

Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República

Introducción

Durante 2016 la economía colombiana avanzó en el proceso de ajuste macroeconómico requerido para restablecer las bases de un crecimiento económico sostenible. El choque negativo a los términos de intercambio de gran magnitud y carácter permanente, debido a la caída de los precios del petróleo, produjo desequilibrios que hubieran podido conducir a una severa crisis económica, con gran pérdida de bienestar. Que ese peligro se haya disipado obedece a que la economía colombiana cuenta hoy en día con mejores arreglos institucionales, como la flexibilidad de la tasa de cambio, que le permiten acomodarse a situaciones imprevistas. La respuesta de política económica, tanto en el frente monetario como en el fiscal, ha sido un factor fundamental que ha reforzado los mecanismos de ajuste automáticos para estabilizar la economía.

La depreciación nominal del peso, del orden de 60% frente al momento del choque, produjo un fuerte incremento de los precios relativos de los bienes transables a no transables que indujo un ajuste del desbalance externo, cuyos resultados pueden ahora comprobarse. A esto se agrega que la propia caída de los términos de intercambio tuvo un aporte negativo al ingreso nacional y con ello a la demanda interna, lo que, al reflejarse en un menor gasto de la economía, contribuyó al ajuste externo. De esta manera, las importaciones de mercancías se redujeron 15,6% y 7,0% en 2015 y 2016 respectivamente, sin que para ello hayan mediado incrementos de aranceles o restricciones administrativas, como solía ocurrir en el pasado.

Aunque hubiera sido deseable una respuesta positiva de las exportaciones al estímulo de la tasa de cambio, esta no se ha producido debido a la débil demanda mundial, y al hecho particular de que nuestros socios comerciales más importantes (después de los Estados Unidos) también fueron afectados por la caída del precio del petróleo, impidiendo una expansión del comercio. A pesar de ello, el déficit de la cuenta corriente, que llegó a USD 18.780 millones en 2015 (6,4% del PIB), se redujo a USD 12.541 millones (4,4% del PIB) en 2016. Como se detalla en la sección de la balanza de pagos, a este ajuste también contribuyó un mejor resultado de la renta de factores, ante la menor remisión de utilidades al exterior por parte de las empresas con inversión extranjera en el país, en gran parte por efecto del choque a los términos de intercambio.

No cabe entonces duda del importante papel que ha desempeñado la flexibilidad de la tasa de cambio en el proceso de ajuste, algo que no ocurrió durante el choque externo de finales de los años noventa, y que sumió al país en una grave crisis económica. No obstante, la depreciación del peso tuvo un efecto colateral

que consistió en la presión inflacionaria que se produjo por el mayor costo de los bienes finales y materias primas importadas. Este efecto resultó aún más notorio si recordamos que el país venía de un período de apreciación de la moneda, que abarataba las importaciones e incrementaba su inserción en la cadena productiva. Fue así como la inflación anual de bienes transables (sin alimentos ni regulados), que hasta mediados de 2011 fue negativa y que antes del choque no superaba el 2%, sufrió un fuerte incremento hasta alcanzar el 8% a mediados de 2016.

A esta presión, ya de por sí importante sobre el nivel de precios, se sumó el efecto del fenómeno de El Niño, que al producir una intensa y prolongada sequía en el territorio colombiano redujo el abastecimiento de alimentos, lo que impulsó al alza sus precios. De esta manera, la inflación anual de alimentos, que hacia mediados de 2014 se situaba alrededor del 3%, aumentó casi sin interrupción hasta alcanzar el 15,7% anual en julio de 2016.

El incremento simultáneo de la inflación de bienes transables y de alimentos indirectamente presionó al alza la inflación de bienes no transables, debido al mayor costo de sus insumos y a la activación de algunos mecanismos de indexación. De esta forma, de un nivel de 3,25% anual a mediados de 2014, la inflación de bienes no transables comenzó a mostrar aumentos sucesivos, hasta superar el 5% anual en febrero pasado.

Esta presión inflacionaria no provenía de excesos de demanda, pues esta venía desacelerándose, resultado del menor ritmo de crecimiento del ingreso nacional tras el deterioro de los términos de intercambio. La autoridad monetaria se vio enfrentada a uno de los dilemas más complejos para cualquier banco central: una inflación al alza producida por choques exógenos de oferta que impedían cumplir la meta y afectaban la credibilidad, y una actividad económica en descenso que alejaba la economía de su capacidad potencial y minaba la confianza de consumidores y empresarios.

Luego de evaluar las proyecciones de inflación y de actividad económica, y el com-

portamiento de las expectativas de los agentes económicos, en septiembre de 2015 la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió iniciar un ciclo de alzas de la tasa de interés de política desde un nivel de 4,5% hasta llevarla al 7,75% en julio de 2016. El desafío de la política consistía en balancear los riesgos de una convergencia demasiado lenta de la inflación a la meta, por un lado, y de una desaceleración excesiva de la actividad económica, por el otro. Una convergencia más rápida de la inflación habría requerido una desaceleración muy fuerte de la economía, a un costo significativo en términos de empleo. Una convergencia más lenta entrañaría el riesgo de perpetuar las expectativas de inflación por encima de la meta del 3% y extender los mecanismos de indexación, elevando el costo de una desinflación futura. Sobre esta base, la Junta estimó conveniente buscar una convergencia gradual de la inflación a la meta.

En este contexto, la inflación de precios al consumidor al finalizar 2015 fue 6,77%, y durante el primer semestre de 2016 continuó aumentando hasta alcanzar un pico de 8,97% en julio, cuando el paro camionero se sumó a las presiones ya existentes. Esta tendencia tuvo un quiebre importante a partir de agosto, gracias a que empezaron a desvanecerse los efectos de los choques descritos, y a que las acciones de política adoptadas desde 2015 contribuían a moderar la inflación y sus expectativas. De esta manera, la inflación cerró 2016 en 5,75%, y durante los primeros meses de 2017 continuó descendiendo hasta un nivel de 5,18% en febrero pasado. Esta tendencia descendente de la variación de precios era previsible, dado el carácter transitorio del fenómeno de El Niño y del traspaso de la depreciación a los precios. Así lo reiteró la Junta a la opinión pública en todas sus comunicaciones, con el propósito de evitar un incremento injustificado de las expectativas de inflación.

La caída de los términos de intercambio debilitó las finanzas del Gobierno nacional, ya que las rentas petroleras representaban cerca del 20% de sus ingresos totales. Para compensar este choque el Gobierno disminuyó el gasto

y presentó una reforma tributaria al Congreso para elevar la tarifa del impuesto al valor agregado (IVA) y otros impuestos indirectos a partir de 2017. Tales aumentos presionan al alza los precios de diversos artículos de la canasta familiar haciendo que la convergencia de la inflación a la meta sea más lenta, lo que induce a los agentes económicos a revisar al alza sus expectativas de inflación. A esto se agrega la presión adicional que surge del reciente incremento del salario mínimo por encima de la inflación observada en 2016.

El dilema de política mencionado atrás obliga a la autoridad monetaria a revisar de manera periódica y rigurosa el balance de riesgos entre inflación y crecimiento. En este proceso, en sus sesiones de diciembre de 2016, y febrero y marzo de este año, la JDBR decidió reducir la tasa de interés de política en 25 puntos básicos (pb) en cada ocasión, hasta situarla en un nivel de 7,0%. Como se comunicó oportunamente, tales decisiones han tenido en cuenta la continuidad del descenso en el indicador de la inflación total y de sus perspectivas, el débil comportamiento de la economía y la favorable reducción del déficit en la cuenta corriente, entre otros factores. Aun así, la postura de política monetaria continúa en terreno contractivo, lo cual es coherente con el propósito de buscar una convergencia gradual de la inflación a su meta.

