado a una tasa de interés. En consecuencia, cuando las tasas de interés de largo plazo aumentan, si bien cae el valor del portafolio, también cae el factor de descuento, con lo que el monto de la pensión se mantiene estable. En esa medida inversiones a tasa fija de largo plazo, que tienen un alto nivel de VeR, protegen el monto de la pensión.

En el caso de la posición de terceros de los fondos de pensiones y cesantías, el VeR se redujo en 24 pb entre diciembre de 2013 y junio de 2014.

Aun así, para mantener el estándar de comparación con el resto de carteras, 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 estos portafolios de 24 pb entre diciembre de 2013 y junio de 2014, a pesar de que su saldo expuesto y duración del portafolio aumentaron durante este período. Lo anterior se explica por una menor volatilidad en los precios de los TES.

17 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.

18 En contraste, el saldo en TES de las posiciones de terceros se encuentra expuesto en su totalidad al riesgo de mercado, con lo cual solo podrían mitigar este riesgo disminuyendo su saldo expuesto o la duración de su portafolio.

Los resultados de la balanza de pagos para el período enero-marzo muestran entradas netas de capital equivalentes al 5,1% del PIB del trimestre.

Finalmente, al simular un choque sobre la curva de rendimientos de los títulos de deuda pública¹⁹, las entidades y portafolios más afectados como proporción del patrimonio por la desvalorización de los TES serían las compañías de seguros, las sociedades fiduciarias en posición propia, los recursos administrados por los fondos de pensiones y cesantías y la posición propia de los bancos comerciales²⁰, en ese orden. Como se mencionó, en el caso de los fondos de pensiones y cesantías, la mayor exposición al riesgo de mercado se explica por la concentración de sus inversiones en títulos de deuda pública de más largo plazo, consistente con su naturaleza.

E. BALANCE EXTERNO

Como se mencionó en el primer capítulo de este informe, durante el segundo semestre de 2013 las economías emergentes, incluyendo Colombia, presentaron aumentos en las primas de riesgo y depreciación de sus monedas, debido a la incertidumbre en torno del inicio del desmonte del estímulo monetario en los Estados Unidos. Si bien en el caso de Colombia algunos indicadores de riesgo empezaron a caer desde comienzos de 2014, el debilitamiento del peso colombiano continuó durante los primeros meses del año.

Luego, factores tanto externos como internos impulsaron la apreciación de la moneda local, no solo frente al dólar de los Estados Unidos sino también frente a la mayoría de socios comerciales del país. Entre estos factores se destacan: el anuncio en marzo por parte de JP Morgan de incrementar la participación de la deuda colombiana denominada en pesos en varios de sus índices de emergentes, así como el buen desempeño y las perspectivas favorables de la economía colombiana en comparación con las de otros países de la región. El comportamiento de la tasa de cambio nominal, junto con una inflación interna que durante el primer semestre fue superior a la del promedio de los socios comerciales, implicó la reversión parcial de la depreciación real que se había presentado de manera sostenida desde mediados de 2012.

Para el año completo se espera que Colombia continúe disfrutando de un amplio financiamiento externo. De hecho, como lo muestran los resultados de la balanza de pagos para el período enero-marzo, la cuenta financiera registró entradas netas de capital equivalentes al 5,1% del PIB del trimestre, lo que permitió cubrir el déficit de la cuenta corriente de 4,6% del PIB, el cual fue impulsado por el dinamismo de la demanda interna.

Lo anterior permitió cubrir el déficit de la cuenta corriente de 4,6% del PIB del primer trimestre.

19 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 similar calidad crediticia, 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.

20 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.

Dicho déficit está relacionado con la caída en las ventas externas del país, resultado de la reducción del promedio de los precios de los principales productos de exportación.

En este contexto, el Banco de la República decidió continuar con el programa de compra de dólares en el mercado cambiario. En la reunión de marzo de 2014 la JDBR anunció que compraría hasta US\$1.000 m. De esta forma, al cierre de junio, las reservas internacionales brutas alcanzaron un saldo de US\$45.507,7 m. Para el tercer trimestre la JDBR anunció la adquisición de hasta US\$2.000 m.

1. Balance externo de Colombia en el primer trimestre de 2014

En el primer trimestre de 2014 la economía colombiana registró un déficit en la cuenta corriente de 4,6% del PIB de dicho período (US\$4.015 m), superior al de un año atrás (US\$3.232 m, 3,6% del PIB del trimestre). Esta ampliación se explica, en especial, por el déficit comercial de bienes, el cual alcanzó un valor de US\$249 m, en contraste con el superávit de US\$708 m obtenido un año antes (Cuadro 5).

Dicho comportamiento está relacionado con la caída en las ventas externas del país (-2,7% anual), resultado de la reducción del promedio de los precios de los principales productos de exportación²¹, que no alcanzó a ser compensada por el incremento en los volúmenes despachados²². A estas menores exportaciones se sumó el aumento de 4,1% anual de las importaciones, jalonado por el buen comportamiento de la economía colombiana durante el primer trimestre del año.

El resultado registrado en el balance del comercio de bienes fue contrarrestado, en parte, por una disminución en el déficit de renta de los factores, dada la menor remisión de utilidades, principalmente de las actividades mineroenergética, transporte y comunicaciones, y establecimientos financieros. Por su parte, el déficit de servicios y los ingresos netos por transferencias corrientes se mantuvieron en niveles similares a los registrados en el mismo período de 2013.

El déficit corriente durante el país durante el primer trimestre fue financiado con entradas netas de capital²³ (incluyendo activos de reserva) por US\$4.419 m (5,1%

A estas menores exportaciones se sumó el aumento de 4,1% anual de las importaciones.

21 Al respecto es importante mencionar que el comportamiento de los precios implícitos, que reflejan el precio al cual, en promedio, se realizaron las transacciones del comercio exterior, puede diferir del de los índices de referencia. El precio implícito se calcula a partir del cociente entre los valores en dólares y las cantidades (volumen, kilogramos, etc.) exportadas. Así, por ejemplo, el precio implícito de exportación del petróleo disminuyó anualmente 7%, al pasar de US\$104,1/barril a US\$96,9/barril entre el primer trimestre de 2013 y el primero de 2014, mientras que en el mismo período la referencia Brent cayó 3,8% y la WTI aumentó 4,5%.

22 Las exportaciones en dólares de petróleo crudo alcanzaron niveles similares a los de un año atrás, como efecto de los menores precios implícitos, que fueron compensados por el incremento en las cantidades exportadas. En cuanto al café, su precio implícito de exportación cayó anualmente 22,2%, mientras que los volúmenes exportados aumentaron cerca de 34%. Con respecto a las exportaciones de oro, en valor disminuyeron 29,3% anual, reflejo de la caída de 20,6% en su precio de venta.

23 De acuerdo con la versión sexta del *Manual de balanza de pagos* propuesta por el FMI, la cuenta financiera se presenta con el mismo signo de la cuenta corriente. La cuenta financiera es el resultado de la diferencia entre los flujos activos y pasivos. Si la cuenta corriente es deficitaria, la cuenta financiera también lo es, indicando que la economía colombiana tuvo que acudir a financiación externa (pasivos) o liquidar sus activos externos para financiar su exceso de gasto corriente. Por el contrario, si la cuenta

Cuadro 5
Balanza de pagos: cuenta corriente
(millones de dólares)

Cuenta corriente	2013 Enero-marzo (pr)	2014 Enero-marzo (pr)
Cuenta corriente (A + B + C)	(3.232)	(4.015)
Porcentaje del PIB	3,6	4,6
A. Bienes y servicios	(677)	(1.614)
1. Bienes	708	(249)
Exportaciones FOB	14.410	14.017
Importaciones FOB	13.702	14.266
2. Servicios	(1.385)	(1.365)
Exportaciones	1.584	1.682
Importaciones	2.969	3.046
B. Renta de los factores	(3.568)	(3.408)
Ingresos	925	936
Egresos	4.493	4.344
C. Transferencias corrientes	1.014	1.006
Ingresos	1.230	1.248
Egresos	216	241

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.

del PIB del trimestre), superior a las registradas en 2013 (US\$3.038 m) (Cuadro 6). En dicho período las entradas de capital extranjero sumaron US\$8.442 m, al tiempo que se registraron salidas de capital colombiano por US\$3.346 m para adquirir activos en el exterior.

El flujo de IED durante el primer trimestre registró entradas por un valor de US\$3.408 m, y salidas por inversiones directas de colombianos en el exterior por un valor de US\$895 m.

En términos netos²⁴ la inversión extranjera directa (IED) y la inversión de cartera contribuyeron igualmente a las entradas de la cuenta financiera (US\$2.514 m y US\$2.552 m, respectivamente). El flujo de IED registró entradas por un valor de US\$3.408 m, inferior en US\$243 m (-6,6%) al observado un año atrás. Por sectores económicos, las actividades de petróleo y minería recibieron el 43% de estos ingresos, seguidos por los dirigidos hacia la industria manufacturera (20%), el transporte (19%) y el sector comercio (6%). Asimismo, se reportaron salidas de capital colombiano al exterior por inversión directa por un valor de US\$895 m, superior en US\$506 m al observado en el mismo trimestre de 2013.

corriente es positiva (superávit), la cuenta financiera muestra un signo positivo, indicando que el país estaría en la capacidad de prestar recursos financieros al resto del mundo.

24 Esto es, las inversiones de extranjeros en Colombia menos las inversiones de colombianos en el exterior.

Cuadro 6
Balanza de pagos: cuenta financiera
(millones de dólares)

Cuenta financiera	2013 Enero-marzo (pr)	2014 Enero-marzo (pr)
Cuenta financiera incluyendo variación de reservas internacionales (A + B + C + D)	(3.038)	(4.419)
Porcentaje del PIB	(3,4)	(5,1)
A. Inversión directa (ii-i)	(3.263)	(2.514)
i. Extranjera en Colombia (IED)	3.651	3.408
Porcentaje del PIB (IED)	4,1	3,9
ii. Colombiana en el exterior	389	895
B. Inversión de cartera (1 + 2)	(2.005)	(2.552)
1. Sector público (ii - i)	(887)	(3.190)
i. Inversión extranjera de cartera (a + b)	1.132	3.254
a. Mercados internacionales (bonos)	750	2.000
b. Mercado local (TES)	381	1.254
ii. Inversión de cartera en el exterior	245	63
2. Sector privado (ii - i)	(1.118)	638
i. Inversión extranjera de cartera (a + b)	1.912	1.403
a. Mercados internacionales	1.000	5
b. Mercado local	912	1.398
ii. Inversión de cartera en el exterior	794	2.041
C. Otros flujos de capital (sector público + sector privado)	159	(30)
D. Activos de reserva	2.070	677
Errores y omisiones	194	(404)
Memo ítem:		
Cuenta financiera sin variación de reservas internacionales	(5.108)	(5.096)
Variación de reservas internacionales	2.070	677

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.

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 mercados internacionales como en Colombia, por US\$ 2.000 m y US\$1.254 m, respectivamente. El sector privado, por su parte, registró salidas netas por US\$638 m para la compra de activos financieros en el exterior.

Durante el primer trimestre del año el Banco de la República también constituyó activos en el exterior por US\$677 m. En su reunión del 20 de diciembre de 2013 la JDBR anunció que continuaría con el programa de compra de divisas²⁵ y, en

25 En dicha reunión, la JDBR anunció que compraría hasta US\$1.000 m en el mercado cambiario durante el primer trimestre de 2014.

Para el año 2014 se espera una desaceleración de la demanda externa que, sumada a problemas de oferta en el sector mineroenergético, reflejará una disminución en las ventas externas del país con respecto a lo registrado el año anterior.

consecuencia, adquirió en el mercado cambiario US\$600 m durante los primeros tres meses del año²⁶.

2. Proyecciones de la balanza de pagos para el año 2014

Para el año 2014 se espera una desaceleración de la demanda externa que, sumada a problemas de oferta en el sector mineroenergético, reflejará una disminución en las exportaciones del país con respecto a lo registrado el año anterior. Por su parte, las perspectivas para la demanda interna, junto con las expectativas favorables en torno de las compras externas de bienes de capital, permiten proyectar un mayor dinamismo de las importaciones frente a lo observado en 2013. De esta manera, contrario en años anteriores, el balance comercial de bienes para 2014 podría resultar negativo (véase sombreado, pp. 66-67), lo cual sería reforzado por un déficit en el comercio de servicios, que se estima en niveles similares a los registrados en 2013.

El mayor déficit en el balance comercial de bienes y servicios estaría parcialmente compensado por una disminución en los egresos netos por renta de factores, asociada con unas menores utilidades remitidas por parte de las empresas del sector extractivo. En cuanto a los ingresos netos por transferencias corrientes, se estima un ligero aumento en relación con lo registrado en 2013. Los anteriores supuestos, junto con los resultados de la balanza de pagos para el primer trimestre, sugieren para todo 2014 una ampliación del déficit de la cuenta corriente, el cual podría ubicarse en un rango entre 3,8% y 4,2% del PIB.

La proyección anual del balance externo implica una moderación del déficit en la cuenta corriente para lo que resta del año, dados los resultados de la balanza de pagos observados para el primer trimestre. Lo anterior estaría soportado por un mejor comportamiento de las exportaciones, fruto del aumento de los precios de algunos de los principales productos (petróleo, café y níquel), condiciones de oferta más favorables en el sector del carbón y el impulso que la recuperación de la economía estadounidense daría a las exportaciones no tradicionales. Adicionalmente, las importaciones podrían crecer a un menor ritmo, de la mano de una estabilización de la demanda interna. Asimismo, se considera el efecto estacional que tienen algunos rubros, como las transferencias netas y una parte de la renta de factores, lo que, junto con los comportamientos esperados de la balanza comercial, generarían un menor déficit en la cuenta corriente en los siguientes trimestres.

En cuanto a las condiciones de financiamiento, se espera que estas sigan siendo favorables para el país y que el déficit en la cuenta corriente siga siendo financiado, en particular, por recursos de IED. Sin embargo, los ingresos netos por este

La proyección anual del balance externo implica una moderación del déficit en la cuenta corriente para lo que resta del año.

26 En las reuniones de marzo y junio de 2014 la JDBR decidió continuar acumulando reservas internacionales. En particular, se anunciaron compras en el mercado cambiario por un monto de hasta US\$1.000 m en el segundo trimestre y de hasta US\$2.000 m entre julio y septiembre.

concepto podrían ser ligeramente inferiores a los niveles registrados en 2013, los cuales serían afectados en especial por algunos problemas de ejecución en proyectos del sector de hidrocarburos. A lo anterior se suman los recursos por inversión extranjera de portafolio, los cuales han sido impulsados recientemente por el anuncio de JP Morgan de recomposición de sus índices de deuda pública emergente en favor de Colombia (Recuadro 2, pp. 89-91). Por último, el endeudamiento externo se mantendría como una fuente importante de recursos para el financiamiento de proyectos tanto del sector público como del privado.

EVOLUCIÓN DEL COMERCIO EXTERIOR COLOMBIANO EN LO CORRIDO DEL AÑO A MAYO DE 2014

Para lo corrido del año a mayo el país registró un déficit comercial de US\$1.135 m, el cual contrasta con el superávit de US\$1.043 m de un año atrás. Este balance se origina en las tasas negativas de crecimiento de las exportaciones y la mayor dinámica importadora del país que se ha venido observando desde el segundo semestre del año pasado.

Las exportaciones colombianas en 2014 hasta mayo se ubicaron en US\$23.291 m (Gráfico 1), registrando una caída en términos anuales del 4,6% (US\$1.125 m). Esta disminución se explica en especial por el menor valor exportado de oro (US\$548 m), derivados del petróleo (US\$517 m) y productos industriales (US\$470). En este último caso, su comportamiento

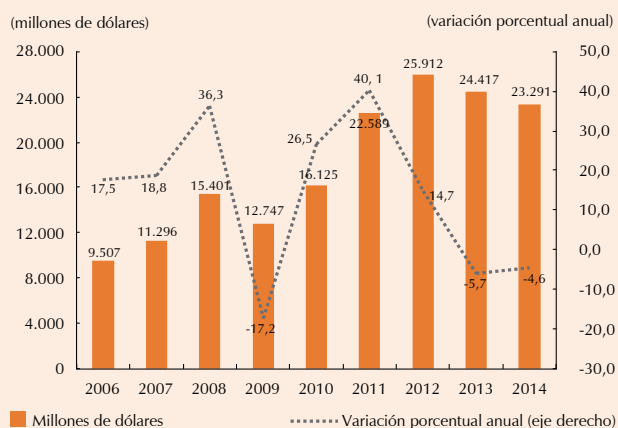
estuvo jalonado por caída en las ventas de automotores y autopartes a Argentina, de metalúrgicos a China, y en menor medida por la reducción anual de las exportaciones a Venezuela (6,2%) y a los Estados Unidos (2,3%).

Adicionalmente, se registraron disminuciones, aunque en menor magnitud, en las ventas externas totales de ferróniquel y animales vivos a Venezuela (bovinos). Estas fueron compensadas de manera parcial por el valor exportado de café, flores y banano, el cual registró en conjunto un crecimiento anual del 14,3% (US\$246 m).

Por su parte, las importaciones FOB (*free on board*) del país entre enero y mayo sumaron US\$24.426 m (Gráfico 2), nivel superior en 4,5% (US\$1.053 m) superior al registrado un año atrás. Este crecimiento estuvo jalonado, en su orden, por las mayores compras externas de combustibles (en particular de aceites livianos) por parte de las empresas del sector minero, insumos y bienes de capital para la industria (productos mineros, agropecuarios no alimenticios y otro equipo fijo) y bienes de consumo duradero (aparatos domésticos y vehículos). Estos aumentos fueron compensados parcialmente por menores valores importados de equipo de transporte (en especial aeronaves y sus partes).

El 30,8% de las importaciones colombianas realizadas en los cinco primeros meses del año provinieron de los Estados Unidos, un 17,3% de China y un 8% de México. En este mismo período, de acuerdo con su contribución a la variación total de las importaciones (4,5%), el aumento más importante se presentó en las compras a los Estados Unidos, al pasar de US\$6.761 m a US\$7.518 m entre 2013 y 2014, contribuyendo con 3,2 pp a la variación total del año. Los

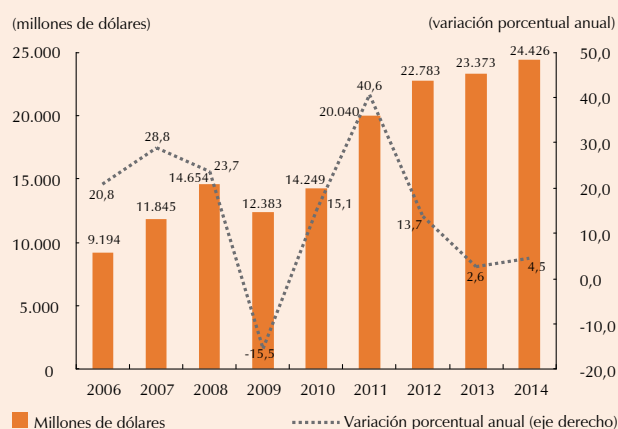
Gráfico A
Exportaciones FOB: valor y crecimiento anual
Enero-mayo (2006-2014)



Fuentes: DANE y DIAN.

crecimientos más importantes en las compras a ese país fueron en combustibles y aceites minerales y cereales. Por el contrario, las disminuciones en dólares más significativas se registraron en las originarias de Argentina (60,4%, principalmente productos alimenticios para la industria) y México (9,9%).

Gráfico B
Importaciones FOB: valor y crecimiento anual
Enero-mayo (2006-2014)



Fuentes: DANE y DIAN.

3. Evolución de la tasa de cambio en lo corrido de 2014

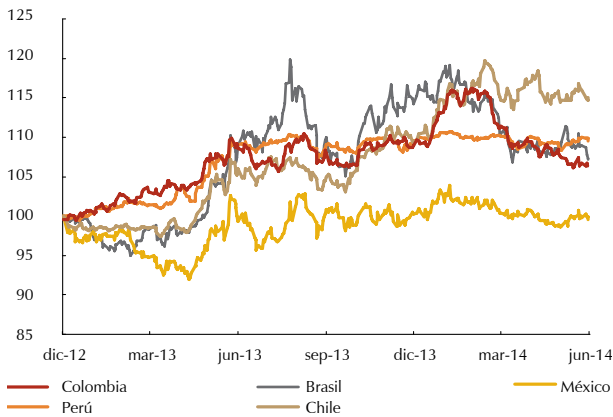
El comportamiento del peso colombiano en el primer semestre de 2014 estuvo asociado tanto con la evolución de la percepción de riesgo internacional²⁷ como con factores locales. En cuanto al primer hecho, al principio del período se evidenció una preferencia por el dólar de los Estados Unidos ante la publicación de datos económicos negativos en China y los posibles efectos que eso podría tener sobre la recuperación de la economía global, así como por las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania, entre otros. Sin embargo, parte de estos temores se disiparon luego, como consecuencia de la publicación de datos económicos positivos en los Estados Unidos, Europa y Asia. Lo anterior reactivó el apetito de inversionistas extranjeros por activos de mayor riesgo y rendimiento, generando flujos de capital hacia algunos países emergentes y, por ende, una apreciación en sus tasas de cambio y una reducción de las primas de riesgo locales.

Así, al comparar el precio de cierre del primer semestre de 2014 con el de finales de 2013, frente al dólar americano se apreciaron en la región el real brasilero 5,5%, el peso colombiano 2,2%, y el peso mexicano 0,6%, mientras que se depreciaron el peso argentino 24,7%, el peso chileno 5,8% y el sol peruano 0,2%. No obstante, al contrastar el promedio de las tasas de cambio del primer semestre de 2014 con las del primer semestre de 2013, todas las monedas de la región se depreciaron frente al dólar, siendo el peso argentino (18,2%), el peso chileno (16%) y el real brasilero (13,8%) las monedas que presentaron los mayores incrementos, seguidas por el peso colombiano (7,8%), el sol peruano (7,3%) y el peso mexicano (4,8%) (gráficos 33 y 34).