El crecimiento del PIB en 2016 a una tasa de tan solo 2%, según lo informó el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), confirma la severidad del choque a los términos de intercambio, que al tener una contribución negativa en el ingreso nacional, debilitó la dinámica del consumo y la inversión, y afectó el desempeño de numerosas ramas de actividad. A esto se agregaron otros choques como el fenómeno de El Niño y el paro de transportadores de carga, que acentuaron la desaceleración.

Desde el punto de vista de la demanda, el componente más afectado fue la formación bruta de capital, al registrar una contracción de 4,5% en todo el año. Este resultado obedeció, en buena medida, a la reducción de la

inversión en maquinaria y equipo, y equipo de transporte, como reflejo del retroceso del sector minero y de la depreciación del peso. Lo anterior fue parcialmente compensado por el buen desempeño de la construcción de edificaciones y obras civiles, impulsado por los programas de construcción de vivienda del Gobierno y los proyectos de carreteras. El consumo total también contribuyó a la desaceleración, al registrar un crecimiento de 2,0%, inferior a lo observado en 2015. En este caso los renglones más afectados fueron el consumo de bienes durables y semidurables por parte de los hogares. De esta manera, la demanda interna de la economía se mantuvo virtualmente estancada, al obtener un crecimiento de apenas 0,3%. En un contexto de poca demanda, las ramas de actividad mostraron crecimientos bajos o negativos, a excepción de los servicios financieros; la construcción y la industria, esta última impulsada por la reapertura de Reficar.

A pesar de la desaceleración de la actividad económica, la resiliencia del mercado laboral es un hecho que cabe destacar. Para el promedio del cuarto trimestre del año en las principales trece áreas metropolitanas el desempleo fue de 9,2%, frente a 8,9% en el mismo período de 2015. Algo similar ocurrió para el total nacional, donde para el promedio del último trimestre de 2016 ascendió a 8,2%, comparado con un nivel de 8,0% un año atrás. La estabilidad de la tasa de desempleo es sorprendente si se recuerda que la actividad económica pasó de crecer 4,4% en 2014, a 3,1% en 2015 y a 2,0% en 2016. Como se discute en el documento, la razón de ello está en que, al tiempo que se contraía la demanda de trabajo (tasa de ocupación: TO) por efecto del menor crecimiento, también lo hacía la oferta de trabajo (tasa global de participación: TGP). Este último es un comportamiento atípico frente a períodos de desaceleración del pasado, pues por lo general la TGP es una variable contracíclica, que aumenta cuando la economía cae, y viceversa. El equipo técnico actualmente investiga el fenómeno, para ofrecer una explicación en el próximo informe.

Cabe señalar que un factor que permitió un ajuste gradual del sector externo y de la economía en general frente al choque petrolero, fue la financiación externa que siguió recibiendo el resto de actividades. Este comportamiento refleja la confianza que los inversionistas extranjeros han mantenido en la economía colombiana y en su capacidad de superar el choque. Sobresalen las mayores compras de títulos de deuda pública por parte de extranjeros, así como la creciente adquisición de préstamos y otros créditos externos por el Gobierno y otras entidades públicas. Adicional a esto, la venta de Isagén también aportó a las entradas de recursos al país. Todo lo anterior permitió compensar parcialmente los menores capitales foráneos recibidos por el sector minero y petrolero, en especial los relacionados con inversiones directas.

Preservar la confianza de los mercados externos en medio de un choque tan fuerte como el que ha golpeado a la economía colombiana no es algo que pueda darse por descontado. En gran parte ello depende de la institucionalidad económica con que cuente el país. A esto contribuye la flexibilidad cambiaria y el manejo independiente de la política monetaria bajo el esquema de inflación objetivo. Del mismo modo, la existencia y estricto cumplimiento que se le ha venido dando a la regla fiscal ha desempeñado un papel fundamental en mantener la confianza. En este contexto, para garantizar el cumplimiento de las metas de la regla fiscal y asegurar la sostenibilidad de la deuda pública en el mediano plazo, el Gobierno presentó una reforma tributaria que fue aprobada por el Congreso a finales de 2016. Con la reforma, el Gobierno espera aumentar gradualmente el recaudo desde 0,7% del PIB en 2017 hasta 3,1% del PIB en 2022. Con estos ingresos adicionales y el ajuste en los gastos de funcionamiento e inversión, el Gobierno espera retomar la senda decreciente del déficit fiscal, el cual para 2017 estima en 3,3% del PIB, frente al 4,0% registrado en 2016.

La percepción de un contexto institucional sólido y de una respuesta de política adecuada, junto a la disminución del déficit de la cuenta corriente, la reducción de la inflación, y la aprobación de la reforma tributaria, ha reducido la incertidumbre y aumentado la confianza de los mercados.

El *Informe* examina las perspectivas de las principales variables macroeconómicas para 2017. En el frente externo se destaca la mejora esperada en las condiciones económicas globales, gracias al fortalecimiento del crecimiento de las economías desarrolladas. Respecto a la cotización internacional del petróleo, aunque se mantiene la incertidumbre sobre su dinámica, esta debería seguir respondiendo a la reducción esperada de la oferta.

En cuanto a la economía colombiana, su desempeño estará enmarcado por la continuación del proceso de ajuste que deberá completarse en el presente año. En este contexto, el equipo técnico proyecta un crecimiento del PIB para 2017 entre 0,7% y 2,7%, con 2,0% como cifra más probable. La amplitud y sesgo hacia abajo del intervalo de pronóstico sugieren la posibilidad de un lento dinamismo de la actividad económica. Con respecto a la inflación, se prevé que los efectos rezagados del fenómeno de El Niño y de la depreciación acumulada del peso terminarán por desaparecer. Esto, junto a un modesto crecimiento de la demanda y el efecto de las acciones de política monetaria adoptadas desde 2015, deberán limitar los ajustes de precios y reducir las expectativas, lo cual favorecerá la convergencia de la inflación hacia la meta del 3%. Finalmente, se espera que la corrección del desbalance externo iniciada en 2016 continúe en 2017, de tal manera que el déficit de la cuenta corriente esté entre 3,0% y 4,4% como porcentaje del PIB, con 3,7% como cifra más probable. El ajuste adicional de la cuenta corriente estimado para 2017 estaría explicado ya no por una disminución de los egresos, resultante de las menores importaciones, sino por el incremento de los ingresos, principalmente por las mayores exportaciones de bienes.

Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República

I. Contexto internacional

Durante 2016 la actividad económica global exhibió un desempeño por debajo de lo esperado, principalmente en la primera parte del año. Por otro lado, el panorama geopolítico mundial generó una alta incertidumbre en los mercados financieros internacionales. En cuanto a los bienes básicos, se observó una recuperación de la cotización internacional del petróleo y de los metales.

Durante 2016 la actividad económica global continuó exhibiendo un desempeño por debajo de lo esperado, principalmente en la primera parte del año. La desaceleración se presentó en medio de un complicado panorama geopolítico con desenlaces poco esperados, que generaron alta incertidumbre en los mercados financieros internacionales. Sin embargo, desde finales de año se ha registrado una mejora importante de las condiciones económicas globales y algunos indicadores señalan una aceleración que continuaría en 2017.

Varios indicadores sugieren una recuperación de la economía global en la última parte de 2016, que continuaría en 2017. Entre ellos la expansión de la producción industrial, observada ante el optimismo de los empresarios y la reconstrucción de los inventarios, el fortalecimiento del consumo privado, que se ha reflejado en el incremento de las ventas minoristas y de los nuevos pedidos, y la leve mejoría de las exportaciones mundiales de bienes, registrada principalmente en Asia y Europa.

Los precios de los bienes básicos, por su parte, parecen haber tocado fondo en 2016, siguiendo principalmente la recuperación de la cotización internacional del petróleo y de los metales básicos. Para 2017 se espera que dicha recuperación de los precios continúe, respondiendo en especial a una reducción esperada de la oferta.

En cuanto a los mercados financieros mundiales, las acciones se valorizaron, el dólar se fortaleció y la deuda pública se desvalorizó a final de año, cuando las tasas de interés de largo plazo de las economías avanzadas aumentaron. Para 2017 las condiciones financieras globales podrían ser más restrictivas, en la medida en que la

política monetaria de los países desarrollados sea menos expansiva y las tasas de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) continúen con su ciclo alcista. Así mismo, a lo largo del año la incertidumbre en los mercados financieros podría continuar.

A. Desempeño en el año 2016

En 2016 la economía colombiana estuvo enmarcada en un contexto de crecimiento mundial lento, que comenzó a dinamizarse en los últimos trimestres; unos términos de intercambio que, si bien se recuperaron un poco gracias al aumento del precio de los bienes básicos durante el año, aún permanecen en niveles bajos, y un peso que se fortaleció con respecto a finales de 2015.

La economía mundial continuó exhibiendo un desempeño por debajo de lo esperado, principalmente en el primer semestre. A pesar de los síntomas de recuperación evidenciados a finales de 2016, las estimaciones preliminares señalan que el crecimiento mundial en el año podría haberse ubicado por debajo del alcanzado en 2015 (3,2% anual)¹.

La desaceleración de la economía mundial observada en 2016 ocurrió en medio de un complicado panorama geopolítico, con desenlaces poco esperados, lo que generó alta incertidumbre en los mercados financieros internacionales. Eventos como el resultado del referendo sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea (*brexit*), la elección del nuevo presidente de los Estados Unidos, la intensificación del conflicto en Medio Oriente, la destitución de la presidente de Brasil, entre otros, mantuvieron los riesgos geopolíticos elevados durante 2016. Sin embargo, desde finales del año se ha observado una mejora

¹ El Fondo Monetario Internacional (FMI), en su actualización de enero de 2017 de sus *Perspectivas de la economía mundial* (WEO, por su sigla en inglés), prevé un crecimiento mundial de 3,1% anual en 2016. Por su parte, los analistas encuestados por Consensus Forecast esperan en promedio que se haya ubicado en 2,6%.

importante de las condiciones económicas globales y algunos indicadores señalan una aceleración en la segunda parte de 2016, que continuaría en 2017.

En este sentido, la actividad industrial comenzó a fortalecerse, la confianza empresarial está repuntando y el robustecimiento del consumo privado se refleja en el incremento de las ventas minoristas y de los nuevos pedidos. Asimismo, las exportaciones mundiales de bienes mostraron una leve mejoría en el último trimestre del año, en especial en Asia y Europa. Todo lo anterior permite prever una recuperación de la economía global en la última parte del año explicada, principalmente, por el mejor crecimiento de las economías desarrolladas.

En tal grupo se destaca el repunte de la actividad económica en los Estados Unidos durante el segundo semestre de 2016, luego del débil comportamiento de la primera mitad del año. Dicha recuperación se debe, en especial, a la fuerte aceleración del tercer trimestre (3,5% anualizado) (Gráfico 1). Aunque en los tres últimos meses del año la economía de los Estados Unidos no continuó expandiéndose al mismo ritmo², se destaca el rápido crecimiento de su demanda interna, la cual ha sido impulsada por la inversión fija, el consumo del gobierno y una gran corrección de los inventarios³.

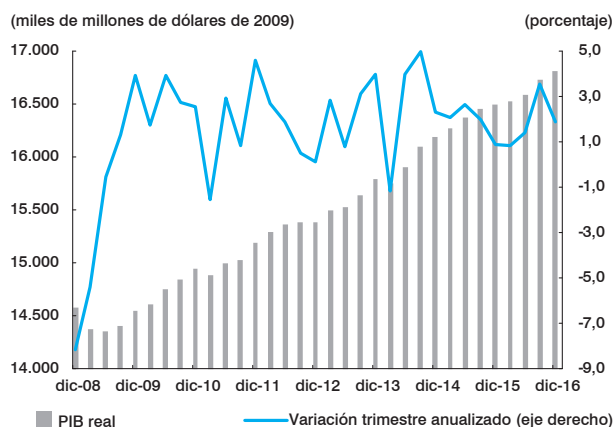
La notable mejora registrada en los últimos meses del año en la producción manufacturera en los Estados Unidos⁴, junto con la disminución de los inventarios, dan señales de que la recuperación continuará en los

² Para el cuarto trimestre de 2016 la economía de los Estados Unidos creció 1,9% anualizado, de acuerdo con las cifras publicadas el 27 de enero por el Bureau of Economic Analysis (BEA).

³ El menor crecimiento observado durante dicho período se explica por la desaceleración del consumo privado y por la caída de las exportaciones de bienes y servicios, esto último explicado en parte, por el fortalecimiento del dólar, así como por la incertidumbre asociada con la elección del nuevo presidente de los Estados Unidos.

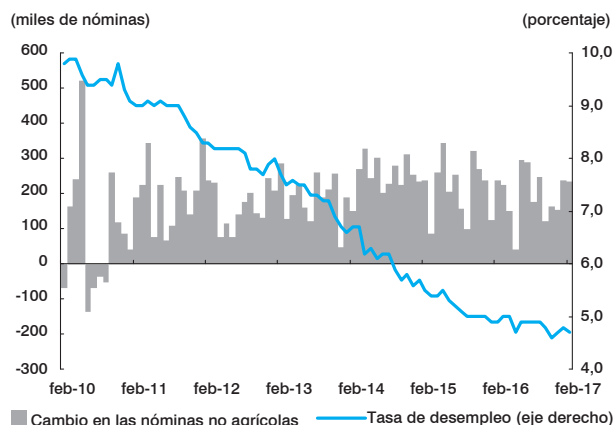
⁴ En particular, en el mes de diciembre el índice manufacturero (ISM, por su sigla en inglés) y el indicador de nuevas órdenes alcanzaron su más alto nivel desde diciembre de 2014.

Gráfico 1
PIB real de los Estados Unidos



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

Gráfico 2
Tasa de desempleo y creación de empleo
en los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

próximos meses ante el crecimiento esperado de la demanda interna. En este sentido, la creación de empleo continúa siendo sólida⁵ (Gráfico 2), lo que permitió que en 2016 la tasa de desempleo fuera la más baja alcanzada en cerca de una década (4,9% promedio anual). En este contexto, y ante un dato de inflación total de 2,1% anual en diciembre, el más alto desde mayo de 2014, en su reunión de diciembre la Fed decidió aumentar por segunda vez la tasa de política en 25 puntos base (pb), luego de un año de haber realizado el primer incremento después de la crisis financiera.