27 Medida a través del VIX, del VSTOXX y de las primas de riesgo de la región.

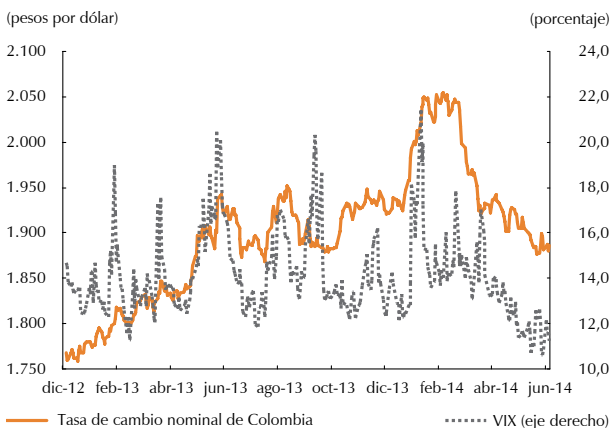
Gráfico 33
Índices de las tasas de cambio nominales de algunos países de América Latina

(índice base 100 = 28 de diciembre de 2012)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 34
Tasa de cambio nominal y VIX



Fuente: Bloomberg.

La apreciación del peso colombiano durante la primera parte del año, frente al cierre de 2013, estuvo influenciada, entre otros, por el anuncio de JP Morgan de incrementar la ponderación de la deuda colombiana denominada en pesos en dos de los índices de bonos más importantes de los mercados emergentes, lo cual aumentó los reintegros de divisas al país y generó expectativas de mayores entradas de capitales en los meses siguientes. Este anuncio hizo que, desde marzo, la reducción en la tasa de cambio nominal del peso frente al dólar fuera más pronunciada que la de otros países de la región (Gráfico 33). Además, la publicación de datos positivos de empleo y crecimiento pudo influir en el fortalecimiento de la moneda.

Frente a otros de nuestros socios comerciales, el peso colombiano también se ha fortalecido en lo corrido del año, excepto frente Inglaterra, Japón y Brasil, los cuales se apreciaron frente al dólar²⁸. El efecto negativo de la apreciación nominal en la competitividad de nuestros bienes y servicios ha sido reforzado por la aceleración en la inflación observada en los últimos meses en el país. La tasa de cambio real (TCR), que es una medida que combina la tasa de cambio nominal frente a uno o varios países, y los precios en el exterior y en Colombia, refleja estos hechos²⁹. A junio, los diferentes índices de tasa de cambio real se situaron en niveles comparables a los de mayo del año pasado, con lo cual se devolvió parte del aumento que ocurrió de manera sostenida entre mediados de 2012 y febrero de 2014.

El menor valor de la TCR señala un encarecimiento de los bienes en Colombia, en relación con los bienes en el exterior.

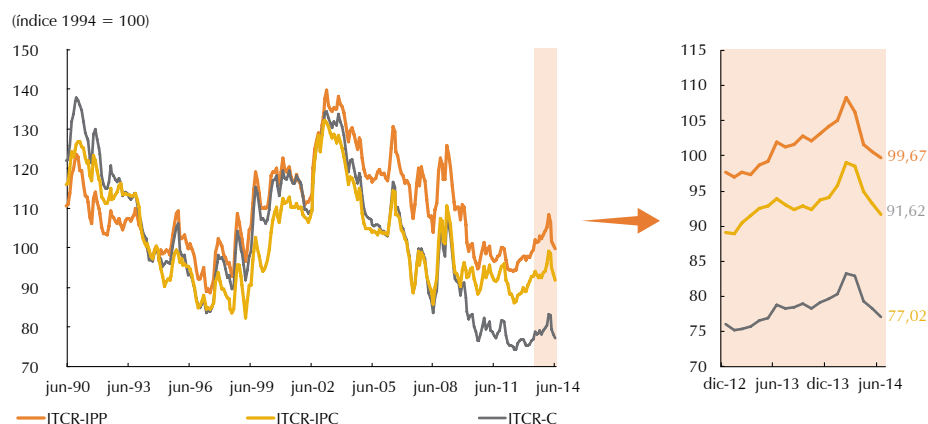
Así, frente a nuestros principales socios comerciales, el peso colombiano tuvo una apreciación real en lo corrido del año a junio de 4,3% para la medida que utiliza los precios al productor (ITCR-IPP) y de 3,3% para la que emplea los precios al consumidor (ITCR-IPC). En el mismo período y en relación con

28 En el primer semestre de 2014 el dólar estadounidense presentó un comportamiento mixto frente a sus principales cruces. En comparación con el cierre de 2013, esta divisa se fortaleció frente al euro (1,5%) y el dólar canadiense (1,0%) y se depreció frente a la libra esterlina (3,0%) y el yen (2,9%).

29 $TCR = TCN \left(\frac{P^*}{P} \right)$, 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.

nuestros principales competidores en café, banano y flores en el mercado de los Estados Unidos, la apreciación real fue del 2,7% (Gráfico 35).

Gráfico 35
Índices de tasa de cambio real



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 36
CDS Colombia (5 años)



Fuente: Bloomberg.

Detrás de la reducción en la TCR están algunos de los factores que marcaron tanto el comportamiento de la TCN como el de los precios. En primer lugar, varios indicadores muestran que el riesgo país de Colombia se ha reducido a niveles incluso inferiores a los de mediados de 2013, después de haber aumentado en la segunda mitad del año pasado. Esto ha permitido que tanto el Gobierno como el sector privado cuenten con financiamiento externo a un menor costo que hace unos meses y que el del mercado interno (Gráfico 36).

En segundo lugar, los datos del PIB del primer trimestre muestran que el notable crecimiento estuvo impulsado por el consumo del Gobierno y por la inversión, principalmente en obras civiles. Estos gastos

se concentran en bienes no transables, cuya disponibilidad, por definición, está limitada a la producción en el mercado local. Por tal razón, una demanda dinámica en este tipo de bienes puede traducirse en incrementos en la inflación interna superiores a los de la externa. Como se mencionó en la sección A de este capítulo, para lo que resta del año se espera que la demanda interna y, en particular, el gasto del Gobierno, continúen siendo dinámicos.

Por el contrario, el comportamiento de otros de los fundamentales de la TCR no permitiría explicar la apreciación del tipo de cambio. En particular, la productividad relativa de Colombia ha permanecido estable y no se han observado mejoras en los términos de intercambio, a pesar de que los precios internacionales del petróleo y del café registraron aumentos durante el segundo trimestre del año (gráficos 2 y 3).

4. 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 para enfrentar posibles salidas de capital y para mejorar la confianza en el país³⁰. Para determinar si las reservas internacionales son suficientes para prevenir y enfrentar choques externos se utilizan varios indicadores, los cuales se presentan en el Cuadro 7 para Colombia.

Las razones de reservas netas a amortizaciones de la deuda externa total y al déficit en la cuenta corriente son indicativas de la capacidad del país para responder a sus

Cuadro 7
Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

	2010	2011	2012	2013 (pr)	2014 (proy)
Saldo					
Reservas internacionales netas (millones de dólares) ^{a/}	28.452	32.300	37.467	43.633	47.429
Indicadores					
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa					
Amortizaciones deuda externa (millones de dólares)	10.418	14.476	21.516	16.538	22.007
Reservas netas/amortizaciones de deuda externa del año en curso	2,73	2,23	1,74	2,64	2,16
Reservas netas/amortizaciones de deuda externa del siguiente año ^{b/}	1,97	1,50	2,27	1,98	1,92
B. Posición adecuada de liquidez externa					
RIN/(servicio de la deuda año corriente)	2,08	1,79	1,48	2,13	1,80
RIN/(servicio de deuda año siguiente) ^{c/}	1,57	1,28	1,83	1,66	1,62
RIN/(amortizaciones de deuda año corriente + déficit cuenta corriente año corriente)	1,49	1,34	1,13	1,51	1,24
RIN/(amortizaciones de deuda año siguiente + déficit cuenta corriente año siguiente)	1,18	0,98	1,29	1,14	1,14
C. Otros indicadores de reservas internacionales					
RIN como meses de importaciones de bienes	9,1	7,7	8,2	9,5	9,8
RIN como meses de importaciones totales	7,2	6,2	6,6	7,6	7,7
RIN/M3 (porcentaje)	24,7	24,1	22,0	24,7	23,0
RIN/PIB	9,9	9,6	10,1	11,5	11,9

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

(proy): proyección.

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

b/ Las amortizaciones de 2014 y del año siguiente corresponden a los pagos considerados en el cierre de la proyección de la balanza de pagos.

c/ Los intereses de 2014 y del año siguiente corresponden a los pagos considerados en el cierre de la proyección de la balanza de pagos.

Fuente: cálculos del Banco de la República.

30 Además de la estrategia de acumulación de reservas, desde mayo de 2009 Colombia cuenta con una línea de financiamiento contingente del FMI, la cual se otorga a países miembros con buen desempeño económico, políticas prudentes y un sólido marco de política económica. El 24 de junio de 2013 el FMI reafirmó el acceso a los recursos contingentes para Colombia, por un monto aproximado de US\$5,98 mm. Aunque las autoridades económicas no prevén emplearlos, consideran prudente contar con ellos ante la eventualidad de un recorte abrupto del financiamiento externo.

La estrategia de acumulación de reservas internacionales del Banco de la República reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional.

obligaciones crediticias con el resto del mundo en un escenario extremo donde se cierre completamente el acceso al financiamiento internacional. Dichos indicadores registran, en general, valores superiores a 1³¹.

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 7,7 meses para 2014, superior al promedio desde el año 2000 (7,2 meses). Al calcular este indicador para las importaciones de bienes, el mismo asciende a 9,8 meses.

Adicionalmente, 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 un deterioro en los últimos años, resultado del fuerte crecimiento del agregado monetario. Sin embargo, para 2013 este indicador registró una mejora, debido al aumento en las compras de reservas por parte del Banco de la República. Para 2014 se estima una leve disminución en esta medida, fruto de una mayor expansión del agregado monetario frente al de las reservas internacionales.

Si se comparan diversos indicadores de la liquidez internacional de Colombia frente a los de países de la región, se observa que en las relaciones de reservas internacionales a amortizaciones, servicio de deuda y déficit en la cuenta corriente más amortizaciones, históricamente el país ha presentado niveles por encima de los de Chile e inferiores a los de Brasil y Perú (Gráfico 37).

Por su parte, en el cociente de reservas a M3 Colombia registra niveles superiores al de Brasil, Chile y México, e inferiores con respecto a Perú³² (Gráfico 38).

El indicador de reservas a PIB se sitúa en niveles inferiores al de sus pares de la región, mientras que las reservas medidas en meses de importaciones de bienes muestran que Colombia tiene una posición relativa superior a la de Chile y México, e inferior a la de Brasil y Perú (Gráfico 39).

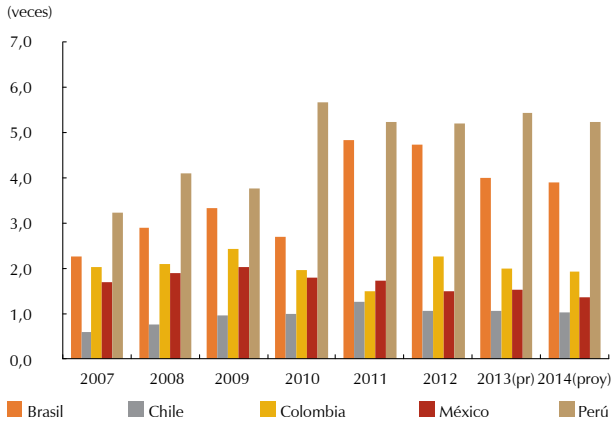
Lo anterior para enfrentar posibles salidas de capital y para mejorar la confianza en el país.

31 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.

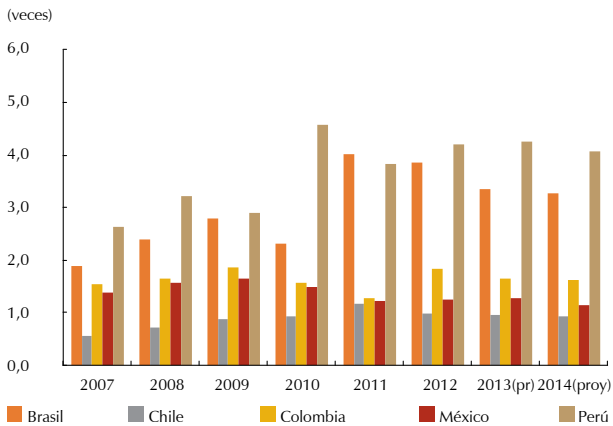
32 Se destaca el crecimiento y nivel de esta razón para Perú, debido a que los bancos locales pueden captar depósitos en dólares y su encaje se contabiliza como reservas.

Gráfico 37

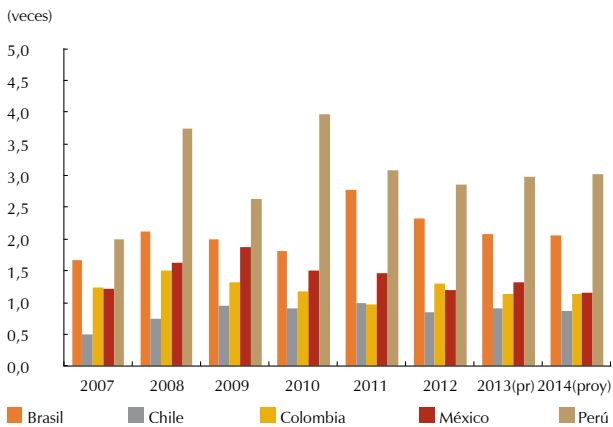
A. Reservas internacionales/amortizaciones del año siguiente



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



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



(pr): preliminar.
(proy): proyectado.
Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización a junio de 2014) y Banco de la República.

Gráfico 38
Reservas internacionales/M3

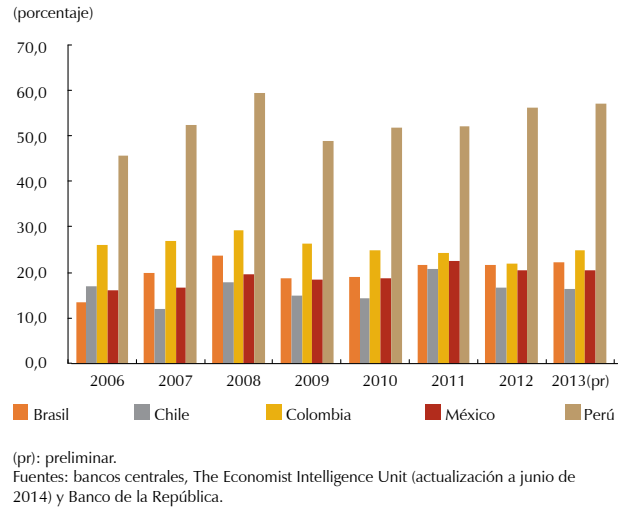
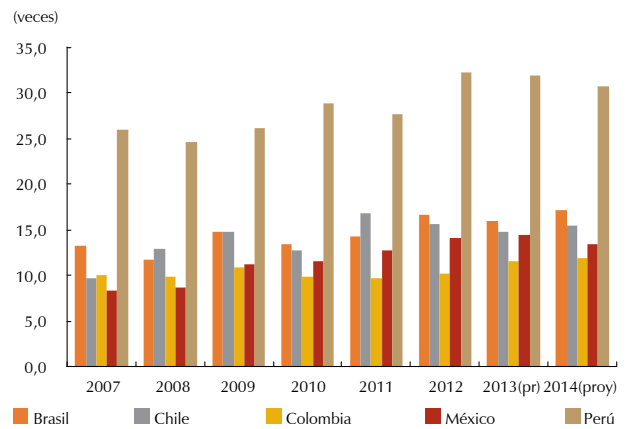
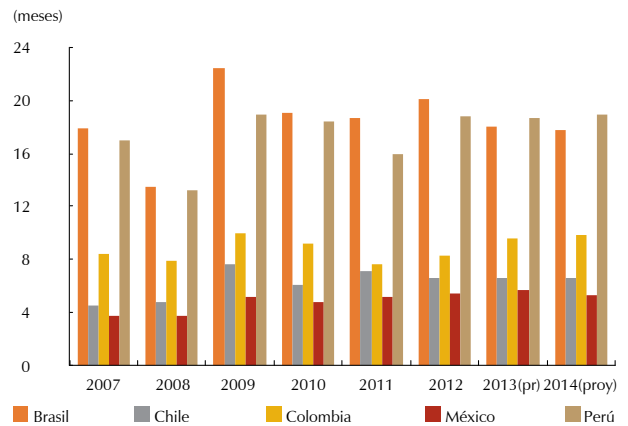


Gráfico 39

A. Reservas internacionales/PIB



B. Reservas internacionales como meses de importaciones de bienes



(pr): preliminar.
Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización a junio de 2014) y Banco de la República.

En 2012 cerca del 60,0% de la actividad constructora del país se centralizó en Bogotá y los departamentos de Antioquia, Santander, Valle del Cauca y Bolívar.

F. COMPORTAMIENTO DE LA ECONOMÍA REGIONAL DE COLOMBIA EN 2013

1. La construcción en las regiones

Durante 2013 la rama de actividad económica más dinámica en Colombia fue la construcción, tanto de edificaciones como de obras civiles (Cuadro 2). Para su análisis regional se emplea la información disponible más reciente de las cuentas departamentales publicadas por el DANE, que corresponden a datos provisionales para 2012, así como indicadores económicos para 2013 relacionados con la actividad y su clasificación regional. Para el caso de Bogotá, se cuenta con información del PIB para 2013, resultado del trabajo conjunto entre la Secretaría de Desarrollo Económico de Bogotá y el DANE.

a. Dinámica departamental del sector de la construcción en 2012

En 2012, siguiendo el patrón de composición de la economía nacional, cerca del 60,0% de la actividad constructora del país se centralizó en Bogotá y los departamentos de Antioquia, Santander, Valle del Cauca y Bolívar (Cuadro 8). Sin embargo, esta concentración se ha reducido frente a lo observado cinco años atrás, cuando dichas regiones representaban el 65,0% del sector. De esta manera, algunos departamentos aumentaron su participación en el PIB nacional del sector de la construcción, así: Santander (3,3 pp), Bolívar (1,3 pp), Huila (1,0 pp), Cundinamarca (1,0 pp) y Meta (0,8 pp), mientras que se redujo para Bogotá (-6,6 pp), Antioquia (-2,2 pp) y Valle (-1,9 pp).

Esta rama sobresalió por su participación en el PIB departamental de 2012 en Santander, Huila, Quindío, Caquetá y Guaviare, con aportes superiores al 12,0%; en tanto que en Amazonas, Putumayo, San Andrés y Providencia, y Arauca representó menos del 3,0% de su economía (Cuadro 8). En cuanto al crecimiento anual, Santander se destacó por la expansión continua del sector en los últimos cinco años, con un promedio anual de 14,9%, seguido de Huila y Bolívar, con 13,9%, y Meta, con 12,6%. En contraste, departamentos como Norte de Santander y Risaralda mantuvieron descensos durante los últimos tres años.

En lo que respecta a las actividades que conforman el sector, se destacó la mayor participación de la construcción de edificaciones en Bogotá, D. C., Cundinamarca y Atlántico, mientras que en Santander, Meta y Huila sobresalieron las obras civiles. Por otro lado, en Antioquia, Bolívar y Valle del Cauca se mantuvo una distribución más proporcional entre las dos actividades, similar al patrón observado en el total nacional (Gráfico 40).