En la zona del euro, a pesar del complejo panorama político, la economía logró mantener un desempeño relativamente aceptable, con un crecimiento económico de 1,7% anual durante 2016, menor al registrado en 2015 (2,0%). Luego de la ralentización que la economía registró durante el segundo y tercer trimestres⁶, debido principalmente a la incertidumbre relacionada con el *brexit* y a la débil

demanda por exportaciones, se observó una leve mejoría durante el último trimestre del año, al crecer 1,8% anual.

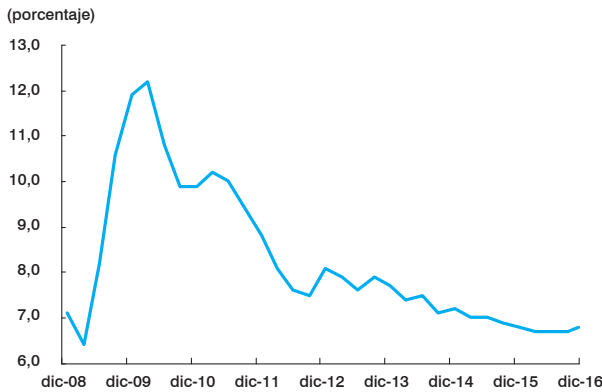
A finales de 2016 la producción industrial y las ventas minoristas mostraron una aceleración importante, al tiempo que las órdenes nuevas y los indicadores de confianza de los empresarios y de los consumidores mejoraron notablemente, confirmando la tendencia hacia la recuperación. Por su parte, la tasa de desempleo en la zona del euro permaneció en los niveles más bajos registrados en años, y la inflación (1,1% anual) continuó aún por debajo de la meta del Banco Central Europeo (BCE) de 2,0%. Lo anterior llevó a que en la reunión de diciembre el BCE modificara el monto, la duración y la composición del plan de compra de activos.

En cuanto a los países emergentes, el comportamiento de las economías ha sido diverso y su dinámica en 2016 fue relativamente menor a la de años anteriores. La economía china creció 6,7% anual, por debajo del registro del año anterior (6,9%), pero levemente por encima de lo esperado (Gráfico 3). Dicho comportamiento se explica principalmente por la moderación en el ritmo de la inversión en activos fijos, como resultado del nuevo modelo de desarrollo implementado por el

⁵ La creación de empleo alcanzó en diciembre su máximo nivel desde hace dieciocho meses, siendo el sector privado el principal generador de empleo.

⁶ El crecimiento económico durante dichos trimestres fue de 1,6% y 1,7% anual, respectivamente.

Gráfico 3
Crecimiento anual del PIB real de China



Fuente: Bloomberg.

gobierno, más enfocado hacia el consumo privado. A finales de año, a pesar de que la producción industrial mostró una desaceleración, las ventas minoristas, la confianza y la inversión en el sector manufacturero⁷ repuntaron, ante la ininterrumpida política de estímulo del gobierno.

Por su parte, en América Latina, luego del estancamiento observado en 2015 (0,1% anual), la economía de la región comenzó a sentir síntomas de recesión en el primer trimestre que empeoraron con el transcurso del año. Aunque algunos indicadores señalan que la contracción en el cuarto trimestre fue menos severa que en los anteriores y que la región estaría mostrando signos de estabilización, el año 2016 fue el de peor desempeño para la región luego de la crisis de 2009⁸.

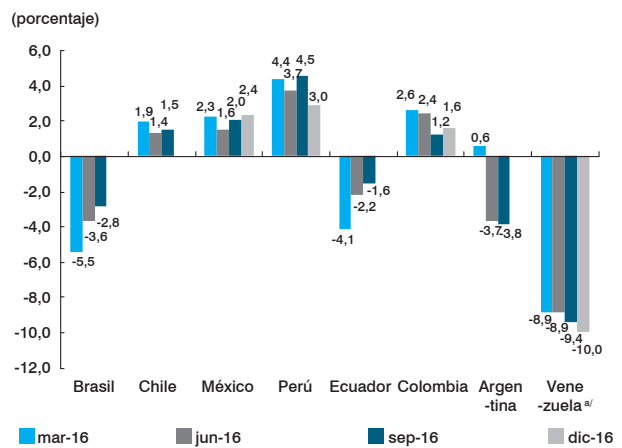
Dicho comportamiento ha estado enmarcado en un contexto político complejo en algunos países, lo que ha aumentado la incertidumbre y ha afectado la confianza de los empresarios y de los consumidores. El ajuste económico en Argentina, la profunda recesión

⁷ Dicha inversión registró su nivel más bajo en años hacia el tercer trimestre de 2016.

⁸ De acuerdo con las estimaciones del FMI, la economía de la región disminuyó 0,7% anual en 2016.

en Brasil, el impacto del precio del petróleo en Ecuador y la severa recesión de Venezuela llevaron a que dichas economías presentaran el peor desempeño de la región, con crecimientos negativos en 2016. Por su parte, las tasas de crecimiento de Chile, México y Colombia se ubicaron por debajo de sus promedios históricos, mientras que Perú fue el país que registró el mejor crecimiento (Gráfico 4).

Gráfico 4
Crecimiento anual del PIB real para algunos países de América Latina

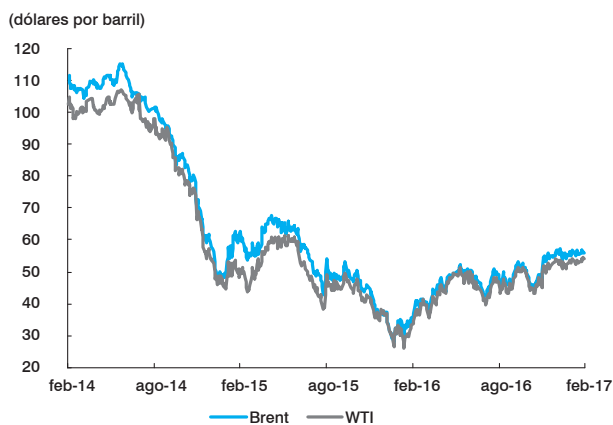


a/ Para Venezuela no hay estadísticas oficiales disponibles desde el tercer trimestre de 2014, por lo que aquí se presenta una estimación de Oxford Economics.
Fuente: Datastream.

En cuanto a los términos de intercambio, los precios de los bienes básicos parecen haber tocado fondo en 2016, siguiendo principalmente la recuperación del precio internacional del petróleo (Gráfico 5), que alcanzó su nivel más bajo a principios de año, explicado tanto por factores de oferta como de demanda⁹. La recuperación se reforzó al final del año como resultado del acuerdo de la

⁹ La tendencia a la baja que venía registrando el precio del petróleo desde mediados de 2014 se revirtió a partir de febrero de 2016 como resultado de la disminución de inventarios y de las plataformas de extracción activas en los Estados Unidos. A finales de año, el precio subió gracias a los acuerdos alcanzados para reducir la producción mundial.

Gráfico 5
Precio internacional del petróleo



Fuente: Datastream.

Organización de Países Exportadores de Petróleo¹⁰ (OPEP), al que se sumaron otros productores con el fin de recortar la producción mundial y reducir los inventarios de crudo¹¹. Los precios de otras materias primas, como los metales básicos, también se recuperaron como respuesta a la inversión en infraestructura e inmuebles en China y a las expectativas de una expansión fiscal en los Estados Unidos, entre otros.

Con respecto a la inflación mundial en 2016, esta presentó una tendencia al alza, alcanzando en diciembre la tasa más alta en más de tres años. Por países, la divergencia fue grande: mientras en los desarrollados mostró aumentos aunque permaneció en niveles bajos, algunos emergentes exhibieron inflaciones altas a causa de la depreciación de sus monedas. El aumento de los precios en un contexto de desaceleración económica ha agudizado los dilemas de la política monetaria

¹⁰ El acuerdo entre los miembros de la OPEP firmado el 30 de noviembre tiene como objetivo un límite de la producción diaria de 32,5 millones de barriles por día (mbd), esto es, una reducción de 1,2 mbd.

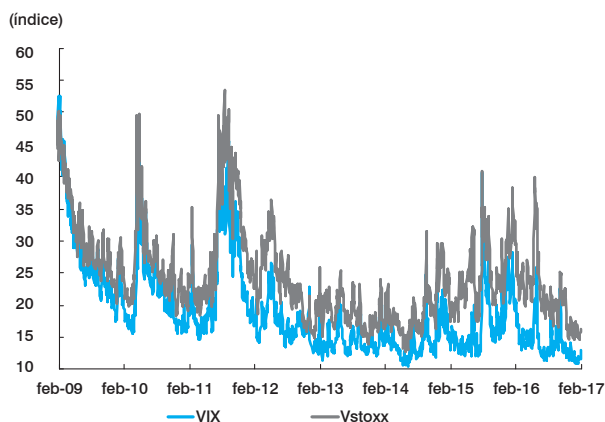
¹¹ En el acuerdo celebrado el 10 de diciembre de 2016 entre los países miembros y los no miembros de la OPEP se acordó reducir la producción de petróleo en 558.000 barriles diarios.

en los emergentes, en tanto que la política expansiva no convencional continúa en Europa, y en los Estados Unidos la normalización de la política monetaria sigue siendo gradual.

Durante el año, las expectativas sobre los incrementos en la tasa de interés por parte de la Fed fueron una fuente importante de incertidumbre en los mercados financieros internacionales¹². Esto, junto al complicado panorama geopolítico internacional, las perspectivas sobre el crecimiento en los países desarrollados y el desempeño de la economía china, así como algunos eventos, generaron volatilidad en los mercados. Sin embargo, la percepción de riesgo internacional comenzó a disminuir desde mediados de año y los índices de volatilidad ya se ubicaban en diciembre y principios de 2017 en niveles bajos (Gráfico 6).

En este contexto, se observó un buen comportamiento de los mercados internacionales de acciones, un fortalecimiento del dólar y valorizaciones de la deuda pública de algunos países, que luego se revirtieron a final de año cuando las tasas de interés de largo plazo de las economías avanzadas aumentaron, principalmente en el mercado de deuda pública de los Estados Unidos.

Gráfico 6
Índices de volatilidad financiera



Fuente: Bloomberg.

¹² Dicha tasa se mantuvo inalterada durante la mayor parte de 2016, y fue en la última reunión del año cuando la Fed la incrementó en 25 pb, situándola entre 0,5% y 0,75%.

B. Perspectivas para 2017

Para 2017 se prevé que el buen dinamismo observado a finales de 2016 continúe y que se observe una aceleración de la actividad económica mundial. El FMI¹³ proyecta un crecimiento mundial de 3,4% en el año, siendo las economías emergentes las encargadas de jalonar la economía global, al pasar de crecer 4,1% en 2016 a 4,5% proyectado para 2017. Esta recuperación se explica, principalmente, por la normalización esperada en las condiciones macroeconómicas de las grandes economías luego de las tensiones a las que han estado sometidas. En particular, en China, India y otros países emergentes el ritmo de crecimiento se estabilizaría y en varios países de América Latina el periodo de desaceleración o contracción estaría llegando a su fin.

Se espera que la economía china siga estando apoyada por las políticas de estímulo recientes, aunque continúan los riesgos en la medida en que existe un alto nivel de endeudamiento, en especial por parte de las empresas estatales. Para América Latina se espera una moderada recuperación con un crecimiento proyectado por el FMI de 1,2% en el año, dado, principalmente, el repunte de los precios de las materias primas¹⁴. Para los países de Centroamérica se prevé un crecimiento moderado, jalonado en especial por el buen desempeño esperado para la economía de los Estados Unidos. Sin embargo, las perspectivas para México son menos optimistas ante las posibles medidas del nuevo presidente de los Estados Unidos en torno a la política comercial y migratoria.

Por su parte, las economías avanzadas continuarán recuperándose en forma moderada y desigual, alcanzando un crecimiento de 1,9% en el año, de acuerdo con las proyecciones del FMI. Dicho comportamiento prevé una importante recuperación en los Estados Unidos, resultado de las mejores condiciones laborales y salariales, así como de la confianza empresarial. Se espera que las políticas de estímulo fiscal que ejecute el nuevo gobierno tengan efectos positivos para la economía estadounidense hacia el año 2018. Por su parte, la zona del euro continuaría creciendo a tasas similares a las observadas el año anterior, debido en especial a su demanda interna.

En este contexto se espera que las condiciones financieras globales en 2017 sean más restrictivas, en la medida en que la política monetaria de los países desarrollados sea menos expansiva y las tasas de interés de la Fed continúen con su ciclo alcista¹⁵. Asimismo, a lo largo del año la incertidumbre en los mercados financieros podría continuar ante los distintos eventos políticos que tendrán lugar principalmente en Europa.

Por último, durante 2017 el desempeño de la economía mundial continuará enfrentando riesgos a la baja, los cuales están relacionados con las políticas que implemente el nuevo gobierno de los Estados Unidos (véase el sombreado de la p. 17), el sobreendeudamiento y la inestabilidad financiera en China, y los problemas financieros y políticos de la zona del euro, entre otros.

¹³ De acuerdo con la actualización de enero de 2017 del WEO del FMI.

¹⁴ Se espera que en 2017 la oferta de las materias primas sea menor, lo que implicaría unos precios más altos que en 2016.

¹⁵ De hecho, en su reunión de marzo, la Fed incrementó de nuevo su tasa de interés y la ubicó entre 0,75% y 1,0%.

Consideraciones sobre las posibles implicaciones en la economía colombiana del cambio de gobierno en los Estados Unidos

A pesar de la alta incertidumbre en relación con el alcance de las políticas del nuevo gobierno en los Estados Unidos, se podría esperar que las implicaciones sobre Colombia estarían asociadas con: 1) la implementación de políticas fiscales expansionistas en ese país; 2) mayores aumentos en las tasas de interés por parte de la Reserva Federal, y 3) la posibilidad de que se incrementen las restricciones comerciales y migratorias.

Por el lado fiscal, se espera una reducción en los impuestos de las empresas en el corto plazo, y posteriormente un incremento en el gasto del gobierno. Estas políticas podrían impulsar la demanda agregada estadounidense, al menos inicialmente, lo que podría tener un efecto favorable sobre la demanda externa de las exportaciones colombianas y de productos básicos de forma directa, y de manera indirecta vía el impacto positivo sobre la demanda externa de algunos de nuestros socios comerciales.

No obstante, las reducciones impositivas estadounidenses podrían desincentivar la inversión directa en el exterior por parte de empresas de ese país. En Colombia, donde el 27,1% de la inversión extranjera directa proviene de los Estados Unidos, principalmente dirigida al sector petrolero, una reducción en este rubro podría generar algunas presiones.