En los últimos cinco años las contribuciones más significativas al crecimiento nacional del rubro de obras civiles estuvieron a cargo de Santander, con un promedio anual de 2,2 pp, seguido por Meta, Huila y Bolívar, con 0,7 pp cada una. En el caso de Antioquia, aunque su aporte también fue de 0,7 pp, registró

Se destaca la mayor participación de la construcción de edificaciones en Bogotá, D. C., Cundinamarca y Atlántico, mientras que en Santander, Meta y Huila sobresalieron las obras civiles

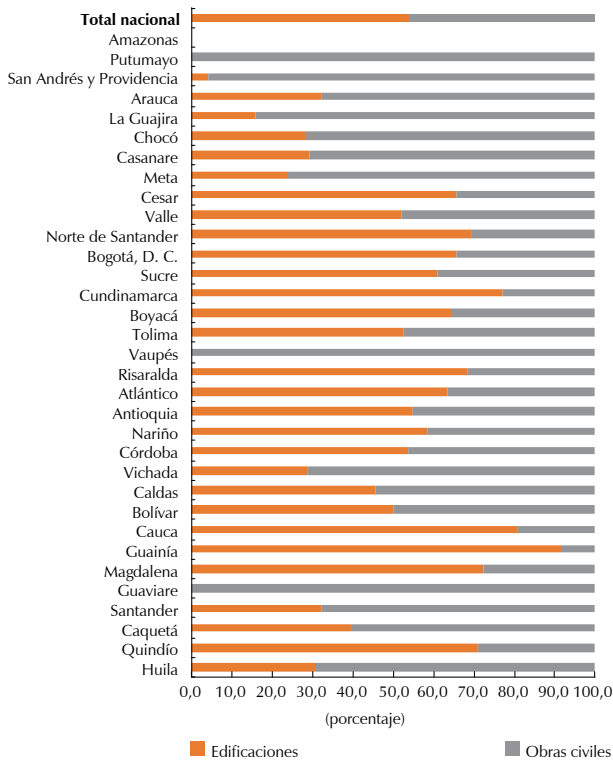
Cuadro 8
Participación de la construcción en los departamentos en 2012
(porcentaje)

Departamento	Distribución del PIB nacional de la construcción y sus componentes			Participación de la construcción en el PIB departamental
	Construcción	Edificaciones	Obras civiles	Construcción
Bogotá, D. C.	21,03	25,53	15,75	6,76
Antioquia	14,28	14,48	14,05	8,65
Santander	12,18	7,28	17,94	13,34
Valle	6,69	6,45	6,97	5,73
Bolívar	4,96	4,60	5,37	9,85
Cundinamarca	4,85	6,94	2,41	7,52
Atlántico	4,09	4,81	3,26	8,63
Huila	4,05	2,30	6,11	17,72
Meta	3,96	1,76	6,55	5,53
Boyacá	2,73	3,26	2,10	7,56
Tolima	2,08	2,02	2,14	7,57
Córdoba	2,05	2,03	2,06	9,18
Cauca	1,90	2,84	0,80	10,17
Magdalena	1,79	2,40	1,07	11,04
Caldas	1,72	1,46	2,03	9,63
Quindío	1,67	2,19	1,05	17,09
Nariño	1,66	1,80	1,50	8,91
Risaralda	1,49	1,89	1,02	8,57
Cesar	1,46	1,78	1,09	5,72
Norte de Santander	1,30	1,68	0,87	6,52
Casanare	1,15	0,62	1,77	4,06
Caquetá	0,80	0,59	1,06	14,56
Sucre	0,68	0,77	0,58	6,97
La Guajira	0,48	0,14	0,88	3,16
Arauca	0,29	0,17	0,42	2,59
Chocó	0,25	0,13	0,38	3,88
Guaviare	0,13	0,00	0,28	12,06
Putumayo	0,10	0,00	0,22	1,55
Vichada	0,07	0,04	0,10	9,54
Guainía	0,05	0,08	0,01	10,71
San Andrés y Providencia	0,05	0,00	0,09	2,52
Vaupés	0,02	0,00	0,05	7,69
Amazonas	0,00	0,00	0,00	0,00
Total nacional	100,00	100,00	100,00	7,94

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

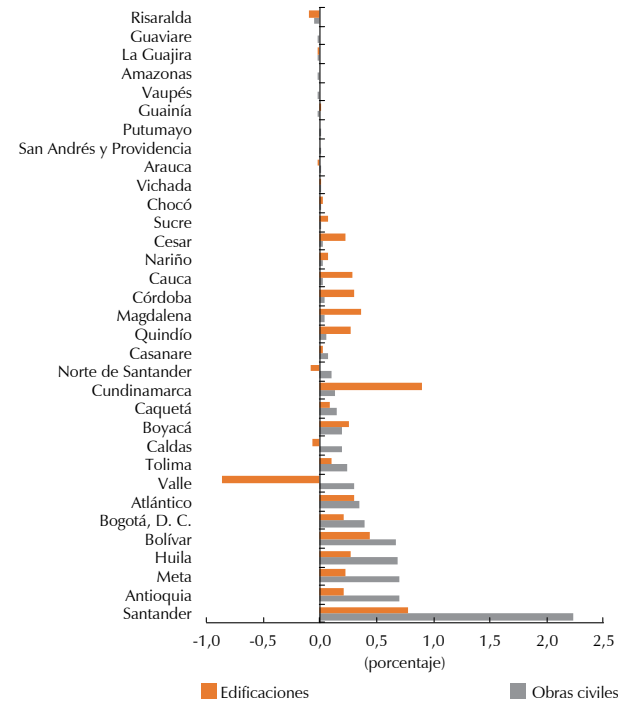
contribuciones negativas en 2010 y 2012. Para la actividad edificadora, que se recuperó en 2011 y 2012, después de dos años continuos de descenso, los mayores aportes correspondieron a Cundinamarca (0,9 pp), Santander (0,8 pp) y Bolívar (0,4 pp) (Gráfico 41).

Gráfico 40
Participación de las edificaciones y obras civiles en el PIB de la construcción departamental, 2012



Fuente: DANE (PIB departamental de 2012, provisional); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 41
Contribución de las edificaciones y obras civiles al crecimiento del PIB de construcción nacional por departamento, promedio 2008-2012



Fuente: DANE (PIB departamental de 2012, provisional); cálculos del Banco de la República.

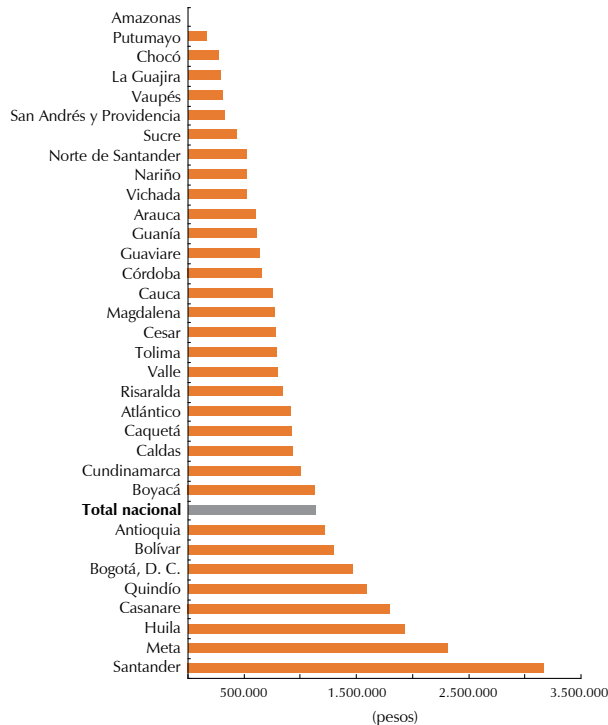
Al observar el PIB per cápita del sector de la construcción en 2012, el mayor valor se registró en Santander, por encima del total nacional, seguido de Huila, Meta, Bolívar, Casanare, Quindío, Bogotá y Antioquia (Gráfico 42), grupo que en general se ha mantenido en los primeros lugares por varios años. Otro hecho por mencionar es que en los últimos cinco años en Bolívar, Caquetá, Cesar, Huila, La Guajira, Santander y Vaupés se duplicó el PIB per cápita de la construcción.

b. Comportamiento regional de la construcción en 2013

De acuerdo con las cifras disponibles del PIB nacional y del PIB de Bogotá para 2013³³, la construcción en los departamentos (sin Bogotá) contribuyó al crecimiento nacional del sector en cerca de 11,0 pp, superior a lo observado en 2012 (8,0 pp), mientras que el aporte de Bogotá fue negativo en 1,5 pp (Gráfico 43). Por ramas de actividad, la mayor contribución del resto del país se evidenció en obras civiles (14,4 pp), mientras que Bogotá tuvo un aporte negativo (-3,9 pp). Por su parte, aunque el avance de la construcción de edificaciones se explica en mayor medida por el crecimiento en el resto del país (7,8 pp), Bogotá se destacó

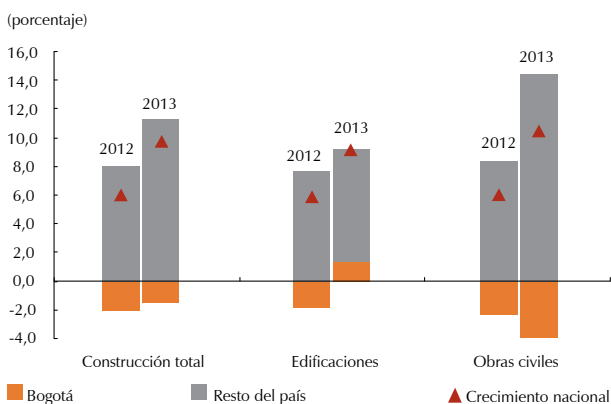
33 La información a la que se refiere esta sección corresponde a la reportada por el DANE en marzo de 2014 para el PIB nacional y en abril de 2014 para el PIB de Bogotá.

Gráfico 42
 PIB per cápita de la construcción por departamento, 2012



Fuente: DANE (PIB departamental de 2012, provisional y proyecciones de población, 2005-2020); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 43
 Contribución de Bogotá y del resto del país al crecimiento de la construcción nacional^{a/}, 2012 y 2013



a/ Los cálculos se realizan con información publicada en abril de 2014 para Bogotá y en marzo para el total nacional, sujetas a actualización.
 Fuente: DANE (PIB departamental de 2012, provisional y Secretaría de Desarrollo Económico de Bogotá (PIB de Bogotá)); cálculos del Banco de la República.

por contribuir de forma positiva (1,4 pp) al desempeño del sector, después de haber restado a su crecimiento en 2012.

En Bogotá, la única región del país que cuenta con información del PIB para 2013, la construcción se contrajo 7,4%, cifra inferior a la registrada en 2012 (-8,7%). Por actividad, se observó una profundización de la caída de obras civiles (-25,1%), mientras que la construcción de edificaciones creció 5,4%, debido en especial a aquella dirigida a usos no residenciales.

El comportamiento negativo de las obras civiles en Bogotá se explicó principalmente por la no iniciación de grandes proyectos en 2013, en contraste con los trabajos del Aeropuerto El Dorado y la fase III de Transmilenio (calle 26 y carrera 10) del año anterior. A esto se suman dos factores: i) la baja ejecución de la administración distrital³⁴ y ii) la entrada en vigencia de la Ley de Garantías a finales de 2013, que impidió la contratación directa en todos los entes del Estado.

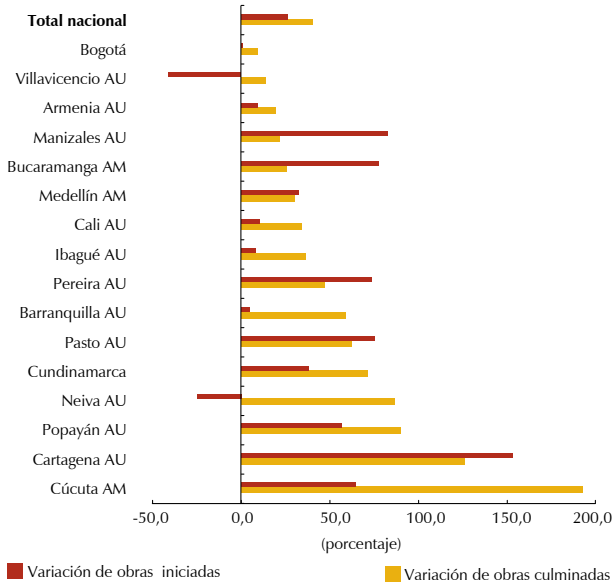
Por otra parte, de acuerdo con el *Censo de edificaciones* (CEED) del DANE, en 2013 el área iniciada en Bogotá aumentó 1,3%. Este modesto crecimiento fue el resultado de la modificación del Plan de Ordenamiento Territorial (POT) y de la reacción de los constructores ante este, lo que generó el descenso en la construcción de viviendas diferentes a las de interés social. Asimismo, influyó el retraso en el programa de Viviendas de Interés Prioritario (VIP) del gobierno nacional, debido a las dificultades en el acondicionamiento del suelo y la provisión de servicios públicos.

Para el resto del país no se cuenta con indicadores de obras civiles por departamentos (véase sombreado, p. 79), aunque se dispone de información para la actividad edificadora a partir del CEED del DANE para las áreas urbanas (AU) y metropolitanas (AM)³⁵. De

34 De acuerdo con el informe de la Veeduría Distrital de marzo de 2014.

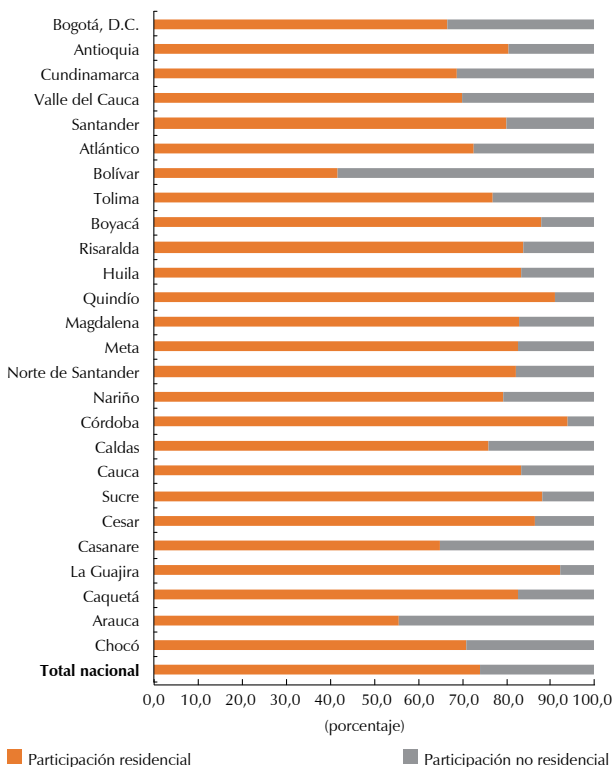
35 Las obras culminadas e iniciadas se miden en metros cuadrados. La cobertura por ciudad es la siguiente. **Cúcuta AM**: Cúcuta, Los Patios, Villa del Rosario y El Zulia; **Cartagena AU**: Cartagena; **Popayán AU**: Popayán; **Neiva AU**: Neiva; **Cundinamarca**: Soacha, Cajicá, Chía, Cota, Facatativá, Funza, Fusagasugá, La Calera, Madrid, Mosquera, Sopo y Zipaquirá; **Pasto AU**: Pasto; **Barranquilla AU**: Barranquilla y Soledad; **Pereira AU**: Pereira y Dosquebradas; **Ibagué AU**: Ibagué; **Cali AU**: Cali y Yumbo; **Medellín AM**: Medellín, Bello, Envigado, Itagüí, Sabaneta, Estrella, Caldas, Copacabana, Girardota y Barbosa; **Bucaramanga AM**: Bucaramanga, Floridablanca, Girón y Piedecuesta;

Gráfico 44
Crecimiento de obras culminadas e iniciadas en el total nacional, por ciudades, 2013



AU: área urbana.
AM: área metropolitana.
Fuente: DANE (censo de edificaciones); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 45
Participación del área aprobada residencial y no residencial y variación anual del total por departamentos, 2013



Fuente: DANE (Encuesta de licencia de construcción); cálculos del Banco de la República.

acuerdo con esta fuente, en 2013 la construcción de edificaciones presentó resultados favorables. Parte de este buen comportamiento se explicó por la puesta en marcha de los programas del gobierno relacionados con la cobertura de tasas de interés para vivienda de interés social nueva y el programa de las 100 Mil Viviendas Gratis. Tanto el indicador de obras culminadas como el de obras iniciadas crecieron para la mayoría de zonas, excepto para las áreas urbanas de Villavicencio y Neiva, las cuales registraron caídas en el segundo indicador tanto en edificaciones residenciales como no residenciales (Gráfico 44).

En cuanto a la contribución al crecimiento nacional de obras culminadas, los mayores aportes estuvieron en Cundinamarca (7,8 pp), Medellín AM (5,2 pp), Barranquilla AU (2,8 pp), Cúcuta AM (2,6 pp) y Cali AU (2,4 pp), provenientes en especial de la construcción residencial, excluyendo Barranquilla AU, donde lideró la no residencial. En las obras iniciadas, las contribuciones más altas fueron las de Medellín AM (5,8 pp), Bucaramanga AM (4,2 pp), Cundinamarca (3,7 pp) y Cartagena AU (3,4 pp). En términos de participación, después de Bogotá, las zonas con mayor número de metros cuadrados culminados e iniciados fueron Medellín AM, Cundinamarca, Cali AU, Bucaramanga AM y Barranquilla AU.

Las estadísticas de licencias de construcción del DANE para 2013 sugieren un buen comportamiento. Dentro de los departamentos con mayor importancia en el total del área aprobada, Atlántico y Cundinamarca fueron los principales contribuyentes a la buena dinámica nacional, con variaciones anuales de 38,1% y 27,9%, respectivamente. Bolívar, Santander y Valle del Cauca también crecieron, aunque en menor medida. Antioquia, por su parte, se contrajo.

Es importante resaltar que, en la mayoría de los departamentos (excepto en Bolívar y Arauca), más de las dos terceras partes del área aprobada para construir se destinó a uso residencial, principal rubro de contribución al crecimiento del indicador (Gráfico 45).

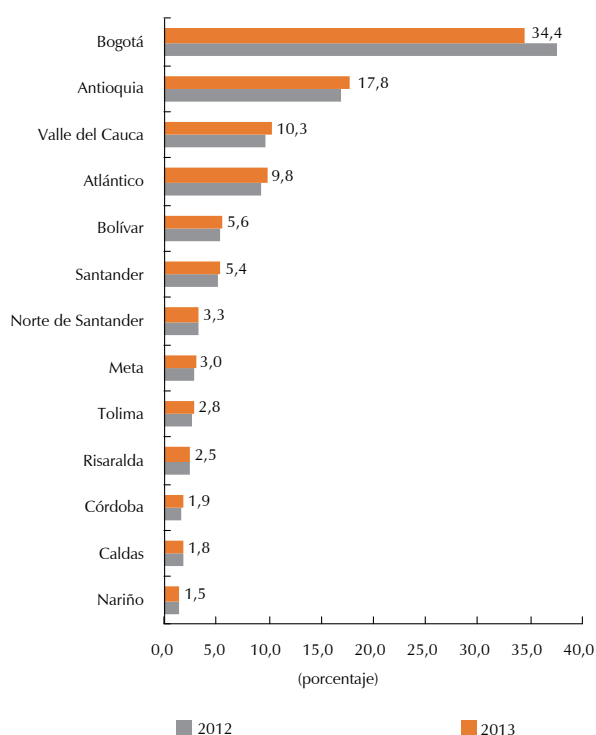
Manizales AU: Manizales y Villa María; **Armenia AU:** Armenia; **Villavicencio AU:** Villavicencio; **Bogotá:** Bogotá.

c. *La generación de empleo en el sector de la construcción en el ámbito regional durante 2013*

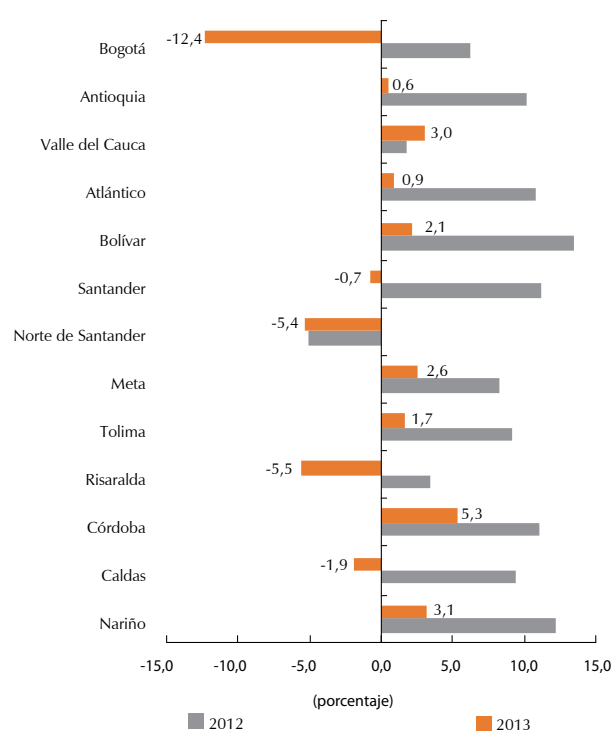
De acuerdo con las cifras de la *Gran encuesta integrada de hogares* del DANE, la actividad de la construcción generó en promedio 633.000 puestos de trabajo en 2013, lo que representó el 6,2% del total de ocupados³⁶. De estos, el 83,0% se concentró en seis territorios, en su orden: Bogotá, Antioquia, Valle del Cauca, Atlántico, Bolívar y Santander. Durante 2013 Bogotá fue la única región que redujo su aporte al total de ocupados en este sector (Gráfico 46, panel A). En términos de expansión del empleo en la actividad constructora, todos los departamentos crecieron en menor magnitud frente a lo registrado en 2012, con excepción del Valle del Cauca y Norte de Santander (Gráfico 46, panel B). No obstante, Córdoba, Nariño, Valle del Cauca y Meta presentaron las mejores cifras durante 2013, mientras que en Bogotá, Risaralda, Norte de Santander, Caldas y Santander se redujo la generación de empleo en este sector.

Gráfico 46

A. Participación del número de ocupados en la construcción en el total por departamentos



B. Variación anual del número de ocupados en la construcción por departamentos



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

36 El número de ocupados en cada departamento corresponde a los ocupados de las trece ciudades y sus áreas metropolitanas. La cobertura por departamento es la siguiente: **Bogotá:** Bogotá; **Antioquia:** Medellín y Valle de Aburrá; **Valle del Cauca:** Cali y Yumbo; **Atlántico:** Barranquilla y Soledad; **Santander:** Bucaramanga, Girón, Piedecuesta y Floridablanca; **Caldas:** Manizales y Villa María; **Nariño:** Pasto; **Risaralda:** Pereira, Dos Quebradas y La Virginia; **Norte de Santander:** Cúcuta, Villa del Rosario, Los Patios y El Zulia; **Córdoba:** Montería; **Bolívar:** Cartagena; **Meta:** Villavicencio.

LAS OBRAS CIVILES EN LAS REGIONES

Frente al buen resultado del PIB nacional de obras civiles en 2013, cabe mencionar algunos de los principales proyectos en los departamentos con mayor participación en esta actividad.

En Santander se destacan importantes construcciones como el proyecto hidroeléctrico del río Sogamoso (Hidrosogamoso), realizado por Isagen, y la modernización de la refinería de Ecopetrol en Barrancabermeja. Asimismo, se resaltan obras de transporte como el Sistema Integrado de Transporte Masivo de Bucaramanga (Metrolínea) y la doble calzada Bucaramanga-Cúcuta, la Transversal del Carare y la Troncal Central del Norte. Otros proyectos, como la concesión de la Ruta del Sol y la Gran Vía Yuma, que permitirá conectar al corredor de la Ruta del Sol con el Río Magdalena, también son importantes para el sector. De igual manera, el turismo ha sido una fuente de construcción en la región con obras como el Ecoparque Cerro del Santísimo y el Acuaparque Nacional de Chicamocha, que iniciaron proyecto en 2013 y se espera que terminen en el presente año.