Además, una tasa impositiva más baja también podría incentivar a las empresas multinacionales estadounidenses a repatriar los beneficios obtenidos en el extranjero. De acuerdo con una nota preparada por el Banco de Pagos Internacionales¹, actualmente los ingresos obtenidos por las filiales extranjeras de las empresas estadounidenses no están sujetos al impuesto de renta en dicho país hasta que estos se distri-

buyen a la sociedad matriz. Dado que la tasa impositiva de los Estados Unidos es relativamente alta en comparación con la de otros países, esta situación genera un incentivo para estas filiales de reinvertir sus utilidades fuera de los Estados Unidos. Así, de acuerdo con lo señalado por dicho organismo, la reducción de impuestos por parte del nuevo gobierno republicano podría causar salidas de capital de las economías emergentes por la repatriación de las ganancias extranjeras de las empresas estadounidenses, con consecuencias sobre los tipos de cambio y la disponibilidad de financiamiento externo de dichas economías. De acuerdo con el Banco de Pagos Internacionales, las estimaciones de mercado de estos ingresos “no distribuidos” oscilan entre USD 1.000 millones (m) y USD 3.000 m.

Por el lado del canal comercial, en caso de que la administración del presidente Trump aplique políticas restrictivas, el sector real podría verse afectado. La posible adopción de impuestos a las importaciones por parte de dicho país (*border adjustment tax*)², podría tener un impacto significativo sobre la actividad comercial de Colombia, vía un menor acceso a dicho mercado y una consecuente reducción en las exportaciones a ese destino. Cabe mencionar que una parte significativa de las exportaciones colombianas (31,8%) se dirige a los Estados Unidos, de las cuales el 52% son exportaciones de petróleo crudo, derivados del petróleo y

¹ Bank for International Settlements (2016). “Risks Facing Emerging Market Economies in 2017”, a note for the meeting of the Governors from major emerging market economies, Basilea, enero de 2017.

² Con el objetivo de incentivar las exportaciones y el consumo de bienes finales e insumos producidos localmente, la administración del presidente Trump está evaluando establecer un impuesto a la importación de bienes finales e insumos importados para la producción de bienes locales. Este tipo de impuesto cambiaría en principio la forma como las empresas en los Estados Unidos pagan impuestos, ya que la localización del consumidor final de los bienes (*destination based tax*) y no el lugar de producción (*origin based tax*), determinaría los impuestos a pagar por parte de las empresas. En este sentido, las importaciones de otros países no podrían descontarse como costos de producción y los ingresos por exportaciones no serían gravables.

carbón. En presencia de políticas altamente proteccionistas, los exportadores podrían verse obligados a reducir su producción, si estos no pueden sustituir fácilmente el mercado estadounidense por otros destinos. No obstante, existe mucha incertidumbre en torno al apoyo efectivo (aun dentro de la administración del presidente Trump) en relación con estas propuestas y con la aplicación de este tipo de medidas.

Por otra parte, en caso de implementar políticas migratorias muy restrictivas, se podrían llegar a afectar los flujos que reciben los colombianos mediante las remesas. Estas equivalen actualmente a 1,8% del PIB. Esta cifra es alta comparada con la de otros países, como Perú (1,5%) y Brasil (0,2%), pero es menor que la observada en México (2,4%) y Guatemala (10,7%). Adicionalmente, cerca de la mitad de las remesas de trabajadores a Colombia (45,6%) tienen su origen en los Estados Unidos. Sin embargo, según cifras del Instituto de Políticas Migratorias de los Estados Unidos, solo el 19% de los inmigrantes colombianos son ilegales. Este porcentaje supera el 50% en otros países como México, Honduras y Guatemala, lo cual sugiere que los efectos de las políticas extremas podrían ser relativamente más severos en otros países.

Probablemente el canal de transmisión más significativo para Colombia es un endurecimiento de las condiciones financieras externas. Esto afectaría el costo de recursos externos, ya que implicaría tasas de interés más altas y una depreciación del peso. Según cifras del Banco de Pagos Internacionales, la exposición de los residentes colombianos a los créditos internacionales procedentes de los Estados Unidos superó los USD 10.000 m desde 2015, alcanzando un máximo histórico. También cabe destacar que el déficit de la cuenta corriente de Colombia (3,7% del PIB estimado para 2017) implica grandes necesidades de financiamiento, lo que sugiere que un endurecimiento de las condiciones externas podría afectar la capacidad de endeudamiento del país.

Sin embargo, los flujos de portafolio hacia Colombia han aumentado desde la elección del presidente Trump. En particular, las entra-

das de portafolio en noviembre ascendieron a USD 1.070 m, donde la mayor cantidad se concentró en la segunda mitad del mes (después de las elecciones estadounidenses) mientras que en diciembre se generaron entradas por USD 494 m. Antes de noviembre, las entradas de capital de portafolio fueron, en promedio en 2016, de USD 429 m.

A pesar de esto último, un endurecimiento de las condiciones financieras externas podría tener algún impacto sobre la evolución de algunas variables del sistema financiero local. La presencia de unas tasas de interés más altas (que afectan a los precios de los bonos del gobierno) y un choque negativo en los balances de los deudores podrían afectar el valor de los activos de los bancos. No obstante, la información disponible apunta a que el sistema financiero colombiano podría hacer frente a un escenario extremo de tasas de interés, tasa de cambio y liquidación de inversiones. Algunos ejercicios de estrés realizados en el Banco sugieren que la aparición conjunta y simultánea de diferentes choques tendría efectos relativamente moderados sobre la solvencia del sistema financiero. En particular, suponiendo un escenario extremo³, la relación de solvencia disminuiría en 1 pp (de 15,4% a 14,4%), manteniéndose por encima del nivel mínimo regulatorio de 9%.

³ El escenario considerado tiene tres elementos que afectarían el valor de los activos de las instituciones financieras. Por un lado, se supone que un incremento en las tasas externas conduce a un aumento paralelo de las tasas de interés en el mercado de deuda local, afectando el valor de mercado de estos activos. En segundo lugar, los mayores rendimientos en el exterior inducen a los inversores extranjeros en el mercado de deuda local a liquidar posiciones, afectando aún más la curva *spot* (especialmente a medio y largo plazo si los inversionistas extranjeros son uno de los principales tenedores), acentuando el efecto negativo en el balance de los intermediarios financieros. En tercer lugar, una depreciación de la moneda desencadena un deterioro en la calidad crediticia de los deudores altamente apalancados en moneda extranjera.

II. La economía colombiana: resultados de 2016 y perspectivas para 2017

En 2016 continuó el ajuste ordenado en las cuentas internas y externas de la economía colombiana, como respuesta a los choques adversos que se vienen presentando desde mediados de 2014.

El PIB aumentó 2,0%, cifra menor en 1,1 pp que el crecimiento observado en 2015, debido, principalmente, al ajuste de la demanda interna (0,3%) y al bajo dinamismo en las exportaciones reales. Por otra parte, el déficit en la cuenta corriente siguió corrigiéndose y cerró 2016 en 4,4% del PIB.

Los precios al consumidor fueron fuertemente afectados por el fenómeno de El Niño y por la depreciación del peso. En la segunda mitad del año los efectos alcistas originados en estos fenómenos comenzaron a diluirse. El año 2016 cerró con una inflación al consumidor de 5,75%.