En Antioquia se presentó un comportamiento dinámico en la realización de obras civiles. A causa de la ola invernal de 2012, se realizaron trabajos encaminados a la construcción de nuevas vías y al mejoramiento y rehabilitación de carreteras localizadas principalmente en el bajo Cauca y el Urabá antioqueño. Asimismo, se destacó la finalización del puente intraurbano más grande del país, Gilberto Echeverri Mejía, en Medellín, y la reparación de la malla vial del sistema integrado de transporte del Valle de Aburrá (metro, cables y alimentadores). En la misma línea del transporte masivo, sobresale la iniciación de la construcción de la estación industrial para Metroplus (sistema de buses), que comprende puentes elevados y deprimidos para la conexión con las vías principales. Otra obra de gran importancia que inició en 2013 fue el proyecto hidroeléctrico Ituango, de Empresas Públicas de Medellín, el cual contempla varias fases para los próximos años.

En el Meta la megaobra que en 2013 continúa impulsando las obras civiles en este departamento es la doble calzada Villavicencio-Bogotá. Asimismo, en Villavicencio se destaca la continuidad del proyecto de su anillo vial para agilizar el tráfi-

co de vehículos livianos, transporte intermunicipal y de carga pesada, este último originado principalmente por el transporte de hidrocarburos. También, son relevantes los grandes proyectos, como las obras hidráulicas para el manejo y control de crecientes del río Guatiquía, la construcción del empalme del dique sobre el río Guamal y el mejoramiento a las vías en veredas de los municipios de Cumaral y Restrepo.

En Huila se destacan los avances en obras relacionadas con carreteras y la construcción de la represa para la hidroeléctrica del Quimbo. En cuanto a vías, se deben mencionar la transversal de la Macarena, que busca conectar el Huila con el oriente colombiano, el corredor del Paletará, proyecto vial entre Huila y Cauca, y la transversal del Libertador que permitirá la salida al puerto de Buenaventura.

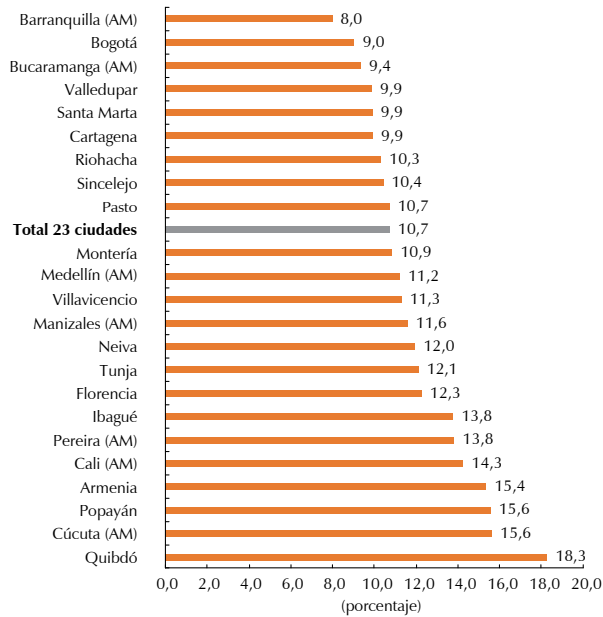
Para el caso de Valle del Cauca, en 2013 fueron importantes las obras de concesión de la doble calzada Buga-Buenaventura (que se aceleraron en el año), así como los proyectos portuarios de la Sociedad Puerto Industrial Aguadulce y del Terminal de Contenedores, con la construcción de vías de acceso al puerto y muelles respectivos. Proyectos importantes para el departamento realizados por la Sociedad Portuaria de Buenaventura, al igual que las megaobras de la ciudad de Cali, como el túnel urbano, puentes urbanos y el sistema de transporte masivo MIO, registraron sus mayores avances entre 2011 y 2012.

En el departamento de Bolívar gran parte de los proyectos iniciados años atrás finalizaron durante 2012, lo que representó una disminución de obras civiles en 2013. Por ejemplo, en 2012 se realizaron proyectos viales importantes, tales como la doble calzada entre Cartagena y Turbaco, e inició la construcción de la doble calzada entre Cartagena y Barranquilla, adicional a los jarillones carreteables en el municipio de Santa Cruz de Mompos. Igualmente, finalizó la construcción del muelle de pasajeros y el acceso al terminal fluvial de Magangué. En 2013, aunque se iniciaron construcciones importantes para la ciudad de Cartagena, no implicaron un crecimiento significativo en las obras que compensara las construcciones viales terminadas en 2012.

2. El mercado laboral en las principales ciudades del país

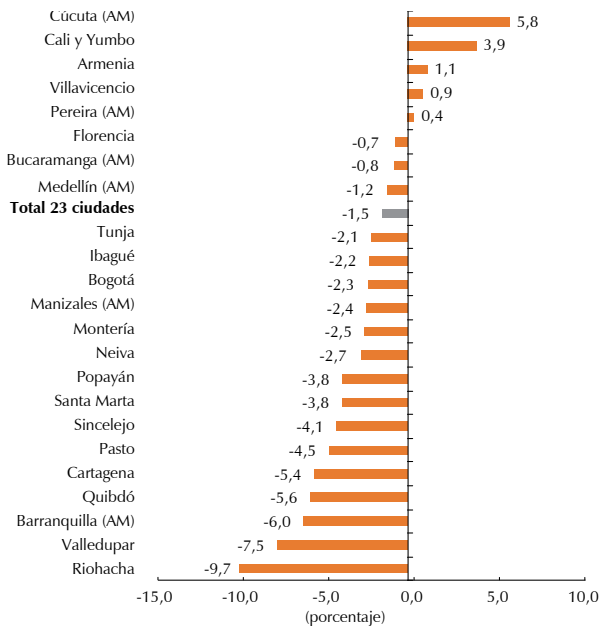
De acuerdo con el DANE, en el año 2013 las principales ciudades y áreas metropolitanas de Colombia alcanzaron una tasa de desempleo de 10,7%, valor inferior en 0,6 pp al observado en 2012. De las veintitrés ciudades encuestadas, catorce presentaron tasas superiores, siendo Quibdó, Cúcuta, Popayán, Armenia y Cali aquellas con el nivel de desempleo más alto. En contraste, otras ciudades, como Barranquilla,

Gráfico 47
Tasa de desempleo de 23 ciudades, promedio trimestral



Fuente: DANE.

Gráfico 48
Variación promedio anual de la tasa de desempleo por ciudades, 2007-2013



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Bogotá y Bucaramanga estuvieron por debajo del total de veintitres ciudades y lograron obtener una tasa de desempleo de un dígito (Gráfico 47).

El comportamiento del desempleo en las ciudades que tienen una tasa elevada podría clasificarse en dos grupos. En el primero se encuentran Quibdó, Popayán, Neiva, Montería, Manizales, Ibagué, Tunja y Medellín, las cuales a 2013 presentan altas tasas de desempleo, a pesar de haber logrado reducciones en los últimos seis años. Dentro de este grupo, Quibdó y Popayán se caracterizan por ser zonas con altos índices de pobreza y estancamiento económico en los últimos años. El segundo grupo está conformado por ciudades con tasas de desempleo altas y crecientes en el período 2007-2013, como son Cúcuta, Armenia, Cali, Villavicencio y Pereira (Gráfico 48). Se destaca en este último grupo Cúcuta, cuyo caso particular se analiza en el sombreado p. 82.

Otro hecho que vale la pena destacar es el comportamiento en las ciudades de la costa Caribe, donde seis de las siete capitales encuestadas registraron en 2013 tasas de desempleo por debajo del total de las 23 ciudades del país (Gráfico 49).

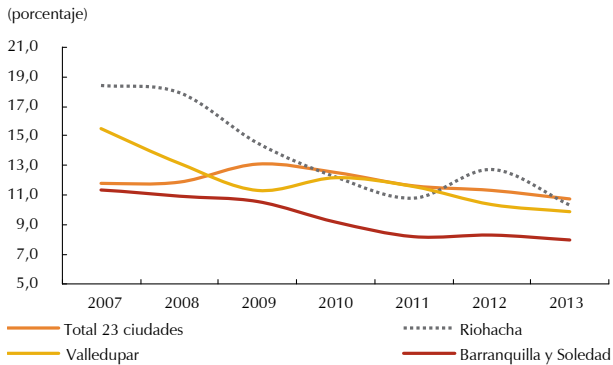
La disminución en la tasa de desempleo (TD) se puede explicar por el aumento de la demanda de trabajo (tasa de ocupación: TO) o por la reducción de la oferta (tasa global de participación: TGP). Entre 2007 y 2013 para el total de las veintitres ciudades y áreas metropolitanas, tanto la TO como la TGP crecieron, en promedio, 1,6% y 1,4% anual, respectivamente (gráficos 50 y 51). En veinte de las veintitres ciudades encuestadas se dieron cambios positivos en la TO, y los cinco mayores aumentos se observaron en Quibdó, Riohacha, Bucaramanga, Valledupar y Bogotá, ciudades que han venido disminuyendo la TD en los últimos cinco años.

En el trimestre marzo-mayo de 2014, información más reciente publicada por el DANE, se observa que la TD continúa descendiendo en todas las ciudades, con excepción de Armenia, donde creció 0,1 pp, frente a la de igual período de 2013. Cabe destacar a Barranquilla

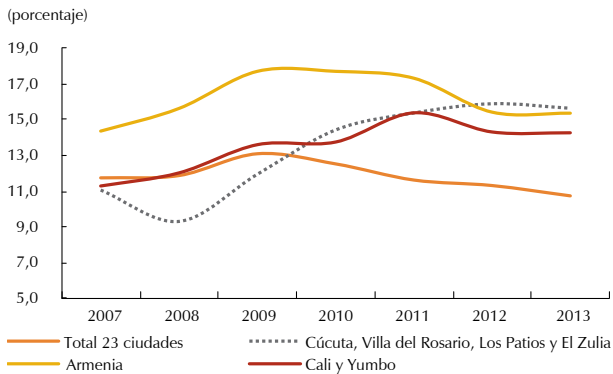
como la ciudad con la menor TD (7,4%), aunque la TO cayó 1,9 pp y la TGP lo hizo en 2,5 pp. Junto con Barranquilla, las otras dos ciudades con menores TD fueron Bucaramanga y Bogotá, con 8,1% y 8,4%, respectivamente (Gráfico 52).

Gráfico 49

A. Ciudades con mayor reducción en la tasa de desempleo, 2007-2013



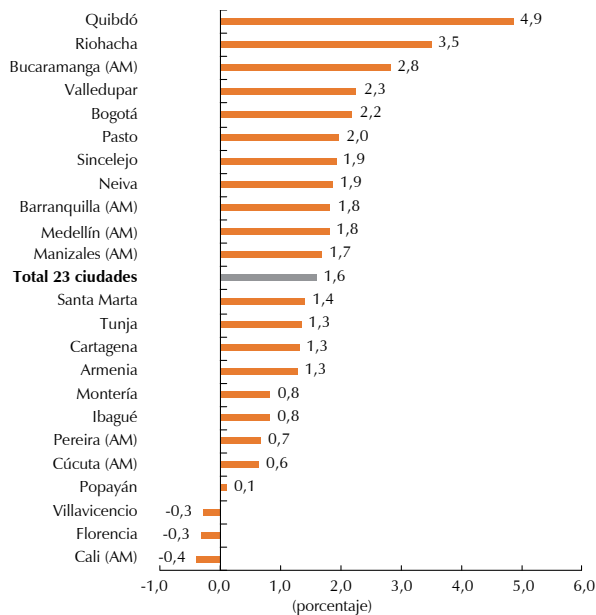
B. Ciudades con mayor incremento en la tasa de desempleo, 2007-2013



Fuente: DANE.

Gráfico 50

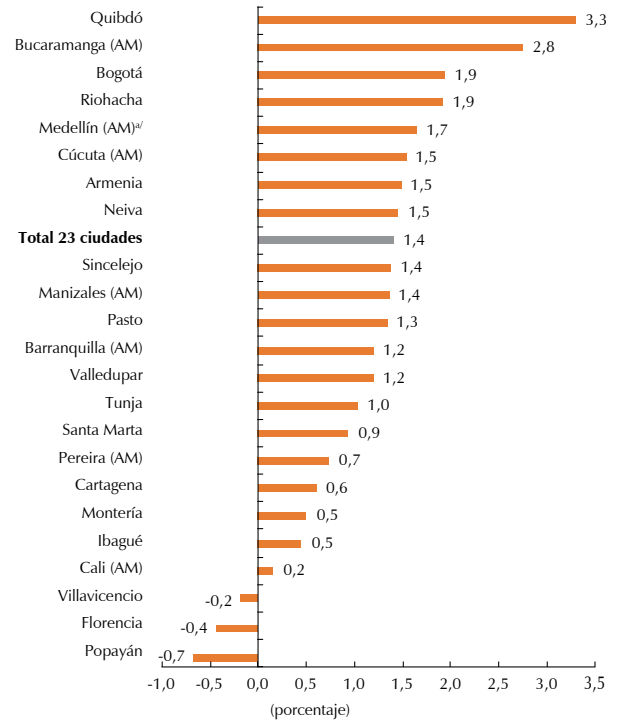
Variación promedio anual de la tasa de ocupación por ciudades, 2007-2013



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 51

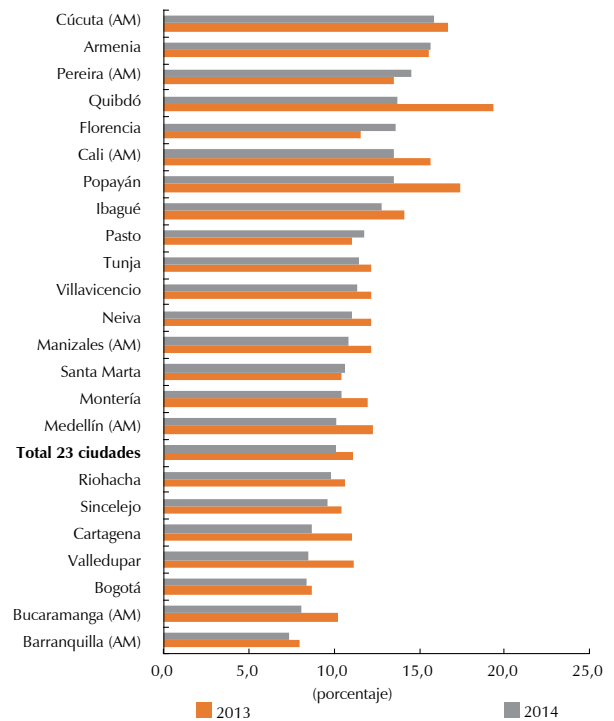
Variación promedio anual de la tasa global de participación por ciudades, 2007-2013



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 52

Tasa de desempleo de las 23 ciudades, trimestres marzo-mayo, 2013-2014



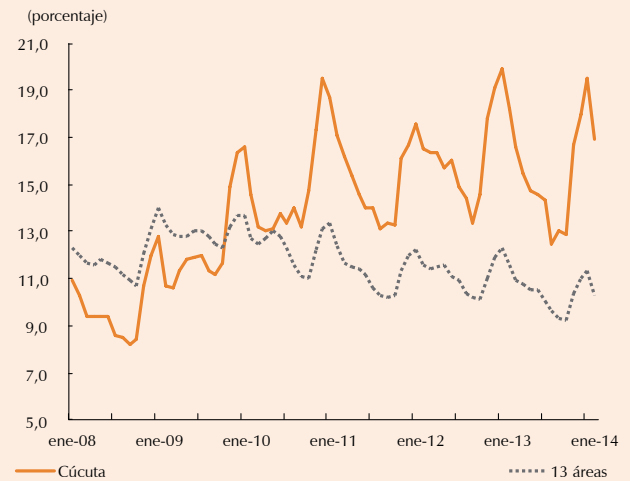
Fuente: DANE.

EL DESEMPLEO EN CÚCUTA

Contrario a lo observado en el ámbito nacional, en Cúcuta la tasa de desempleo pasó de 10,9% a 19,5% entre 2008 y 2014, lo que significó un incremento de 8,6 pp. En el mismo período en el promedio de las trece principales ciudades colombianas se presentó una reducción de 1 pp (Gráfico A).

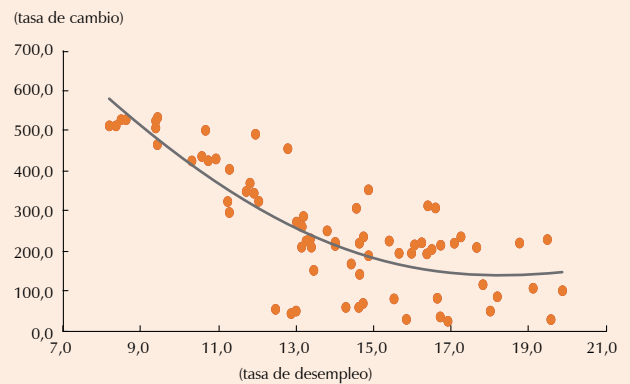
Al ser Cúcuta un territorio fronterizo, su economía tiende a estar muy vinculada al país vecino. De esta forma, como lo señala Sánchez-Jabba (2014)¹, los aumentos sistemáticos en la tasa de desempleo cucuteña se encuentran correlacionados con las fluctuaciones en la tasa de cambio del peso con respecto al bolívar fuerte (Gráfico B). En particular, la reciente devaluación de la divisa venezolana provocó una profunda crisis en el sector comercial, el mayor empleador de su economía urbana. Lo anterior se debe a que los cucuteños optan por comprar mercancías en Venezuela, principalmente en Ureña y San Antonio, como resultado de los precios relativos entre Colombia y Venezuela, consecuencia del control de precios y los subsidios en el vecino país.

Gráfico A
Tasa de desempleo en Cúcuta y en las 13 principales ciudades y sus áreas metropolitanas de Colombia (2008-2014)



Fuente: DANE.

Gráfico B
Correlación^{a/} entre el desempleo en Cúcuta y la tasa de cambio de mercado^{b/} (2008-2014)
(pesos por bolívar fuerte)



Nota: Coeficiente de correlación: -0,76.

a/ El coeficiente de correlación simple es estadísticamente significativo a cualquier nivel de confianza.

b/ La tasa de cambio de mercado se obtiene directamente de los profesionales de cambio en Cúcuta; no corresponde a la tasa de cambio oficial.

Fuente: cálculos Sánchez-Jabba, A. (2014).

1 Sánchez-Jabba, A. (2014). "Crisis en la frontera", Documentos de Trabajo Sobre Economía Regional, núm. 197, Banco de la República.

Recuadro 1

EL FENÓMENO DE EL NIÑO EN COLOMBIA: CARACTERIZACIÓN Y POSIBLE IMPACTO

El Niño: su definición, medición e intensidad

El Niño es un evento de naturaleza marina y atmosférica que consiste en un calentamiento anormal de las aguas superficiales en el Pacífico tropical central y oriental, especialmente frente a las costas del norte de Perú, Ecuador y sur de Colombia. El nombre científico del fenómeno es Oscilación del Sur El Niño (ENSO, por su sigla en inglés), el cual es un evento con más de siete milenios de ocurrencia. El ENSO puede presentar tres estados: uno cálido (conocido popularmente como El Niño), uno frío (conocido como La Niña) y uno neutral (sin perturbaciones climáticas). Cuando se presenta El Niño, el calentamiento del océano Pacífico toma varios meses y su intensidad está asociada con el grado de calentamiento y el tamaño del área afectada. El evento de El Niño cubre grandes extensiones, y por su magnitud afecta el clima en diferentes regiones del planeta, entre ellas el norte de Sudamérica, donde está situado el territorio colombiano¹.

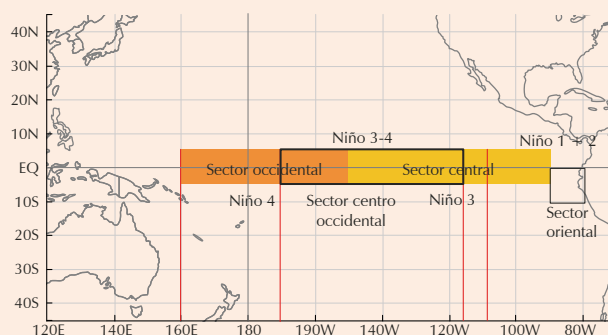
Para un seguimiento periódico del ENSO el indicador utilizado es el índice oceánico El Niño (ONI, por su sigla en inglés), el cual lo construye el Centro de Predicción Climática, de la Administración Nacional del Océano y la Atmósfera de los Estados Unidos (NOAA, por su sigla en inglés). El ONI se expresa como la anomalía de la temperatura de la superficie del océano Pacífico con respecto al promedio histórico, en la región Niño 3-4 (Gráfico R1.1). Esta anomalía debe ser calculada con los promedios móviles de tres meses. Se dice que un fenómeno El Niño ocurre cuando la diferencia es mayor a $+0,5\text{ }^{\circ}\text{C}$ durante cinco meses o más. Por el contrario, un evento de La Niña se presenta cuando la diferencia es menor a $-0,5\text{ }^{\circ}\text{C}$ durante cinco meses o más (Ideam, 2011).

En el caso colombiano el fenómeno se manifiesta con menores lluvias, aunque no en todo el territorio nacional, como es el caso del sur del país y de algunas zonas de los Llanos Orientales, sitios donde las precipitaciones son normales o se hacen más abundantes. Es importante recalcar que en presencia de un episodio de El Niño las estaciones climáticas ocurren normalmente, salvo que los períodos lluviosos tienden a atenuarse y el seco a intensificarse y prolongarse.

Dentro de la evolución típica de un fenómeno de El Niño es posible identificar cuatro fases. La de inicio tiende a presentarse entre julio y septiembre, con la particularidad de

Gráfico R1.1
Regiones El Niño

Para efecto del análisis y seguimiento de los fenómenos El Niño y La Niña, internacionalmente se ha convenido dividir el océano Pacífico tropical en sectores representativos



Fuente: NOAA.

que las aguas cálidas se desplazan desde el sector occidental del Pacífico tropical (Asia) hacia la zona oriental (América). En esta etapa los procesos oceánicos y atmosféricos pueden revertir el proceso iniciado. En la fase de desarrollo (entre octubre y diciembre) se continúan desplazando las aguas cálidas hacia el oriente. En la fase de madurez (primer trimestre del segundo año), se alcanza el máximo calentamiento de la superficie del mar en el sector oriental del Pacífico tropical frente a las costas de Perú, Ecuador y Colombia. Finalmente, en la fase de debilitamiento (segundo trimestre del segundo año) se enfrían las aguas del Pacífico tropical oriental hasta alcanzar condiciones cercanas a las normales.

Cuando la anomalía del calentamiento supera el promedio histórico de la temperatura entre $0,5\text{ }^{\circ}\text{C}$ y $0,9\text{ }^{\circ}\text{C}$, El Niño se considera de intensidad débil. Si la anomalía se ubica entre $>0,9\text{ }^{\circ}\text{C}$ y $1,4\text{ }^{\circ}\text{C}$ es moderado, y si fuese $\geq 1,5\text{ }^{\circ}\text{C}$ la categoría será fuerte. Así, los fenómenos presentados en 1957-1958, 1965-1966, 1972-1973, 1982-1983, 1987-1988 y 1997-1998 se consideran fuertes; los de 1951-1952, 1963-1964, 1968-1969, 1986-1988, 1991-1992, 1994-1995, 2002-2003, 2009-2010, moderados; y los de 1952-1953, 1953-1954, 1958-1959, 1969-1970, 1976-1977, 1977-1978, 2004-2005 y 2006-2007, débiles (véase www.ggweather.com/enso/oni.htm).

Caracterización de un evento típico de El Niño en Colombia

Como se desprende del Cuadro R1.1, el calentamiento de la superficie del océano Pacífico es recurrente, aunque no

1 Véase: Ideam (2002 y 2006), y http://www.cpc.noaa.gov/products/analysis_monitoring/ensostuff/ensofaq.shtml#NINO y <http://www.pmel.noaa.gov/tao/el-nino/el-nino-story.html>

Cuadro R1.1
Episodios El Niño y La Niña

Fechas	Episodio	Duración meses	Sin episodios meses	Observaciones
sep./49-ago./50	La Niña	12		
oct./50-feb./51	La Niña	5	1	Dos La Niña seguidas
jul./51-ene./52	El Niño	7	4	
ene./53-feb./54	El Niño	14	11	Dos El Niño seguidos
may./54-dic./56	La Niña	32	2	
abr./57-jul./58	El Niño	16	3	
nov./58.-mar./59	El Niño	5	3	
jun./63-feb./64	El Niño	9	50	Tres El Niño seguidos
may./64-ene./65	La Niña	9	2	
may./65-abr./66	El Niño	12	1	
ago./68-ene./70	El Niño	18	27	Dos El Niño seguidos
jul./70-ene./72	La Niña	19	5	
may./72-mar./73	El Niño	11	3	
may./73-jul./74	La Niña	15	1	
oct./74-abr./76	La Niña	19	2	Dos La Niña seguidas
sep./76-feb./77	El Niño	6	4	
sep./77-feb./78	El Niño	6	6	
may./82-jun./83	El Niño	14	50	Tres El Niño seguidos
sep./83-ene./84	La Niña	5	2	
oct./84-sep./85	La Niña	12	8	Dos La Niña seguidas
ago./86-feb./88	El Niño	19	10	
may./88-may./89	La Niña	13	2	
may./91-jun./92	El Niño	14	23	
sep./94-mar./95	El Niño	7	26	Dos El Niño seguidos
sep./95-mar./96	La Niña	7	5	
may./97-abr./98	El Niño	12	13	
jul./98-mar./01	La Niña	33	2	
may./02-feb./03	El Niño	10	13	
jul./04-ene./05	El Niño	7	16	Dos El Niño seguidos
nov./05-mar./06	La Niña	5	9	
sep./06-ene./07	El Niño	5	5	
ago./07-jun./08	La Niña	11	6	
nov./08-mar./09	La Niña	5	4	Dos La Niña seguidas
jul./09-abr./10	El Niño	10	3	
jul./10-abr./11	La Niña	10	2	
sep./11-mar./12	La Niña	7	4	Dos La Niña seguidas
Promedio duración El Niño		10,6		Máxima duración 19 meses
Promedio duración La Niña		12,9		Máxima duración 33 meses
Promedio condiciones neutras			9,37	Máxima duración 50 meses

Fuente: NOAA; elaboración del Banco de la República.

periódico, con una nueva presencia de El Niño desde un año a otro hasta incluso después de siete años. Los eventos El Niño y La Niña no necesariamente se alternan. En dos oportunidades se han presentado tres El Niño seguidos (de 1957 a 1964 y de 1976 a 1983) y en varias ocasiones dos La Niña seguidas, por ejemplo entre 2010 y 2012.

Un evento climático estándar de El Niño en Colombia suele extenderse por cerca de once meses, comenzando un poco después de mediados de año y desapareciendo a mediados del año siguiente. El episodio contrario, La Niña, en promedio es un poco más duradero (trece meses). En el pasado se han registrado fenómenos de El Niño muy cortos, con una duración de cinco meses (por ejemplo de sep. de 2006 a ene. de 2007) y eventos prolongados, hasta de diecinueve meses (ago. de 1986 a feb. de 1988). En las últimas seis décadas el mayor período sin ninguna perturbación climática, tipo El Niño o La Niña superó los cuatro años (de 1959 a 1963 y de 1978 a 1982).

¿Qué dicen actualmente las agencias especializadas sobre la ocurrencia de un evento de El Niño?

El Centro Internacional para la Investigación del Fenómeno de El Niño (Ciifen), la Organización Meteorológica Mundial (OMM), la NOAA y el Instituto de Hidrología, Meteorología y Estudios Ambientales de Colombia (Ideam) coinciden en afirmar que es probable que durante los próximos meses continúe aumentando la temperatura de las aguas de las zonas central y oriental del océano Pacífico tropical, alcanzando valores máximos durante el último trimestre de 2014. Las predicciones de los modelos y los diferentes expertos se inclinan actualmente por la formación de un episodio de El Niño de intensidad entre débil y moderada en lugar de uno fuerte. En la actualidad la probabilidad de ocurrencia es cercana al 80,0%; no obstante, esta estimación se debe tomar con cautela, porque en el pasado la probabilidad fue incluso más alta para esta época del año, sin que luego se produjera un episodio de El Niño.

¿Cuáles serían los principales sectores socioeconómicos afectados por El Niño?

Debido a las alteraciones en las lluvias y en la oferta del recurso hídrico, El Niño produce impactos socioeconómicos que pueden resultar negativos para algunas regiones y sectores. Dependiendo de la intensidad del fenómeno, en el pasado se han identificado efectos perjudiciales sobre varios sectores de la actividad productiva nacional: por ejemplo, se han presentado reducciones importantes de los volúmenes extraídos de peces (ronco, margarita, corvina, pargo, atún y carduma), especialmente en el océano Pacífico y aumentado el de las langostas. De la misma manera, ha disminuido la carga transportada, en especial por el río Magdalena, la

cual cae entre un 10% y 25% en episodios de El Niño. Por otra parte, se han incrementado los brotes de enfermedades como dengue, hepatitis, disentería, cólera, así como plagas de roedores, hongos e insectos.

Uno de los sectores más afectados con el fenómeno de El Niño es el hidroenergético. La caída en los niveles de las represas y embalses tiende a afectar el suministro de agua y energía, en especial en algunas zonas de la costa Atlántica. A la vez, las tarifas de la energía, y en menor medida las del gas y acueducto tienden a aumentar en gran parte del territorio nacional. Es importante recordar que el fenómeno de El Niño de 1992 generó una reducción de la oferta de energía eléctrica que causó apagones en diferentes ciudades del país y un racionamiento de energía severo durante más de un año. Actualmente, se descarta un nuevo apagón para el posible evento El Niño 2014-2015. En septiembre de 1991, comenzando El Niño, el nivel de los embalses era de 57,0% y llegó a disminuir hasta un 17,0% en marzo de 1992. Hoy la situación es otra, los embalses alcanzan actualmente un 72,0% de su ocupación y la generación térmica ha aumentado.

Los mayores daños económicos generados por El Niño suelen presentarse en el sector agropecuario, con caídas significativas en la productividad. Según cálculos realizados por el Ministerio de Agricultura, la presencia de un fenómeno de El Niño se traduce en una reducción cercana al 5% en el rendimiento agrícola. El impacto es ligeramente mayor en los cultivos permanentes (5,5%) que en los transitorios (4,4%). Cuando el fenómeno cubre períodos de dos años corridos, se ha comprobado que el impacto negativo sobre los rendimientos agrícolas es mayor en el segundo año².

Los cultivos más afectados históricamente han sido, en su orden, el fique, con una reducción anual promedio de 13,0%, la yuca y la palma africana (8,0%), la cebada (7,0%), seguidos por el arroz, papa, maíz, algodón, caña panelera, plátano, cacao y frijol. En el caso de la leche, su producción ha caído un 4,9% en promedio cada vez que se presenta un episodio de El Niño. En el caso del café, y de acuerdo con estudios efectuados por Cenicafe (2006)³, se concluye que este fenómeno no ha afectado la producción del grano de una forma significativa.

2 Al respecto, véase Ministerio de Agricultura (2012). En ese documento no se especifica la intensidad de El Niño que genera estas pérdidas de productividad.

3 En el año 2006 Cenicafe señalaba que el hecho de que El Niño coincida con la época de menos lluvias en la zona cafetera sería favorable para las floraciones que proporcionará la cosecha hacia finales del año 2007.

Efecto de El Niño sobre los precios al consumidor

En general, en presencia de El Niño los precios de los alimentos tienden a aumentar, generando presiones inflacionarias transitorias (Gráfico R1.2, panel A). El Gráfico R1.2 panel B muestra que el efecto ha sido, sobre todo, evidente en el caso de los precios de los alimentos perecederos (hortalizas, frutas y tubérculos). En ausencia de otros choques (sobre la demanda, el tipo de cambio o los precios internacionales) los precios relativos de los alimentos tienden a mantener su estacionalidad normal, es decir, aumentan durante el primer semestre del segundo año y caen en la segunda mitad, como sucedió en los eventos de El Niño del año 1992 y 1998.

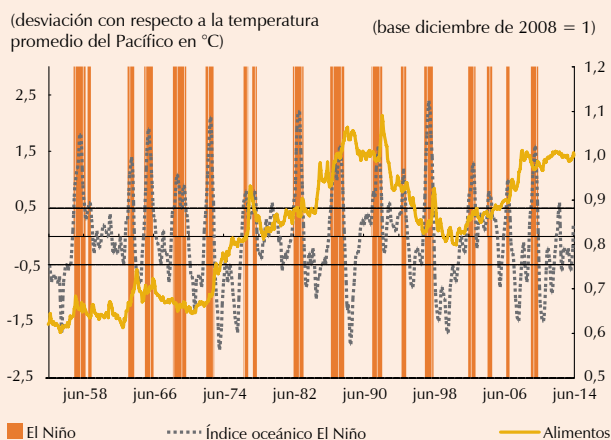
Pero en presencia de otros choques diferentes a los climáticos, los precios relativos de los alimentos podrían no seguir la estacionalidad anterior, como sucedió en 1988, cuando se presentó una devaluación importante del tipo de cambio, junto con presiones de demanda. Igualmente, en el año

2003 las presiones originadas por el tipo de cambio y el repunte de los precios internacionales impulsaron la inflación de alimentos, sin que durante la segunda mitad del año se reprodujera la corrección en sus precios relativos.

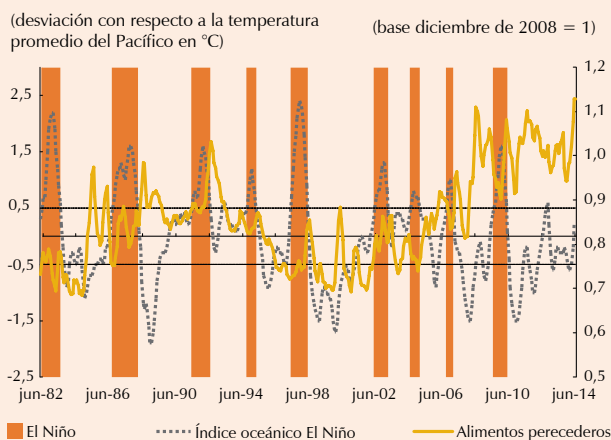
El Cuadro R1.2 resume los resultados de un análisis econométrico, el cual contrasta el ONI con los precios relativos de los alimentos. En este ejercicio se segmenta los alimentos entre perecederos, procesados y comidas fuera del hogar, entre otras clasificaciones analizadas. Se concluye que los precios relativos de los alimentos no siempre son afectados de manera importante por los episodios de El Niño, siendo los precios relativos de los perecederos los más golpeados, en especial cuando es de intensidad fuerte. En contraste, los precios relativos de los procesados y de las comidas fuera del hogar no suelen cambiar su dinámica por un choque climático tipo El Niño, como tampoco el precio relativo del IPC de energía, afectándose un poco más los precios en bolsa de la energía, en especial, cuando los eventos son de intensidad fuerte⁴.

Gráfico R1.2
El Niño y precios de los alimentos relativos al IPC

A. Precios relativos de los alimentos



B. Precios relativos de los alimentos perecederos



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

Del Cuadro R1.3 se desprende que ante un evento de El Niño de intensidad fuerte los precios relativos de los alimentos aumentarían de manera importante, en algo más de 7,0%; sin embargo, el escenario más probable, siguiendo las previsiones de las diversas agencias especializadas que monitorean el clima mundial y nacional, sería el desarrollo de un evento de El Niño entre débil y moderado en los próximos meses, con un incremento al alza en los precios relativos de los alimentos, mucho menor, cercano al 4,0%, reajuste que debería devolverse, en ausencia de otros choques, durante el segundo semestre del próximo año.

En todo caso, un posible fenómeno de El Niño tendría un bajo impacto inflacionario, no solo por este ajuste moderado en los precios relativos de los alimentos, sino también porque la importancia de este grupo en el IPC, y en especial el de perecederos, viene cayendo, según las nuevas actualizaciones de la canasta familiar.

En efecto, los alimentos pasaron de representar el 48,9% en 1983 a un 28,2% actualmente, cayendo la participación de los productos perecederos en el mismo rango de tiempo, de 13,8% a 4,2%. En contraste, las comidas fuera del hogar, cuyos precios relativos son poco impactados por El Niño, han aumentado su participación de 0,0% (no se registraban en el IPC antes de 1988) a 8,1% en la actualidad.

4 Es evidente la reducción de la oferta hidroeléctrica en eventos de El Niño, en especial durante aquellos de intensidad fuerte; sin embargo, el ajuste al alza en precios no pareciera corroborarse, quizá por la regulación y control de las tarifas de energía.

Cuadro R1.2

Impacto de los eventos de El Niño sobre algunos precios relativos, según su intensidad

	May./82- jun./83 (fuerte)	Ago./86- feb./88 (fuerte)	May./91- jun./92 (moderado)	Sep./94- mar./95 (moderado)	May./97- abr./98 (fuerte)	May./02- feb./03 (moderado)	Jul./04- ene./05 (débil)	Sep./06- ene./07 (débil)	Jul./09- abr./10 (moderado)
Alimentos									
G3									
Procesados									
Perecederos									
Comidas fuera del hogar									
G6									
Carne de res									
Leche									
Papa									
Hortalizas y legumbres									
Frutas									
Resto de alimentos									
G10									
Carnes y huevos									
Lacteos									
Papa									
Aceites y grasas									
Cereales sin Arroz									
Hortalizas y legumbres									
Tubérculos sin papa									
Frutas									
Otros procesados con arroz									
Precio en bolsa (energía)									
Energía									

 Significativo al 5%

 Significativo al 10%

Fuentes: Dane y XM-ISA; cálculos del Banco de la República.

Además, el impacto inflacionario de El Niño, como el previsto hoy día, sería moderado porque las exportaciones de los alimentos hacia Venezuela siguen estancadas en niveles históricamente bajos en los últimos años, favoreciendo una mayor oferta interna de alimentos. También, porque en la actualidad los mercados están más unificados, fijando precios similares, al disponer de mejor información y una malla vial más amplia. Igualmente, los nuevos expendios, sobre todo las grandes superficies, en repetidas ocasiones tienden a mantener los precios para reducir los costos de menú

(aquellos asociados con la etiquetación de nuevos precios). Asimismo, los mejores métodos de conservación y bodegaje de los alimentos han inducido más estabilidad en precios.

En todo caso, cualquier pronóstico del impacto inflacionario de un episodio El Niño conlleva gran incertidumbre, porque en el pasado este fenómeno desapareció o se intensificó cuando tenía probabilidades de ocurrencia similares a las actuales. Lo importante es que el efecto inflacionario que pueda generar una alteración climática no se incorpore a

Cuadro R1.3
Eventos El Niño e inflación al consumidor

Fechas	Intensidad	Total	Alimentos	Sin alimentos	Perecederos	Precios relativos de los alimentos	Fase creciente precios relativos alimentos
jul./09-abr./10	moderado	2,24	3,64	1,71	18,62	1,89	al alza desde ene./10 a abr./10
sep./06-ene./07	débil	4,42	8,53	2,58	13,37	5,80	al alza desde feb./07 a may./07
jul./04-ene./05	débil	3,93	6,36	2,88	17,10	3,38	al alza desde ene./05 a jun./05
may./02-feb./03	moderado	2,70	3,74	2,25	9,87	1,46	al alza desde mar./03 a may./03
may./97-abr./98	fuerte	14,12	21,72	10,84	27,83	9,82	al alza desde ene./98 a jun./98
sep./94-mar./95	moderado	16,80	17,75	16,35	21,68	1,20	al alza desde nov./94 a jun./95
may./91-jun./92	moderado	21,81	29,91	17,72	39,41	10,35	al alza desde dic./91 a jul./92
ago./86-feb./88	fuerte	42,51	49,71	38,88	59,51	7,80	al alza desde mar./87 a jul./88
may./82-jun./83	fuerte	10,49	13,88	8,99	15,86	4,49	al alza desde ene./83 a may./83
Promedio débiles		4,18	7,45	2,73	15,24	4,59	
Promedio moderado		10,89	13,76	9,51	22,39	3,73	
Promedio fuertes		22,37	28,44	19,57	34,40	7,37	

Fuentes: DANE e Ideam. Cálculos Banco de la República.

las expectativas de los diferentes agentes de la economía. Un eventual episodio de El Niño más agudo o extenso a lo inicialmente esperado podría inducir un incremento en las expectativas inflacionarias de los fijadores de precios, costos y salarios, en cuyo caso la inflación al consumidor podría verse afectada de manera más permanente que transitoria.

Referencias

Cenicafé (2006). "Comportamiento del fenómeno de El Niño en la zona cafetera colombiana 2006-2007", Manizales, Colombia.

Ideam (2002). "Efectos naturales y socioeconómicos del fenómeno El Niño en Colombia", Bogotá, Colombia, marzo.

Ideam (2006). "El Niño en Colombia", Bogotá, Colombia, septiembre.

Ideam (2011). "Análisis del impacto del Fenómeno de la Niña 2010-2011 en la hidroclimatología del país", Bogotá, Colombia.

Ministerio de Agricultura (2012). *Plan de mitigación de los efectos del fenómeno El Niño en el sector agropecuario, acuícola y pesquero* (segunda edición), Bogotá, Colombia.

Recuadro 2

ANÁLISIS DEL IMPACTO EN COLOMBIA DE LA RECOMPOSICIÓN DE LOS ÍNDICES DE JP MORGAN DE DEUDA LOCAL DE PAÍSES EMERGENTES

La importancia de la deuda local de los mercados emergentes (ME) ha aumentado en los últimos años en el ámbito internacional y, en esta medida, los índices de mercado han constituido una valiosa referencia para los inversionistas que desean monitorear o tomar posiciones sobre las dinámicas de este tipo de instrumentos. En particular, los índices de JP Morgan, conocidos como *government bond index-emerging markets* (GBI-EM), creados en 2005, fueron los primeros de su clase y actualmente constituyen los más representativos de este tipo de productos.

La familia de índices GBI-EM incluye instrumentos de países cuyo ingreso nacional bruto¹ per cápita se encuentra por debajo del umbral de ingreso calculado por JP Morgan², para ser clasificado como una economía de altos ingresos, durante tres años consecutivos³ (JP Morgan, 2013). Adicionalmente, en su construcción se tiene en cuenta tanto la capitalización del mercado de cada país, como la facilidad de inversión por parte de extranjeros. Mensualmente, JP Morgan realiza el rebalanceo del índice y revisa la elegibilidad de los países que lo componen, teniendo en cuenta que solo es posible incluir bonos que tengan como mínimo trece meses al vencimiento.

La familia de índices GBI-EM de JP Morgan está compuesta por el *GBI-EM Broad*, *GBI-EM Global* y *GBI-EM*. Para cada uno de estos existe una versión “diversificada” donde la máxima participación que puede tener un país es 10%⁴. A continuación se presenta una breve descripción de cada uno:

- *GBI-EM Broad*: incluye títulos de todos los países elegibles. Su versión diversificada se lanzó en enero de 2006.