En 2016 continuó el ajuste en la economía colombiana como respuesta a los choques adversos que se vienen presentando desde mediados de 2014. El deterioro del ingreso nacional, afectado por los bajos precios internacionales del petróleo y por una demanda externa débil, se reflejó en una devaluación del peso (nominal y real) y en un menor ritmo de gasto del país. La elevada depreciación del peso y su traspaso a los precios al consumidor, junto con el fenómeno de El Niño, generaron un fuerte incremento en la inflación (hasta 8,97% en julio) y redujeron la capacidad de gasto de los hogares.

A pesar de la debilidad en la demanda y la naturaleza transitoria de los choques que habían afectado los precios, desde finales de 2015 las expectativas de inflación comenzaron a incrementarse y se activaron algunos mecanismos de indexación. Como respuesta, con el

objeto de asegurar la convergencia de la inflación al rango meta en 2017, entre septiembre de 2015 y julio de 2016 la JDBR incrementó la tasa de interés de referencia desde 4,50% hasta 7,75%. Así, en 2016 la demanda interna se desaceleró, el déficit de la cuenta corriente se redujo y, a partir de agosto, la reversión de los choques de oferta y las medidas de política monetaria implementadas contribuyeron para que la inflación se redujera y se situara en diciembre en 5,75%.

En el primer trimestre de 2016 el precio del petróleo (Brent) llegó al nivel más bajo de esta década¹⁶, y en el resto del año presentó una tendencia creciente, alcanzando un promedio anual (USD 45,1 por barril) inferior al de un año atrás (USD 52,9 por barril)¹⁷. La recuperación de la cotización internacional del crudo, junto con la de otros de los principales productos de exportación del país (carbón y café), y el descenso en el precio de varios de los bienes que importa Colombia explicaron el rebote de los términos de intercambio, los cuales terminaron en 2016 con un nivel medio anual similar al observado en 2015¹⁸. Por su parte, en 2016 los socios comerciales de Colombia registraron el segundo crecimiento económico promedio más bajo de los últimos diez años, únicamente superior a la recesión observada en la crisis financiera mundial pasada. De esta forma, los bajos precios del petróleo y la desaceleración de la demanda externa contribuyeron para que las exportaciones mineras y el resto de las ventas externas en dólares volvieran a caer. También, aquello explicó la baja dinámica del ingreso nacional.

¹⁶ La cotización del WTI en febrero (USD 26,19 por barril) y del Brent en enero (USD 27 por barril) de 2016 fueron los niveles más bajos de las series desde mayo de 2003 y noviembre de 2003, respectivamente.

¹⁷ En 2014 el precio promedio para la referencia Brent fue de USD 99,2 por barril y en 2013 USD 108,9.

¹⁸ Según la metodología de comercio exterior, los términos de intercambio promedio en 2016 fueron menores en 0,4% a los de 2015. Según la metodología del índice de precios al productor (IPP), la caída fue de 6,8%. La explicación de estas metodologías está disponible en <http://www.banrep.gov.co/es/indice-terminos-intercambio>.

La depreciación del peso y el fenómeno de El Niño le restaron poder adquisitivo a las familias. En el primer caso, y a raíz principalmente de la caída en los precios del petróleo, en 2015 el peso se depreció en promedio frente al dólar 37,1%, cifra que se moderó en 2016 (11,2%). Por su parte, la fuerte sequía registrada desde finales de 2015 hasta mediados de 2016 redujo la oferta de alimentos, a la cual se sumó el paro camionero. De esta forma, la depreciación nominal y su transmisión parcial a los precios al consumidor, así como el elevado incremento en los precios de los alimentos, generaron una desviación significativa de la inflación y sus expectativas de la meta, y se activaron algunos mecanismos de indexación de precios. Así, la inflación pasó de 6,77% en diciembre de 2015 a 8,97% en julio de 2016.

A finales de 2016 la desaceleración del IPC de alimentos y, en menor medida, el comportamiento de los precios que más se vieron impactados por la fuerte depreciación nominal pasada, indicaba que los efectos de los fuertes choques transitorios de oferta que habían desviado la inflación de la meta se estaban diluyendo. Al tiempo, la demanda interna seguía desacelerándose y las estimaciones sugerían que los excesos de capacidad instalada continuaban ampliándose (brecha de producto negativa). Lo anterior, junto con las acciones de política monetaria realizadas, contribuyó para que la inflación y sus expectativas a plazos largos empezaran a ceder, aunque aún superaban la meta. Así las cosas, la inflación total y el promedio de las cuatro medidas de inflación básica culminaron 2016 en 5,75% y 5,60%, respectivamente.

Ante todos estos choques adversos, la economía colombiana presentó un ajuste ordenado en sus cuentas internas y externas en 2016. El PIB aumentó 2,0%, cifra menor en 1,1 pp que el crecimiento observado en 2015, debido, principalmente, al ajuste de la demanda interna (0,3%) y al bajo dinamismo en las exportaciones reales. La caída del consumo durable y de la inversión diferente a construcción contribuyó a explicar el comportamiento de la demanda interna. Por su

parte, aunque las exportaciones netas aportaron positivamente al crecimiento, esto obedeció a una caída de las importaciones (-6,2%) que superó el descenso de las ventas externas (-0,9%). El déficit de la cuenta corriente (USD 12.541 millones, equivalentes a 4,4% del PIB) resultó inferior a lo proyectado por el Banco a comienzos de año y a lo registrado en 2015. Este cierre ocurrió principalmente por los menores egresos externos en dólares, en especial por importaciones.

A pesar de la desaceleración en el crecimiento económico, el mercado laboral no ha mostrado cambios significativos. En diciembre de 2016 la tasa de desempleo total nacional y la de las trece áreas metropolitanas (promedio móvil trimestral) se situaron en 8,2% y 9,2%, respectivamente, cifras cercanas a las registradas un año atrás (8,0% y 8,9%) y muy inferiores a sus promedios históricos calculados desde 2001 (11,6% y 12,8%).

El endeudamiento de la economía¹⁹ como porcentaje del PIB, que había alcanzado un nivel históricamente alto en 2015, tendió a estabilizarse en 2016. A lo largo de este último año se observó una desaceleración de la cartera de las empresas que superó el mayor ritmo de crecimiento de las de los hogares, con lo cual el endeudamiento total registró un crecimiento cercano al 1% real. Lo anterior se presentó junto con un incremento en las tasas de interés de crédito en los primeros tres trimestres del año y especialmente en las comerciales, en parte como consecuencia de las alzas en la tasa de interés de referencia. En el último trimestre se estabilizaron e incluso algunas de estas tasas descendieron.

En síntesis, en 2016 la economía colombiana continuó ajustándose a los fuertes choques registrados desde 2014 y el déficit en la cuenta corriente siguió corrigiéndose. La dinámica del producto fue más débil que la proyectada y la inflación descendió, aunque las

¹⁹ Incluye crédito bancario en moneda nacional (M/N) y extranjera (M/E), colocación de bonos en el mercado interno y externo, así como financiación externa directa. No incluye gobierno nacional.

medidas de inflación básica y las expectativas de inflación superaron la meta del 3%.