- *GBI-EM Global*: solo incluye títulos de los países en los cuales un extranjero puede invertir sin mayores restricciones mediante bonos o derivados, y excluye a los ME con controles explícitos de capital. Con respecto al *GBI-EM Broad*, excluye a China e India. Su versión diversificada se lanzó en enero de 2006.
- *GBI-EM Global Diversified 15% IG*: es una versión modificada del *GBI-EM Global Diversified*, donde solo participan países que hayan obtenido calificación con grado de inversión por las tres principales agencias calificadoras, y su participación máxima es del 15%. Esta versión ha ganado popularidad entre los inversionistas y ha atraído activos bajo administración (*assets-under-management*: AUM) por más de US\$1.500⁵ desde su implementación en 2010.
- *GBI-EM*: es el más restrictivo en cuanto a los criterios de elegibilidad, pues solo participan países de fácil acceso y que no imponen restricciones a los inversores extranjeros. Desde noviembre de 2013 es el mismo *GBI-EM Global*, pero excluye los títulos de Indonesia y Tailandia. Su versión diversificada se lanzó en noviembre de 2006.

De acuerdo con JP Morgan⁶, en el mundo existen fondos (con administración activa⁷ y pasiva⁸) con inversiones cercanas a los US\$218.000 m que utilizan la familia GBI-EM como referencia para sus inversiones, de los cuales cerca del 90% sigue el *GBI-EM Global Diversified*, lo cual lo hace el más representativo del mercado.

El 19 de marzo de 2014 JP Morgan anunció el incremento de la participación de Colombia en el índice *GBI-EM Global Diversified* de 3,2% a 8%, en el *GBI-EM Global* de 1,81% a 5,60% y en el *GBI-EM Global Diversified 15% IG* de 3,07% a 8,26%, destacando que el ajuste se realizaría de forma gradual entre el 30 de mayo y septiembre de 2014. Adicionalmente, anunció que el cambio obedecía a mejoras en

1 El Banco Mundial establece que los países de ingresos altos son aquellos cuyo ingreso nacional bruto per cápita es igual o superior a los US\$12.616 para el año 2012. En dicho año, el valor para Colombia se ubicó en US\$7.748.

2 JP Morgan introdujo el umbral del ingreso (*income index ceiling*: IIC), definido como el nivel de ingresos ajustado anualmente por la tasa de crecimiento mundial del ingreso nacional bruto per cápita (*world gross national income*), provista por el Banco Mundial.

3 El umbral JPM IIC fue de US\$17.710 y US\$18.690 para 2012 y 2013, respectivamente.

4 Por ejemplo, Brasil tiene un participación de 24,23% en el índice *GBI-EM Global* sin diversificación, y 10% en el *GBI-EM Global* con diversificación.

5 De acuerdo con los datos suministrados por JP Morgan.

6 Encuesta a inversionistas realizada por JP Morgan, de febrero de 2014.

7 Mejorar el retorno con respecto al índice, al exponerse a otros activos.

8 Replicar el índice exactamente, comprando los títulos de deuda pública de acuerdo con sus respectivas ponderaciones.

materia impositiva⁹ y a la mayor accesibilidad de inversionistas extranjeros al mercado colombiano.

Ante el anuncio, los mercados colombianos reaccionaron, y entre el 18 y el 20 de marzo los tramos largo (10-14 años) y medio (5-10 años) de la curva de rendimientos de TES disminuyeron 40 puntos básicos (pb), mientras que las tasas de los títulos con vencimientos menores a 1 año se mantuvieron estables. En el mismo período, la tasa de cambio presentó una apreciación de 1,80% y el índice accionario Colcap registró un aumento de 1,04%. De la misma forma, los bonos globales (bonos emitidos en el exterior por el Gobierno colombiano en pesos), se valorizaron 42 pb en la parte corta (octubre de 2015), 53 pb en la parte media (abril de 2021 y marzo de 2013) y 50 pb en la parte larga (junio de 2027), a pesar de que su ponderación en los índices disminuyó. En el ámbito regional los mercados financieros colombianos fueron los únicos que presentaron estos movimientos.

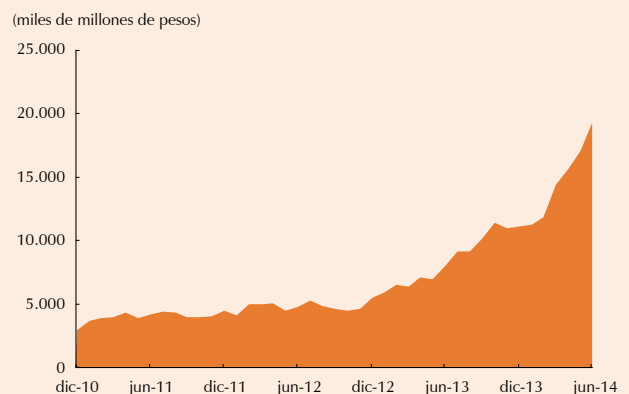
Esta reacción pudo estar explicada por las compras de agentes que anticiparon, posiblemente, que un rebalanceo de los índices podría implicar una demanda adicional de TES en pesos cercana a los \$19 b (US\$9.420 m) por parte de fondos extranjeros. No obstante, la incertidumbre alrededor de esta posible demanda era alta en la medida en que no se cuenta con información sobre el perfil de inversión de dichos fondos, es decir, no se conoce qué porcentaje son pasivos y qué porcentaje son fondos activos. Además, estos últimos no necesariamente tienen que invertir en los activos que componen el índice de referencia.

Con base en datos del Depósito Central de Valores, en marzo los extranjeros realizaron compras netas de TES por US\$1.115 m (56,1% de la inversión extranjera de portafolio en Colombia). De acuerdo con la balanza cambiaria, en marzo de 2014 se observaron entradas de divisas por concepto de inversión extranjera de portafolio por US\$1.999 m. Si se supone que no hubo recomposición de portafolio de los extranjeros, el valor restante (US\$884 m) podría corresponder a inversiones en el mercado accionario o de deuda privada¹⁰. Lo anterior podría explicarse por las expectativas de valorizaciones bursátiles (por una mejor perspectiva de la economía colombiana) y de apreciación de la tasa de cam-

bio¹¹ (al esperarse mayores entradas de capital extranjero). Más aún, este comportamiento pudo estar asociado con estrategias de inversionistas activos que, buscando un mayor retorno con respecto al índice de JP Morgan, aumentaron su exposición a Colombia vía acciones.

Desde el anuncio de JP Morgan, las tenencias de TES en pesos de los inversionistas extranjeros han aumentado de manera progresiva de 8% (\$11.180 mm) del total emitido de deuda local en pesos, hasta 12,67% al 30 de junio (\$17.674 mm; Gráfico R2.1). De acuerdo con JP Morgan, si todos los AUM fueran pasivos y su tamaño permaneciera estable, las tenencias de TES de inversionistas extranjeros se ubicarían en cerca del 16% del total emitido de deuda local al final del período de ajuste. Sin embargo, contar con una alta ponderación en estos índices no es garantía de un incremento importante en la participación de extranjeros, debido a que sus inversiones podrían variar según el monto total de los AUM y su tipo de administración (pasiva o activa), que dependerán del perfil y las decisiones de sus inversionistas. No obstante, incluso alcanzando el nivel del 16%, aunque es alto para el mercado local, es inferior al porcentaje observado en

Gráfico R2.1
Tenencias de TES por parte de extranjeros



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

9 La reforma tributaria de finales de 2012, Ley 1607 de 2012, estableció dos tasas impositivas para las inversiones extranjeras de portafolio, una de 25% y la otra de 14%, dependiendo de si las inversiones provienen de paraísos fiscales o no. El Decreto 2218 del 23 de octubre de 2013 simplificó el cálculo de retención en la fuente y aclara que las retenciones solamente se realizarán en los días en los que los inversionistas perciban ingresos de recursos, como pagos de cupones o venta del título (antes, las retenciones se hacían mensualmente).

10 De acuerdo con el formato de inversión extranjera de portafolio en Colombia, a marzo de 2014 el saldo de inversión de extranjeros en renta fija privada ascendía a US\$5,6 m.

11 El 6 de marzo JP Morgan recomendó la sobreexposición en deuda local de Colombia del portafolio modelo GBI-EM, ante las menores valorizaciones frente a sus pares de la región y expectativas revalorizadoras del peso; luego del anuncio del rebalanceo del índice, ratificó dicha recomendación (JP Morgan, 2014). Posteriormente, el 4 de abril analistas de Nomura recomendaron incrementar la exposición en pesos colombianos ante: el rebalanceo del índice JP Morgan GBI-EM, los signos de recuperación de la economía, la continuidad de las políticas económicas, independiente del resultado de las elecciones presidenciales, y expectativas del inicio de un ciclo contractivo de la política monetaria, antes del primer aumento en la tasa de los fondos federales de los Estados Unidos (Nomura, 2014). Al respecto cabe señalar que durante la semana del anuncio los agentes *off shore* vendieron neto *forwards* por US\$1.379 m, acumulando, en lo corrido de ese mes, ventas netas por un valor de US\$2.393 m.

países como Brasil (17,4% a febrero de 2014), México (37% a febrero de 2014) y Perú (50% a enero de 2014).

La deuda en moneda local de Colombia ha resultado más atractiva, en comparación con la de otros emergentes, en particular después de obtener el grado de inversión, hecho que se ha sumado a otros factores como las mayores facilidades de acceso a inversionistas extranjeros, el buen desempeño de indicadores económicos de los últimos años, menores impuestos y mayor claridad en su cálculo. Lo anterior ha incrementado el apetito de inversionistas extranjeros y contribuye a explicar al aumento de la participación de la deuda en moneda local de Colombia en los índices GBI-EM de JP Morgan.

De acuerdo con lo analizado en este recuadro, este anuncio tuvo varios efectos en el mercado local, que se evidenciaron en valorizaciones de los TES tasa fija, apreciación de la tasa de cambio e incrementos en el índice líder de la bolsa de valores. A pesar de lo anterior, es importante tener en cuenta que las mejoras relativas de otras economías

emergentes podrían hacer que Colombia perdiera participación en los índices y, por tanto, su mercado de deuda local podría presentar efectos contrarios a los registrados recientemente. Por otra parte, ante mejoras relativas de Colombia frente a los otros ME, su participación en el índice *GBI-EM Global Diversified* solo podría aumentar un 2% adicional, dado que el límite máximo es del 10% por país.

Referencias

JP Morgan (2013). "Government Bond Index-Emerging Markets Family of Indices". Global Index Research.

JP Morgan (2014). "Colombia's Weight to Be Adjusted in the GBI-EM Global Diversified and GBI-EM Global starting May 30th", Global Index Research Group.

Nomura (2014). "LatAm: Four Reasons to Short CLPCOP", Nomura FX Portfolio Update.

III. RESERVAS INTERNACIONALES

El Banco de la República administra las reservas internacionales dentro de un marco estricto de control de riesgos, con lo cual se busca que estas mantengan un alto nivel de seguridad y liquidez. A junio de 2014 las reservas internacionales netas totalizaron US\$45.502 m, cuantía superior en US\$1.869 m al saldo registrado en diciembre de 2013. En dicho período la rentabilidad de las reservas en dólares fue 0,72% (US\$319 m).

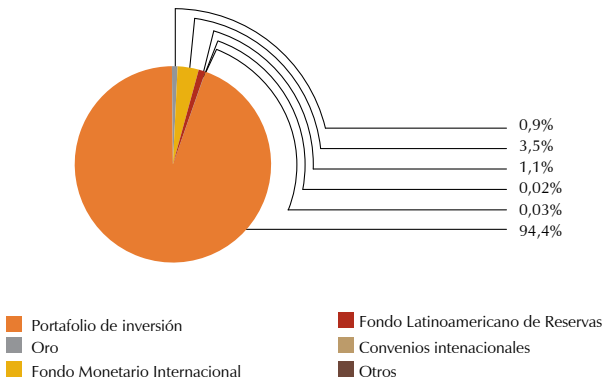
De forma consistente con la Ley 31 de 1992, el Banco de la República administra las reservas internacionales conforme al interés público, al beneficio de la economía nacional y con el propósito de facilitar los pagos del país en el exterior. De acuerdo con esto, la ley define que la inversión de los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

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 de manera significativa 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 liquidez³⁷. Esto, a su vez, está asociado con una menor rentabilidad, ya que las inversiones más seguras son también las que tienen rendimientos más bajos. Adicionalmente, la rentabilidad de las reservas también se ha visto afectada en los últimos años por la coyuntura internacional, ya que los bancos centrales de los países desarrollados han permanecido con sus tasas de

La rentabilidad de las reservas se ha visto afectada en los últimos años, entre otras cosas, por las bajas tasas de interés internacionales.

37 El Banco de la República sigue las mejores prácticas con respecto a la administración de las reservas internacionales, lo cual significó que en enero de 2014 fuera elegido como “Administrador de reservas internacionales del año” por la publicación británica *Central Banking*.

Gráfico 53
Composición de las reservas internacionales brutas
(información al 30 de junio de 2014)



Fuente: Banco de la República.

interés muy bajas. Manteniendo políticas de inversión conservadoras, de manera permanente se exploran alternativas de inversión para las reservas, haciendo un balance cuidadoso entre riesgo y retorno. En este capítulo se explican las principales políticas de administración de las reservas internacionales de Colombia y su composición actual.

A junio de 2014 las reservas internacionales netas totalizaron US\$45.502 m, cuantía superior en US\$1.869 m al saldo registrado en diciembre de 2013³⁸. El principal componente de las reservas internacionales es el portafolio de inversión, el cual corresponde a las inversiones en instrumentos financieros en el mercado internacional. En el Gráfico 53 se presenta la composición de las reservas internacionales.

A. POLÍTICAS DE ADMINISTRACIÓN DEL PORTAFOLIO DE INVERSIÓN

De acuerdo con las recomendaciones de buenas prácticas, la administración de las reservas debe procurar: 1) contar con suficiente liquidez en moneda extranjera; 2) tener políticas estrictas para la gestión de los diferentes riesgos que enfrentan las operaciones, y 3) generar retornos razonables ajustados por riesgo, sujetos a la liquidez y otras restricciones³⁹. A continuación se explica cómo se aplican estos criterios en la gestión de las reservas internacionales de Colombia.

El marco de administración de las reservas internacionales del Banco de la República identifica y valora los riesgos a los que están expuestas las operaciones, con el fin de mantenerlos en niveles bajos.

1. Políticas de gestión de riesgo

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

Riesgo de liquidez: se invierte en activos financieros que cuentan con demanda permanente en el mercado secundario con el fin de tener la capacidad de convertir

38 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. Los valores se expresan redondeados. Las reservas internacionales brutas ascendieron a US\$45.508 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron US\$6 m.

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

Los principales riesgos que se consideran dentro del marco de administración de las reservas internacionales son los de: liquidez, mercado, crédito, cambiario, y de contraparte.

los activos de reserva en efectivo de una manera rápida y a bajo costo. El portafolio también se divide en tramos para que algunos de ellos se puedan liquidar más rápidamente.

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

Riesgo crediticio: solamente se invierte en activos que cuenten con altas calificaciones crediticias según las principales agencias, puesto que estas inversiones tienen una baja probabilidad de incumplimiento en sus pagos⁴⁰. Adicionalmente, se limitan las exposiciones por sector y por emisor con el fin de acotar 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. Actualmente dicha reserva asciende a \$1,76 b.

Riesgo de contraparte: para disminuir la exposición que se tiene a las contrapartes, las operaciones se liquidan mediante mecanismos “pago contra entrega”. Adicionalmente, para la negociación de renta fija se requiere que las contrapartes sean creadoras de mercado y para la negociación de divisas, que cuenten con altas calificaciones crediticias⁴¹.

2. Tramos del portafolio de inversión

El portafolio de inversión de las reservas, el cual representa el 94,4% 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

El portafolio de inversión de las reservas internacionales se divide en el capital de trabajo y en el tramo de inversión.

40 La calificación crediticia mínima para gobiernos y entidades relacionadas con gobiernos es A-. Con respecto a los emisores privados, la calificación mínima es A+. Históricamente el porcentaje de los emisores con estas calificaciones que ha experimentado incumplimientos de sus pagos en el año siguiente es cercano a 0%. Si la calificación de un emisor en el portafolio disminuye por debajo de la mínima permitida, se liquida la exposición en un plazo corto.

41 Los mecanismos “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. Las contrapartes de divisas deben tener una calificación crediticia mínima de A- si cuentan con un contrato marco de la International Swaps and Derivatives Association (ISDA). Si no se cuenta con dicho contrato, la calificación mínima es A+. El contrato marco establecido por la ISDA tiene como objetivo establecer los términos y condiciones que rigen sobre los derivados sobre el mostrador negociados entre entidades.

El capital de trabajo está invertido en activos de muy corto plazo que permiten cubrir las necesidades inmediatas de liquidez de las reservas.

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 US\$390 m y US\$2.000 m⁴². A junio de 2014 el valor del capital de trabajo era US\$552,33 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 menor número de instrumentos con vencimientos superiores a aquellos que se encuentran en el capital de trabajo. A junio de 2014 el valor del tramo de inversión ascendía a US\$42.421,79 m⁴³. Dentro del tramo de inversión se encuentran los tramos indexado y no indexado. El tramo indexado (US\$28.678,34 m) busca tener una rentabilidad similar a la del índice de referencia⁴⁴, mientras que el tramo no indexado (US\$13.692,74 m) busca obtener una rentabilidad más alta que la de tal índice.

Los títulos valores del portafolio de inversión se encuentran depositados en entidades financieras, conocidas como custodios⁴⁵. 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.

3. Índice de referencia

El tramo de inversión se caracteriza por tener un plazo más largo, y por ende, una mayor rentabilidad esperada.

Para administrar los tramos indexado y no indexado de las reservas, el Banco de la República define un portafolio teórico o índice de referencia⁴⁶, donde el primer paso para construirlo es determinar la composición cambiaria. Este índice es el portafolio teórico que cumple con la composición cambiaria objetivo y que maximiza el retorno esperado del tramo de inversión de las reservas. 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

42 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, el cual tiene una rentabilidad esperada más alta.

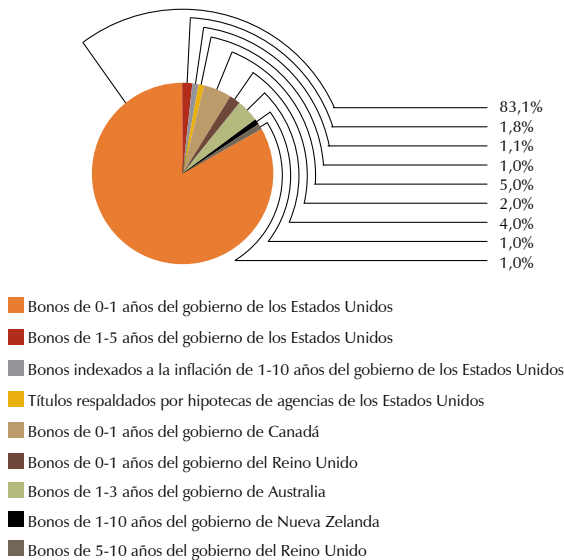
43 Dentro del tramo de inversión se incluyen las inversiones que realiza el Banco de la República en fondos administrados por el Banco de Pagos Internacionales. Uno de dichos fondos (Bisip China) es clasificado de forma separada a los tramos indexado y no indexado.

44 En la próxima subsección se explica el concepto y la composición del índice.

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

46 En los mercados de capitales un índice de referencia consiste en una canasta de activos con ponderaciones predeterminadas de acuerdo con ciertas reglas que definen su composición. En general, aquel 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 índice general de la Bolsa de Valores (IGBC) en Colombia, o el S&P500 y el Dow Jones en los Estados Unidos (el Banco utiliza índices de mercados de renta fija únicamente).

Gráfico 54
Composición del índice de referencia del tramo de inversión (información al 30 de junio de 2014)



Fuente: Banco de la República.

efecto cambiario⁴⁷. El resultado es un portafolio conservador⁴⁸, el cual se presenta en el Gráfico 54.

Al 30 de junio 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 cambio⁴⁹.

La alta participación de los bonos de corto plazo emitidos por el gobierno de los Estados Unidos se debe a la importancia de su moneda 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 54 cuentan con calificación AAA de al menos una de las principales agencias.

4. Programa de administración externa

El Banco de la República gestiona directamente el capital de trabajo y la mayor parte del tramo de inversión (US\$31.062,43 m o 72,28% del portafolio de inversión). El resto de los recursos es gestionado por administradores externos de portafolios y hace parte del tramo de inversión.

El programa de administración externa ascendía a US\$11.911,68 m (27,72% del portafolio de inversión) al finalizar junio de 2014. 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

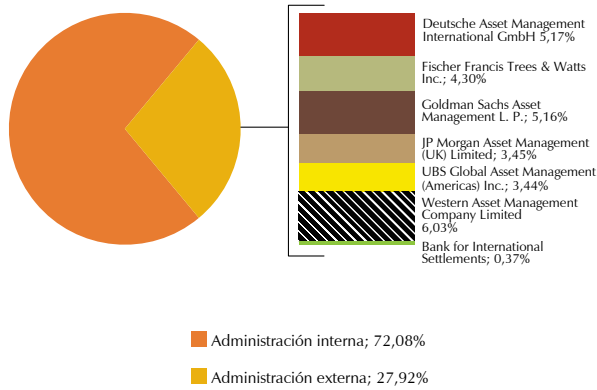
Para administrar los tramos indexado y no indexado de las reservas, el Banco de la República define un portafolio teórico o índice de referencia.

47 La descripción detallada de la metodología para la construcción del índice de referencia se encuentra en el Recuadro 1: “Explicación técnica de la metodología de construcción del índice de referencia” en el *Informe de Administración de las Reservas Internacionales* de marzo de 2013, pp. 31-32.

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

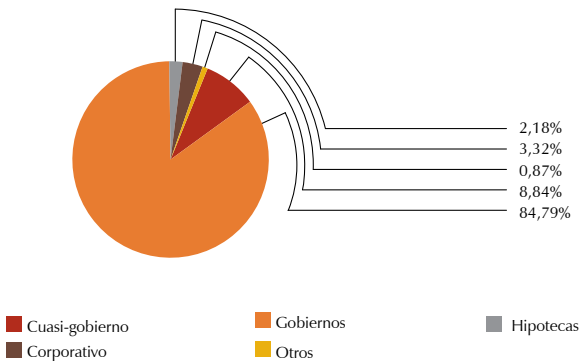
49 Véase el Recuadro 5: “Nueva composición cambiaria del portafolio de reservas internacionales” en el *Informe al Congreso* de marzo de 2012, pp. 127-130, para una explicación detallada de la metodología de composición cambiaria de las reservas.

Gráfico 55
Composición del portafolio de inversión por tipo de administración (información al 30 de junio de 2014)



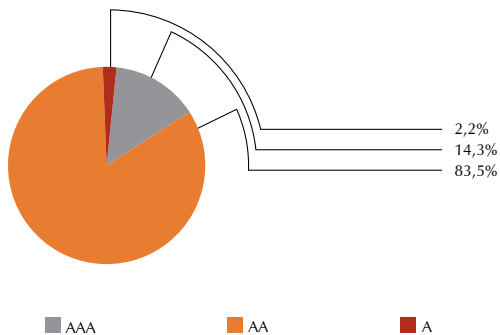
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 56
Composición del portafolio de inversión por sectores (información al 30 de junio de 2014)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 57
Distribución de las inversiones por calificación crediticia (información al 30 de junio de 2014)



Fuente: Banco de la República.

pueden ser aprovechadas en la definición de estrategias de inversión.

En la actualidad las firmas privadas que participan en el programa de administración externa son Deutsche Bank Asset Management, Fisher Francis Trees & Watts (propiedad de BNP Paribas), Goldman Sachs Asset Management, JPMorgan Asset Management, UBS Global Asset Management y Western Asset Management (Gráfico 55). Las firmas privadas que participan en el programa son escogidas mediante procesos competitivos y son evaluadas permanentemente. Los recursos que manejan estas entidades se encuentran en las cuentas de custodia del Banco de la República y los contratos de los administradores se pueden cancelar cuando se considere necesario. De acuerdo con los resultados obtenidos por cada administrador desde su contratación, se modifica el monto administrado y/o se revisa su continuidad en el programa. Además 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 países⁵⁰.

B. COMPOSICIÓN DEL PORTAFOLIO DE INVERSIÓN

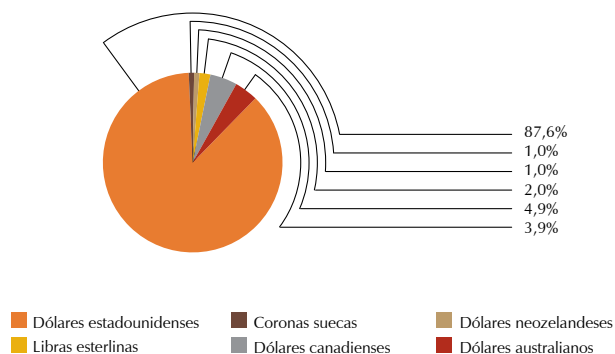
En el Gráfico 56 se presenta la composición del portafolio de inversión a junio de 2014, cuando cerca del 94% estaba invertido en papeles emitidos por gobiernos o cuasigobiernos y acuerdos de recompra con la Reserva Federal.

El Gráfico 57 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,

50 En la actualidad se invierte en un fondo de títulos indexados a la inflación emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos (US\$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 (US\$50,7 m), clasificado independientemente del tramo indexado y del no indexado.

Moody's y Fitch Ratings). La alta participación de los títulos calificados AA se explica por la alta concentración del portafolio en deuda emitida por el gobierno de los Estados Unidos, cuya calificación crediticia se encuentra en AA+ de acuerdo con S&P. Estas cifras evidencian la alta calidad de los activos en que invierte el portafolio de inversión.

Gráfico 58
Composición cambiaria del portafolio de inversión
(información al 30 de junio de 2014)



Nota: el agregado no suma 100% por posiciones cortas equivalentes a -0,4%.
Fuente: Banco de la República.

Finalmente, el Gráfico 58 muestra la composición cambiaria que tenía el portafolio de inversión al 30 de junio de 2014. La composición cambiaria del portafolio difiere levemente del objetivo, ya que se incluye el capital de trabajo, el cual solo invierte en dólares. Además, 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 junio de 2014 (0,68)⁵¹.

C. RENTABILIDAD DE LAS RESERVAS

La decisión de tener un portafolio con un perfil de riesgo conservador implica recibir una rentabilidad baja. La teoría financiera básica de administración de portafolios indica que si un inversionista quiere enfrentar un menor riesgo, su rentabilidad esperada será menor. En determinadas circunstancias especiales, como las observadas durante los últimos años, el Banco de la República está dispuesto a sacrificar rentabilidad a cambio de mayor seguridad y liquidez de las inversiones.

Entre diciembre de 2013 y junio de 2014 la rentabilidad de las reservas en dólares ha sido 0,72%⁵² (US\$319 m), debido a tres factores:

- Las tasas de interés en los principales países desarrollados se mantienen 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 0,10% en junio 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

51 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 variaciones en las tasas de interés.

52 Esta tasa se obtiene al dividir la rentabilidad observada en dólares por el promedio del valor de las reservas netas al 31 de diciembre de 2013 y al 30 de junio de 2014.

Entre diciembre de 2013 y junio de 2014 la rentabilidad de la reservas en dólares ha sido 0,72%, lo cual asciende a US\$319 m.

de los bonos en los Estados Unidos, Australia y Nueva Zelanda. Al descontar los efectos del aumento del precio del oro y de la depreciación del dólar frente a algunas monedas, el rendimiento de las reservas ha sido de 0,37% (US\$163 m) en el año.

- El dólar australiano, el dólar neozelandés y la libra se han apreciado frente al dólar de los Estados Unidos, compensando la depreciación del dólar canadiense y de la corona sueca. Como las inversiones se valoran en dólares estadounidenses, el movimiento de las tasas de cambio tuvo un impacto positivo sobre la rentabilidad, que equivale a 0,27% (US\$119 m).
- El precio del oro ha aumentado 10% en lo corrido del año, recuperándose parcialmente de la disminución observada en 2013. Este movimiento tuvo un impacto en la rentabilidad de 0,08% (US\$37 m). El Banco de la República tiene una proporción baja de oro en las reservas (1%), no hace ajustes frecuentes a estas tenencias y las valora a precios de mercado.

D. ESTADO DE LAS RECLAMACIONES DE LOS EVENTOS CREDITICIOS DE 2008

1. Proceso de Reestructuración de Lehman Brothers Holdings Inc. (LBHI)

El Banco de la República tiene la calidad de acreedor reconocido dentro del Proceso de Reestructuración de LBHI. De acuerdo con el Plan de Reestructuración aprobado por el Juez el 6 de diciembre de 2011, el Banco de la República recibiría un porcentaje estimado de distribución de 21,1% del valor de su acreencia.

En virtud de lo anterior, el Banco ha recibido cinco pagos por un valor total de US\$730.061,76, equivalentes a un 27,03% del valor total de su acreencia; es decir que a la fecha se ha recuperado un porcentaje superior al valor estimado en el Plan de Reestructuración.

2. Demanda del Banco de la República en contra de BNYM⁵³

Con fundamento en la propuesta que el BNYM presentó al Banco el 13 de noviembre de 2013, y después de realizar el análisis interno que en cumplimiento de la ley efectuó el Banco (con el apoyo de los entes de control), las partes llegaron a un acuerdo satisfactorio. De esta manera, se dio por terminado el proceso judicial de forma anticipada y extrajudicial.

53 Proceso judicial instaurado por el Banco de la República (representado por la firma de abogados Crowell & Moring LLP), en contra de Bank of New York Mellon Corporation, Bank of New York Mellon N. A. y Bank of New York Mellon Asset Services, B. V. (en adelante BNYM) ante la Corte Federal del Distrito Sur de Nueva York.

IV. SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

A junio de 2014 el resultado operacional del Banco fue positivo, explicado por el rendimiento de las reservas internacionales, que registró una significativa recuperación.

Para el segundo semestre de 2014 se proyectan ingresos inferiores a los del primer semestre. En la medida en que la expansión monetaria se realice mediante compras de divisas, se generará un menor rendimiento por operaciones repo y aumentará el costo por operaciones de contracción monetaria. Adicionalmente, los costos de emisión se incrementan en el segundo semestre por un comportamiento estacional. Así, se estima un resultado operacional negativo de \$489,6 mm para toda la vigencia 2014.

A. EVOLUCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS A JUNIO DE 2014

Entre enero y junio de 2014 el Banco de la República registró un resultado operacional positivo de \$196,1 mm⁵⁴, producto de ingresos por \$904,0 mm y egresos por \$707,9 mm (Cuadro 9). Los ingresos totales registraron un aumento de \$1.599,5 mm frente al mismo período del año anterior, mientras los egresos se redujeron en \$95,5 mm.

Entre enero y junio de 2014 el Banco de la República registró un resultado operacional positivo de \$196,1 mm.

El comportamiento de los ingresos se explica en especial por el rendimiento de las reservas internacionales, el cual registró una significativa recuperación frente a junio de 2013, cuando se presentaron rendimientos negativos. Este resultado es producto de la apreciación de las monedas de reservas frente al dólar, del incremento del precio del oro y del mayor rendimiento del portafolio de inversión, consecuencia de la reducción de las tasas de interés de los bonos de largo plazo.

54 No obstante lo observado al cierre de junio de 2014, el resultado operacional con corte al 22 de julio fue de \$99,0 mm, debido a que en lo corrido del mes se ha presentado una apreciación del dólar frente a las monedas de reserva y una reducción del precio del oro.

Cuadro 9
Estado de resultados del Banco de la República (enero-junio 2014)
(miles de millones de pesos)

	Ejecutado a:		
	2013	junio 2013	junio 2014
1. Ingresos del P y G	(91,8)	(695,5)	904,0
A. Ingresos monetarios	(239,1)	(763,4)	828,7
1. Intereses y rendimientos	(500,1)	(901,5)	723,6
Reservas internacionales	(659,6)	(979,3)	626,8
Rendimientos y valoraciones	(143,2)	(313,9)	390,7
Diferencial cambiario	(516,5)	(665,4)	236,1
Operaciones de liquidez	130,9	53,5	52,5
Valorización de TES	28,5	24,2	44,3
Otros intereses	0,2	0,1	0,1
2. Diferencias en cambio	104,6	105,6	6,9
3. Moneda metálica	152,4	28,8	98,2
4. Otros	3,9	3,8	0,1
B. Ingresos corporativos	147,3	67,9	75,3
1. Comisiones	115,7	55,3	62,8
Servicios bancarios	52,6	24,8	27,6
Negocios fiduciarios	63,1	30,6	35,2
2. Otros	31,6	12,5	12,4
2. Egresos del P y G	1.616,5	803,4	707,9
A. Egresos monetarios	990,5	445,6	496,6
1. Intereses y rendimientos	811,2	361,7	394,9
Remuneración a las cuentas de la DGCPTN	406,5	185,1	174,2
Depósitos remunerados de control monetario (DRCM)	343,8	145,8	191,6
Comisión de compromiso flexible con el FMI	23,1	9,1	13,7
Gastos en administración de las reservas internacionales	19,4	8,0	11,6
Gastos en operación de contracción monetaria	18,5	13,7	3,8
2. Diferencias en cambio	40,0	37,5	32,6
3. Costo de emisión y distribución de especies monetarias	139,2	46,3	68,9
4. Otros	0,2	0,1	0,1
B. Egresos corporativos	398,1	195,0	202,9
1. Gastos de personal	258,8	129,2	138,5
2. Gastos generales	57,8	26,1	27,6
3. Recuperación del IVA descontable (CR)	(2,7)	(1,3)	(1,3)
4. Impuestos	8,0	5,4	6,3
5. Seguros	6,0	2,9	3,0
6. Contribuciones y afiliaciones	6,0	3,2	0,5
7. Gastos culturales	9,4	3,8	4,2
8. Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros (incluye diferido del software)	54,9	25,8	24,2
C. Gastos de pensionados	227,8	162,7	8,4
3. Resultado operacional (1 - 2)	(1.708,3)	(1.498,9)	196,1

Fuente: Banco de la República.

Estos factores impactaron de manera significativa el rendimiento de las reservas internacionales, el cual pasó de -\$979,3 mm en el primer semestre de 2013 a \$626,8 mm a junio de 2014, afectando positivamente los resultados del Banco.

A junio de 2014 la rentabilidad promedio del portafolio de inversión de las reservas internacionales fue de 0,61% frente a -0,96% en igual período de 2013. Este resultado se explica por:

- i) La fluctuación de las monedas en las cuales están invertidas las reservas frente al dólar estadounidense generó un resultado positivo del diferencial cambiario por \$236,1 mm, producto de la apreciación de las monedas que componen el portafolio de inversión frente a tal divisa⁵⁵, en tanto que un año atrás se registraron pérdidas por \$665 mm, resultado de la devaluación de dichas monedas (Gráfico 59).
- ii) El incremento en el precio internacional del oro de 9,3%, originó que las inversiones en este metal se valorizaran en \$73,7 mm⁵⁶ (Gráfico 60).
- iii) Una valorización del portafolio de inversión, producto de la reducción de las tasas de interés de los bonos de largo plazo, contrario a lo presentado en el primer semestre de 2013. Además, se generó un buen rendimiento en las inversiones realizadas en otros países, particularmente Australia y Nueva Zelanda (Gráfico 61).

El comportamiento de los ingresos se explica, principalmente, por el rendimiento de las reservas internacionales, que registró una significativa recuperación frente a junio de 2013, cuando se presentaron rendimientos negativos.

Otros ingresos que afectaron los resultados fueron:

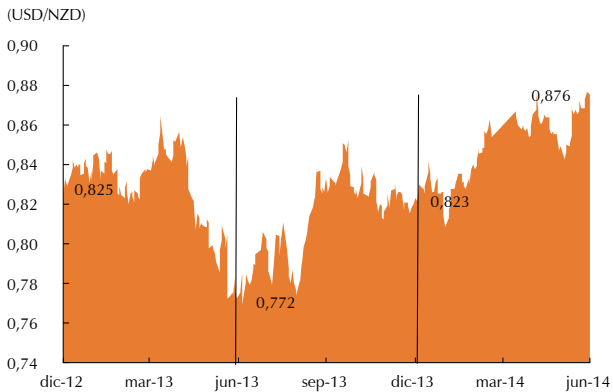
- La puesta en circulación de moneda metálica, que generó ingresos por \$98,2 mm superiores en \$69,3 mm frente a junio de 2013, se explica por el incremento en las piezas puestas en circulación de moneda, en especial las denominaciones de \$200, \$500 y \$1.000.
- Los ingresos por valoración del portafolio de TES en poder del Banco fueron de \$44,3 mm, monto superior en 82,7% frente a lo registrado un año atrás, resultado del comportamiento de las tasas de negociación de referencia del mercado.

55 Durante lo corrido del año, a junio de 2014, frente al dólar estadounidense se revaluaron: el dólar neozelandés (6,4%), el dólar australiano (5,5%) y la libra esterlina (3,2%), y se devaluaron: la corona sueca (-3,9%) y el dólar canadiense (-0,2%).

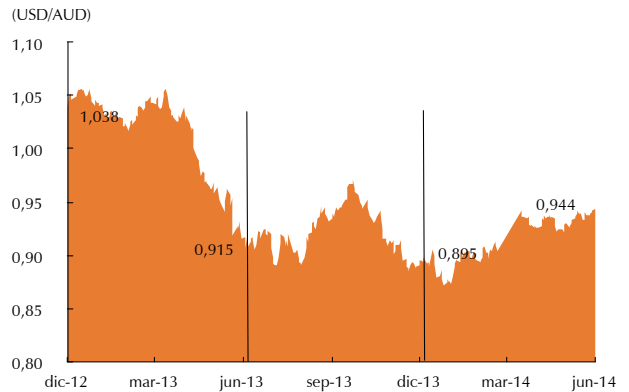
56 El Banco mantiene una proporción baja de oro en las reservas (1%), no hace ajustes frecuentes a estas tenencias y las valora a precios de mercado. El precio internacional del oro pasó de US\$1.201,5 por onza *troy* en diciembre de 2013 a US\$1.313,0 por onza *troy* al cierre de junio de 2014.

Gráfico 59
Comportamiento de las monedas de reserva frente al dólar estadounidense

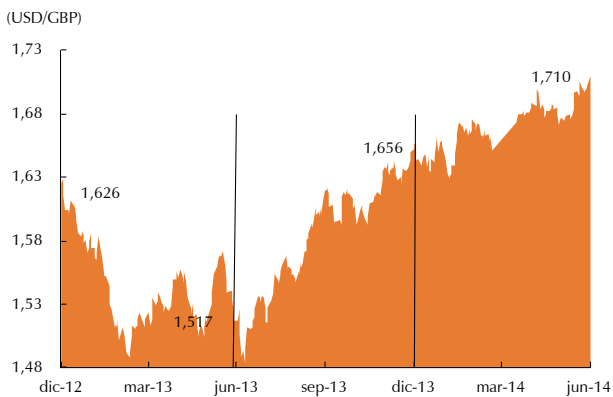
A. Dólar neozelandés



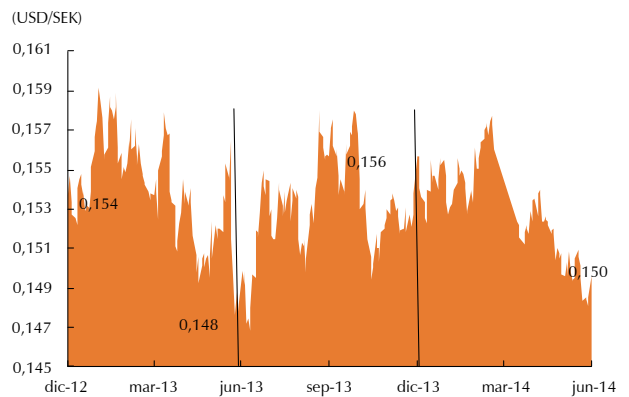
B. Dólar australiano



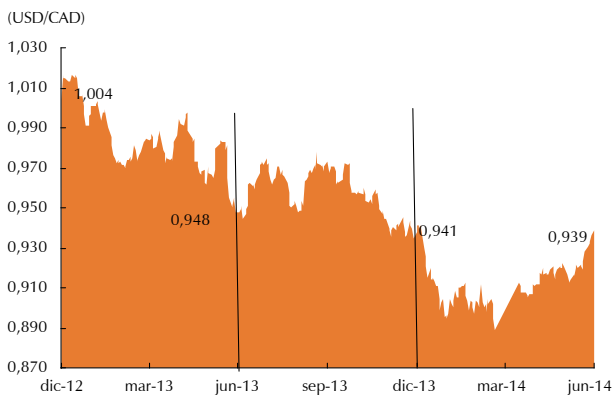
C. Libra esterlina



D. Corona sueca



E. Dólar canadiense

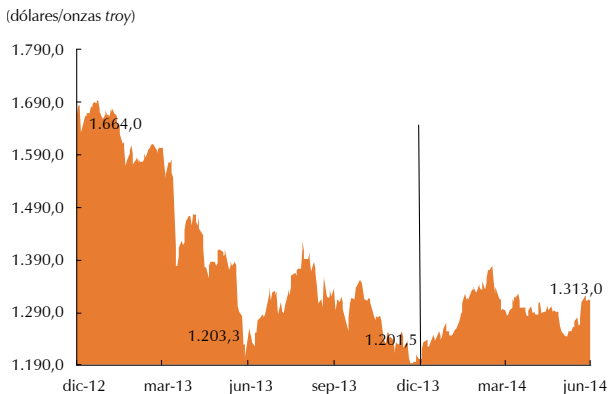


- Los ingresos por las operaciones de liquidez mediante repos ascendieron a \$52,5 mm, inferiores en \$1,0 mm (1,8%) frente a junio de 2013, resultado de la menor tasa de remuneración promedio anual⁵⁷.
- Los ingresos recibidos por las comisiones por servicios bancarios y negocios fiduciarios ascendieron a \$62,8 mm, superiores en \$7,5 mm (13,6%) a las obtenidas a junio de 2013, crecimiento relacionado con los ingresos por la administración de los TES, del Fondo de

Fuente: The World Markets Company PLC (WM).

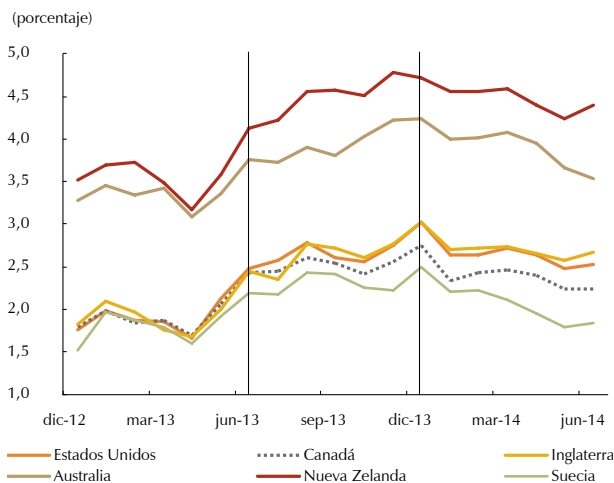
57 La tasa de interés de remuneración pasó de 3,7% efectivo anual (e. a.) a 3,4% e. a.

Gráfico 60
Comportamiento del precio internacional del oro



Fuente: The London Bullion Market Association.

Gráfico 61
Tasas de interés de los bonos a 10 años



Fuente: Bloomberg.

Ahorro y Estabilización (FAE) y los servicios bancarios.

En relación con los egresos, se destaca:

- La remuneración a los depósitos de control monetario, que ascendió a \$191,6 mm⁵⁸, se incrementaron en \$45,8 mm. Este concepto constituye la principal explicación del aumento de los egresos monetarios del Banco durante el primer semestre de 2014.
- La remuneración a los depósitos de la DGCPTN fue de \$174,2 mm, inferior en \$10,9 mm (5,9%) frente a la registrada un año atrás, resultado de la menor tasa de interés⁵⁹. La menor remuneración de estos depósitos compensó de manera parcial el mayor pago de intereses al Gobierno por los depósitos de control monetario ya señalados.
- Los costos por emisión y distribución de especies monetarias totalizaron \$68,9 mm, registrando un aumento de 48,9%, de acuerdo con la mayor demanda de moneda metálica y de billetes.
- El resultado neto de los ingresos y egresos originados en las diferencias en cambio del peso frente al dólar sobre los activos y pasivos en moneda extranjera diferentes a las reservas internacionales fue negativo en \$25,7 mm, producto de la apreciación del peso frente al dólar a junio de 2014 (2,4%).

- Los egresos corporativos se situaron en \$202,9 mm, registrando un crecimiento de 4,0% (en términos reales 1,2%), distribuidos de la siguiente manera:

-Los gastos de personal ascendieron a \$138,5 mm y presentaron un incremento real de 4,3%, resultado del aumento de los salarios, de acuerdo con la convención colectiva vigente, y el incremento de la planta

58 El saldo promedio de estos depósitos en el primer semestre de 2013 fue \$6.643,1 mm frente a \$8.568,8 mm en igual período de 2014. 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.

59 El saldo promedio diario de estos depósitos pasó de \$10.218,8 mm en el primer semestre de 2013 a \$10.611,2 mm en 2014.

Los activos del Banco de la República registraron un saldo de \$96.033 mm al cierre de junio de 2014.

de personal, producto del desarrollo de proyectos informáticos como apoyo a la prestación de servicios, el fortalecimiento de procesos y la prevención de riesgos⁶⁰.

-Los gastos generales totalizaron \$27,6 mm y registraron un incremento real de 2,6%, 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 \$4,2 mm y registraron un crecimiento real de 6,7%, de acuerdo con las actividades culturales programadas para el período de análisis.

-Los impuestos, seguros, contribuciones y afiliaciones, depreciaciones, provisiones, amortizaciones, IVA descontable y otros gastos operacionales y no operacionales en conjunto sumaron \$32,6 mm y presentaron una reducción de 11,7% en términos reales.

- Por último, el gasto neto de pensiones de jubilación presentó un resultado de \$8,4 mm, producto de los gastos de pensionados por \$75,9 mm y de los ingresos por los rendimientos del portafolio constituido con recursos del pasivo pensional por \$67,4 mm. El gasto neto registró una reducción de \$154,3 mm frente al mismo período del año anterior, debido a los menores gastos de pensionados y de los mayores rendimientos del portafolio, dado el comportamiento de las tasas de negociación de los TES.

B. BALANCE DEL BANCO DE LA REPÚBLICA, SEGÚN CRITERIO ECONÓMICO

A continuación se explican las variaciones de los principales rubros del activo, pasivo y patrimonio del Banco de la República a 30 de junio de 2014, frente a los saldos registrados el 31 de diciembre del año anterior (Cuadro 10).

1. Activo

Los activos del Banco de la República registraron un saldo de \$96.033 mm al cierre de junio de 2014. Esta cifra es superior en \$1.295 mm (1,4%) al saldo observado en diciembre de 2013, cuando ascendieron a \$94.738 mm. Las principales variaciones de las cuentas del activo se explican por:

- Reservas internacionales: al cierre de junio de 2014 las reservas internacionales brutas, valoradas a precios de mercado, fueron \$85.609 mm (US\$45.508 m), superiores en \$1.523 mm (1,8%) con respecto al dato observado el 31 de

Al cierre de junio de 2014 las reservas internacionales brutas, valoradas a precios de mercado, fueron \$85.609 mm (US\$45.508 m).

60 Proyectos informáticos asociados con la modernización, prevención de riesgos y fortalecimiento y estabilización de procesos de las subgerencias de Pagos y Operación Bancaria, y de Gestión Administrativa.

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

Cuentas	Diciembre, 2013		Junio, 2014		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	94.738	100,0	96.033	100,0	1.295	1,4
Reservas Internacionales brutas	84.086	88,8	85.609	89,1	1.523	1,8
Aportes en organismos internacionales	2.607	2,8	2.689	2,8	83	3,2
Inversiones	130	0,1	4	0,0	(126)	(97,3)
Sector público regulación monetaria	130	0,1	4	0,0	(126)	(97,3)
Cartera de créditos	0	0,0	0	0,0	(0)	(81,9)
Otros créditos	1	0,0	1	0,0	(0)	(21,1)
Provisión	(1)	(0,0)	(1)	(0,0)	0	(12,0)
Pactos de reventa: apoyos transitorios de liquidez	4.086	4,3	3.757	3,9	(329)	(8,1)
Cuentas por cobrar	55	0,1	109	0,1	54	98,7
Otros activos netos	3.776	4,0	3.866	4,0	91	2,4
Pasivo y patrimonio	94.738	100,0	96.033	100,0	1.295	1,4
Pasivo	84.262	88,9	86.228	89,8	1.966	2,3
Pasivos M/E que afectan res. intern.	13	0,0	11	0,0	(1)	(9,2)
Base monetaria	65.093	68,7	62.279	64,9	(2.814)	(4,3)
Efectivo	39.566	41,8	37.065	38,6	(2.500)	(6,3)
Reserva	25.527	26,9	25.214	26,3	(313)	(1,2)
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	186	0,2	200	0,2	14	7,4
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	(122)	(62,1)
Gobierno Nacional (DGCPTN) M/N	4.382	4,6	10.744	11,2	6.362	145,2
Gobierno Nacional (DGCPTN) M/E	140	0,1	91	0,1	-49	(34,9)
Depósitos remunerados de control monetario	9.984	10,5	8.450	8,8	(1.534)	(15,4)
Obligaciones con organismos internacionales	3.708	3,9	3.781	3,9	72	1,9
Cuentas por pagar	179	0,2	316	0,3	137	76,6
Otros pasivos	380	0,4	281	0,3	(99)	(26,0)
Patrimonio total	10.476	11,1	9.805	10,2	(671)	(6,4)
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Reservas Estatutarias	2.276	2,4	1.760	1,8	(517)	(22,7)
Superávit	9.895	10,4	7.837	8,2	(2.058)	(20,8)
Liquidación CEC	453	0,5	453	0,5	0	0,0
Ajuste cambiario 1993 en adelante superávit	7.928	8,4	5.862	6,1	(2.066)	(26,1)
Otros	150	0,2	156	0,2	6	4,1
Valorizaciones de bienes y donaciones	1.364	1,4	1.365	1,4	1	0,1
Resultados	(1.708)	(1,8)	196	0,2	1.904	(111,5)
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	(1.708)	(1,8)	196	0,2	1.904	(111,5)

Fuente: Banco de la República.

A 30 de junio de 2014 el saldo de los pasivos fue \$86.228 mm, superior en \$1.966 mm (2,3%) al registrado al finalizar el año 2013.

diciembre de 2013. Esta variación es explicada principalmente por: i) las compras de divisas realizadas por el Banco de la República, que incrementaron el valor en pesos de las reservas internacionales en \$3.116 mm (US\$1.600 m); ii) rendimiento por intereses causados durante el año 2013 por \$432 mm, y iii) la valoración a precios de mercado y el diferencial cambiario que produjeron un incremento en el saldo de las reservas por \$195 mm. Lo anterior se compensó de manera parcial con: i) el ajuste de cambio, resultado de la apreciación del peso con respecto al dólar, que disminuyó el saldo en pesos de las reservas internacionales brutas en \$2.120 mm, y ii) la disminución de los depósitos en moneda extranjera de la DGCPTN en el Banco de la República por \$49 mm, entre los más importantes.

- Portafolio de inversiones en moneda nacional: su saldo valorado a precios de mercado fue de \$4 mm en junio de 2014, inferior en \$126 mm con respecto al cierre del año pasado. Lo anterior fue el resultado del traslado de TES por parte del Gobierno al Banco de la República por \$1.200 mm para cubrir las pérdidas del Banco registradas en 2013 y de la valoración a precios de mercado de su portafolio por \$42 mm. Esto fue compensado con ventas del portafolio de TES por \$1.236 mm y vencimientos de portafolio de TES por \$132 mm; así, el resultado final fue una reducción en el saldo de estos títulos en poder del Banco.
- Operaciones repo utilizadas para otorgar liquidez transitoria: presentaron un saldo de \$3.757 mm al finalizar junio de 2014, lo que significó una reducción de \$329 mm con respecto al cierre de 2013.

2. Pasivo

A 30 de junio de 2014 el saldo de los pasivos fue de \$86.228 mm, superior en \$1.966 mm (2,3%) al registrado al finalizar el año 2013. A continuación se presentan las principales fuentes de variación:

- Base monetaria: el 30 de junio de 2014 el saldo de la base monetaria fue de \$62.279 mm, inferior en \$2.814 mm (4,3%) al registrado al cierre de 2013.
- Los depósitos en pesos del gobierno nacional, constituidos mediante la DGCPTN en el Banco de la República, tuvieron un saldo de \$10.744 mm al cierre de junio de 2014. Este monto es superior en \$6.362 mm (145%) al registrado en diciembre de 2013.
- Los depósitos remunerados de control monetario, constituidos desde el año 2012, alcanzaron un saldo de \$8.450 mm al cierre de junio de 2014, inferior en \$1.534 mm (-15%) a los registrados al cierre de 2013. Esta disminución se explica, principalmente, por vencimientos de TES de control monetario por \$1.601 mm.

El 30 de junio de 2014 el saldo de la base monetaria fue de \$62.279 mm, inferior en \$2.814 mm al registrado al cierre de 2013.

Para el segundo semestre de 2014 se proyectan ingresos por \$164,2 mm, inferiores en \$739,8 mm a los presentados en el primer semestre.

3. Patrimonio

El patrimonio ascendió a \$9.805 mm en junio de 2014, presentando una disminución de \$671 mm (-6,4%) con respecto a la cifra observada en diciembre de 2013. Esta reducción se explica, en particular, por: i) la variación de la cuenta de ajuste de cambio, la cual disminuyó en \$2.066 mm (-26%) como resultado de la apreciación del peso con respecto al dólar, y ii) la reducción de las reservas estatutarias en \$517 mm (-23%). Lo anterior se compensó de manera parcial con la utilidad del ejercicio por \$196 mm.

C. PROYECCIÓN DE INGRESOS Y GASTOS PARA EL AÑO 2014

Para el segundo semestre de 2014 se proyectan ingresos por \$164,2 mm, inferiores en \$739,8 mm a los del primer semestre. Lo anterior estaría asociado a que no se prevén rendimientos por reservas internacionales, originados en la revaluación de las monedas frente al dólar, ni por valorización de oro ni tasas de interés, puesto que se supone que los valores de referencia se mantendrán en los niveles observados en junio. Adicionalmente, se espera un menor rendimiento por operaciones repo, en la medida en que la expansión monetaria se está realizando mediante compras de divisas por parte del Banco. Por su parte, se proyecta que los gastos serán superiores en \$142,1 mm a los observados en el primer semestre, principalmente, por un mayor costo de las operaciones de contracción y los costos de emisión, los cuales tienen un comportamiento estacional.

Teniendo en cuenta las anteriores condiciones, para la vigencia de 2014 se estima un resultado operacional negativo de \$489,6 mm, producto de ingresos por \$1.068,2 mm y de egresos por \$1.557,8 mm (Cuadro 11).

Se estima que los ingresos ascenderán a \$1.068,2 mm, con un incremento anual de \$1.160,0 mm, donde los principales rubros son:

- Los rendimientos de las reservas internacionales serían de \$544,1 mm, superiores en \$1.203,7 mm frente a los observados el año anterior. Se proyecta que la rentabilidad promedio de las reservas internacionales sea de 0,72%. Este resultado incorpora: i) rendimientos y valorizaciones por \$435,1 mm, dentro de los cuales se incluyen \$53,2 mm por valorización de las inversiones en oro, y ii) utilidad por diferencial cambiario por \$109,0 mm⁶¹.
- El ingreso estimado por las operaciones de liquidez mediante repos se proyecta en \$65,4 mm, inferior en \$65,5 mm (-50,0%) frente a 2013. Esta

Para la vigencia de 2014 se estima un resultado operacional negativo de \$489,6 mm, producto de ingresos por \$1.068,2 mm y de egresos por \$1.557,8 mm.

⁶¹ Las utilidades proyectadas por el diferencial cambiario se originan, en particular, por la revaluación del dólar australiano (4,7%), del dólar neozelandés (4,8%) y de la libra esterlina (2,1%) frente al dólar estadounidense.

Cuadro 11
Proyección del estado de resultados del Banco de la República, 2014
(miles de millones de pesos)

	Ejecutado 2013	Proyectado 2014	Variaciones anuales	
			Porcentuales	Absolutas
1. Ingresos del P y G	(91,8)	1.068,2	-	1.160,0
A. Ingresos monetarios	(239,1)	890,6	-	1.129,7
1. Intereses y rendimientos	(500,1)	653,9	-	1.154,0
Reservas internacionales	(659,6)	544,1	-	1.203,7
Rendimientos y valoraciones	(143,2)	435,1	-	578,3
Diferencial cambiario	(516,5)	109,0	-	625,4
Operaciones de liquidez	130,9	65,4	(50,0)	(65,5)
Valorización de TES	28,5	44,3	55,5	15,8
Otros intereses	0,2	0,1	(58,6)	(0,1)
2. Diferencias en cambio	104,6	37,5	(64,1)	(67,1)
3. Moneda metálica	152,4	196,4	28,8	43,9
4. Otros	3,9	2,8	(27,2)	(1,1)
B. Ingresos corporativos	147,3	177,6	20,6	30,3
1. Comisiones	115,7	127,6	10,3	11,9
Servicios bancarios	52,6	57,5	9,4	4,9
Negocios fiduciarios	63,1	70,1	11,1	7,0
2. Otros	31,6	49,9	58,2	18,4
2. Egresos del P y G	1.616,5	1.557,8	(3,6)	(58,7)
A. Egresos monetarios	990,5	1.088,7	9,9	98,2
1. Intereses y rendimientos	811,2	828,4	2,1	17,2
Remuneración a las cuentas de la DGCPTN	406,5	352,8	(13,2)	(53,7)
Depósitos remunerados de control monetario (DRCM)	343,8	397,5	15,6	53,7
Comisión de compromiso flexible con el FMI	23,1	27,1	17,4	4,0
Gastos en administración de las reservas internacionales	19,4	29,9	54,6	10,6
Gastos en operación de contracción monetaria	18,5	21,1	14,0	2,6
2. Diferencias en cambio	40,0	60,8	52,1	20,8
3. Costo de emisión y distribución de especies monetarias	139,2	199,3	43,2	60,2
4. Otros	0,2	0,2	(11,1)	(0,0)
B. Egresos corporativos	398,1	428,2	7,6	30,1
1. Gastos de personal	258,8	279,8	8,1	21,0
2. Gastos generales	57,8	62,4	7,9	4,6
3. Recuperación del IVA descontable (CR)	(2,7)	(3,5)	31,8	(0,8)
4. Impuestos	8,0	9,9	25,1	2,0
5. Seguros	6,0	7,1	19,3	1,2
6. Contribuciones y afiliaciones	6,0	5,2	(12,1)	(0,7)
7. Gastos culturales	9,4	9,7	3,0	0,3
8. Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros (incluye diferido del software)	54,9	57,5	4,8	2,6
C. Gastos de pensionados	227,8	40,9	(82,0)	(186,9)
3. Resultado operacional (1 - 2)	(1.708,3)	(489,6)	-	1.218,7

Fuente: Banco de la República.

Los rendimientos de las reservas internacionales serían de \$544,1 mm, superiores en \$1.203,7 mm frente a los observados el año anterior.

reducción obedece al menor volumen de las operaciones repo⁶², puesto que la expansión monetaria se está realizando, principalmente, con la compra de divisas. En la medida en que la expansión monetaria se realice mediante estas compras, las cuales superan el crecimiento estimado de la base monetaria, se reducirán los ingresos por repos y se aumentará el costo por operaciones de contracción monetaria.

- Se estima que la puesta en circulación de moneda metálica generará ingresos por \$196,4 mm⁶³, monto superior en 28,8%. Este crecimiento está asociado, principalmente, a la puesta en circulación de un mayor número de piezas de moneda de las denominaciones de \$200, \$500 y \$1.000, especialmente por el ingreso por valor facial de la moneda de \$1.000.
- Las comisiones recibidas por el Banco se estiman en \$127,6 mm, con un incremento anual de 10,3%, principalmente por la administración de los TES, del FAE y los servicios bancarios.

En cuanto a los egresos para 2014, se estiman en \$1.557,8 mm, con una reducción de \$58,7 mm (3,6%), así:

- Se proyecta que la remuneración a los depósitos de la DGCPN en el Banco ascenderán a \$352,8 mm, con una reducción anual de 13,2%, producto de su menor saldo promedio esperado⁶⁴.
- Se estima que el gasto por la remuneración a los depósitos de control monetario constituidos con recursos provenientes de la colocación de TES para regular la liquidez de la economía ascenderá a \$397,5 mm, con un incremento de \$53,7 mm frente a 2013⁶⁵.
- Los costos de emisión y distribución de especies monetarias se calculan en \$199,3 mm, con una variación anual de 43,2% (\$60,2 mm), resultado del programa de emisión y previendo la inclusión de 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 \$428,3 mm, de los cuales \$279,8 mm corresponden a gastos de personal y \$62,4 mm a gastos generales.

En la medida en que la expansión monetaria se realice mediante estas compras, las cuales superan el crecimiento estimado de la base monetaria, se reducirán los ingresos por repos y se aumentará el costo por operaciones de contracción monetaria.

62 Por su parte, la tasa de interés promedio estimada para 2014 considera la actual tasa de interés de referencia (4,0% efectivo e. a.), frente a 3,45% e. a. de 2013.

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

64 Los volúmenes promedio diarios proyectados para 2014 son de \$9.830,3 mm frente a \$11.721,9 mm en 2013. La tasa proyectada para 2014 es de 3,65% e. a. frente a 3,53% en 2013.

65 El saldo promedio diario de estos depósitos en 2013 fue de \$7.682,2 mm y se estima para 2014 un promedio diario de \$8.434,3 mm, proyección que contempla las colocaciones anunciadas.

Los egresos para 2014 se estiman en \$1.557,8 mm, con una reducción de \$58,7 mm (3,6%).

- Los gastos de personal se estiman con un aumento anual de 5,0% real, explicado por el incremento salarial, según la convención colectiva vigente, el efecto estadístico por la concentración de ingresos de personal en el último trimestre de 2013, y el aumento de la planta para el desarrollo de proyectos informáticos, como apoyo a la prestación de servicios, el fortalecimiento de procesos y la prevención de riesgos⁶⁶.
- En cuanto a los gastos generales, se estiman en \$62,4 mm, con un aumento anual de 4,8% real. El incremento estimado para 2014 se explica, principalmente, por gastos adicionales asociados con el mantenimiento de equipos de infraestructura eléctrica, sistemas de aire acondicionado, de tecnología y del área de Tesorería; a la puesta en funcionamiento del museo Casa de la Aduana en Santa Marta, y por la alta participación de contratos que se ajustan de acuerdo con el incremento del salario mínimo⁶⁷, incluyendo los contratos de aprendizaje del Servicio Nacional de Aprendizaje (SENA)⁶⁸.
- Otros gastos corporativos, tales como impuestos, seguros, depreciaciones, provisiones y amortizaciones, IVA descontable, contribuciones y afiliaciones se estiman en \$76,3 mm, con un incremento real de 2,8%.
- Por último, se estima que los gastos de pensionados ascenderán a \$40,9 mm, con una reducción de \$186,9 mm, resultado de los mayores ingresos proyectados por el rendimiento del portafolio constituido con recursos del pasivo pensional frente al año anterior y de los menores gastos de los jubilados.

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

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

68 A partir del 1.º de febrero de 2014 la remuneración de los contratos de aprendizaje que se encuentran en etapa de práctica pasó de 75% a 100% del salario mínimo legal vigente, de acuerdo con la Ley 789 de 2002.

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

La Ley 1484 del 12 de diciembre de 2011 autorizó la incorporación del Banco de la República como accionista del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por su sigla en inglés). De acuerdo con 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 US\$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 por concepto de dividendos el Banco recibió US\$998.700,91, 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. Estas reuniones 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 comprender mejor los desafíos que afectan a varios países y a implementar medidas de política apropiadas.

La incorporación del Banco de la República al BIS ha permitido su participación en el Consejo Consultivo para las Amé-

ricas (CCA), el cual está conformado por los gobernadores de los bancos centrales del continente americano miembros del BIS², y asimismo ser miembro del Consejo de Estabilidad Financiera para las Américas, ente consultivo regional que coordina el trabajo de las autoridades financieras nacionales y de los organismos de regulación internacionales en 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, así como de la gestión de las reservas internacionales. Asimismo, participa en el grupo de directores de estabilidad financiera. 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.

En enero de 2014 la Junta Directiva del BIS nombró al Gerente General del Banco de la República, doctor José Darío Uribe, como Presidente del CCA para un período de dos años.

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, los Estados Unidos, México y Perú.

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

Impreso por Nomos

Agosto de 2014