Para 2017 se esperan mejoras en los términos de intercambio, así como una demanda externa y una inversión pública más dinámicas; por su parte, el consumo y la inversión privada registrarían incrementos bajos. Con esto, para el presente año el equipo técnico proyecta un crecimiento económico similar al de 2016 (2%) y una reducción del déficit en la cuenta corriente (de 4,4% a 3,7% del PIB). Con respecto a los precios, se espera que los efectos de los choques transitorios de oferta que incrementaron la inflación y sus expectativas continúen revirtiéndose; esto último, junto con las medidas de política monetaria implementadas hasta el momento, debería consolidar la convergencia de la inflación a la meta del 3%.

A. Actividad económica

Durante 2016 la economía colombiana continuó en un proceso de ajuste, acorde con los niveles de términos de intercambio más bajos que los de años anteriores. El crecimiento se desaceleró, sobre todo por una importante caída de la inversión y un debilitamiento del consumo, como cabe esperar ante el menor dinamismo del ingreso nacional. Las exportaciones netas, por su parte, tuvieron una contribución positiva al crecimiento debido a la fuerte contracción de las importaciones, mayor que la de las exportaciones. Esto sugiere una importante recomposición de la demanda hacia bienes y servicios locales. Por sectores, los servicios financieros y la construcción fueron los de mayor expansión.

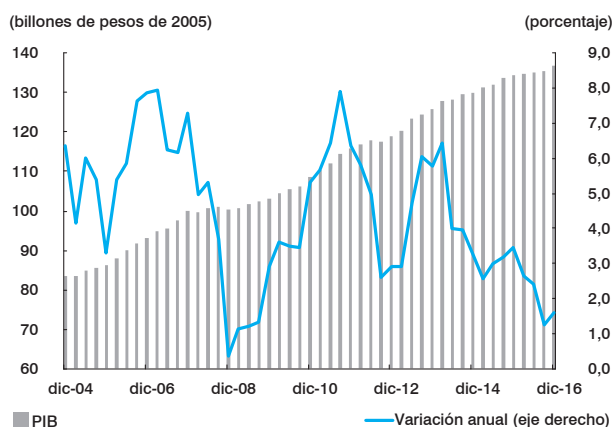
Para 2017 se espera que el proceso de ajuste se consolide, en parte como resultado de las acciones de política monetaria y fiscal adelantadas en el último año y medio. El ritmo de crecimiento deberá ser similar al observado un año atrás, pero con una composición más balanceada entre los diferentes componentes del gasto y entre los bienes y servicios nacionales e importados.

1. Evolución de la actividad económica en 2016

En 2016 se observó una desaceleración del crecimiento económico. Esto sucedió en un contexto donde al proceso de ajuste ordenado de la economía ante la caída de los términos de intercambio desde mediados de 2014, se sumaron choques de oferta (fenómeno de El Niño y el paro en el sector transportador, entre otros), los cuales afectaron los distintos sectores productivos a lo largo del año y llevaron a que la inflación terminara por encima del rango meta de 2016. Así, de acuerdo con las cifras del producto interno bruto (PIB) más recientes publicadas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), en 2016 la economía colombiana se expandió 2,0% anual (Gráfico 7), cifra menor que la registrada en 2015 (3,1%).

La caída en el ritmo de crecimiento en 2016 siguió siendo un proceso gradual, como se desprende del análisis de las cifras trimestrales. Según estas, se registró una desaceleración entre el primer y segundo semestres, pues la demanda interna pasó de crecer 0,9% en la primera mitad del año a -0,3% en la se-

Gráfico 7
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

gunda. La existencia de un régimen de tasa de cambio flexible continuó operando como estabilizador automático, lo que permitió que la economía colombiana absorbiera el choque de manera ordenada. Además, el manejo de las políticas monetaria y fiscal gestó un entorno propicio para que el gasto agregado del país se ajustara coherentemente a una dinámica del ingreso nacional más baja.

Para el año completo la desaceleración se dio principalmente por una contracción de la inversión, aunque el consumo, tanto en su componente privado como en el público, también registró un menor crecimiento (Cuadro 1). En este sentido, con el abaratamiento de los bienes no transables en relación con los transables, el cambio en los precios relativos de la economía propició un deterioro de la demanda de bienes provenientes del exterior,

lo que se vio reflejado en las contracciones de la inversión en maquinaria industrial y equipo de transporte, principalmente, además del consumo de bienes durables, como se detallará más adelante.

Así, la inversión destinada a la compra de maquinaria y equipo para la industria y de equipo de transporte registró caídas importantes a lo largo de todo 2016. Lo anterior fue resultado de la suma de varios factores, entre los que se resaltan: 1) unos bajos precios internacionales del petróleo y del carbón que no fueron rentables para las actividades de explotación y exploración minera, lo que en consecuencia desincentivó la compra de bienes de capital por parte de las firmas del sector; 2) una depreciación acumulada del tipo de cambio que desincentivó la demanda de bienes de capital importados, y 3) un endurecimiento

Cuadro 1
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2015	2016				2016
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
Consumo total	3,6	3,1	2,3	1,1	1,6	2,0
Consumo de hogares	3,5	2,9	2,0	1,2	1,9	2,0
Bienes no durables	3,7	3,4	2,4	1,3	1,0	2,1
Bienes semidurables	2,0	0,6	0,9	(1,2)	(0,2)	0,0
Bienes durables	5,1	(4,8)	(5,6)	(3,5)	11,0	(0,8)
Servicios	3,5	3,6	3,0	2,1	2,1	2,7
Consumo final del Gobierno	5,0	3,9	3,1	0,2	0,2	1,8
Formación bruta de capital	1,2	(3,5)	(5,0)	(6,2)	(3,3)	(4,5)
Formación bruta de capital fijo	1,8	(3,7)	(4,3)	(3,5)	(2,9)	(3,6)
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	(0,7)	6,1	7,4	4,2	(0,7)	4,2
Maquinaria y equipo	(4,1)	(15,1)	(12,3)	(18,7)	(14,0)	(15,1)
Equipo de transporte	0,1	(20,6)	(7,6)	(14,5)	(4,5)	(11,9)
Construcción y edificaciones	2,6	11,3	1,0	10,3	0,6	5,6
Obras civiles	5,3	(0,4)	0,3	4,0	5,7	2,4
Servicios	2,8	3,8	(2,1)	4,6	1,2	1,8
Demanda interna	3,0	1,5	0,4	(1,0)	0,3	0,3
Exportaciones totales	1,2	0,5	1,9	(2,8)	(3,2)	(0,9)
Importaciones totales	1,4	(5,7)	(3,5)	(11,1)	(4,2)	(6,2)
PIB	3,1	2,6	2,4	1,2	1,6	2,0

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de las condiciones de liquidez en el mercado local de crédito por cuenta de la transmisión de los aumentos de la tasa de política monetaria desde septiembre de 2015 hacia las tasas de mercado.

A pesar de lo anterior, y de manera similar a como sucedió en 2015, la inversión en construcción de edificaciones y de obras civiles creció a un ritmo por encima del resto de rubros y contribuyó positivamente a la expansión del PIB en 2016. El desempeño de estos renglones obedeció al impulso que generaron los distintos programas sociales de construcción de vivienda del Gobierno, a los subsidios ofrecidos para la compra de vivienda de estratos medios y bajos, a la ejecución de recursos en distintos proyectos de carreteras y al mayor gasto en infraestructura por parte de los gobiernos regionales y locales, principalmente.

Además de la caída de la formación bruta de capital, el ajuste de la demanda interna

se dio por un menor dinamismo del consumo, tanto de los hogares como del gobierno. En 2016 se registraron desaceleraciones en todos los rubros que componen el consumo privado. Los renglones con menores tasas de crecimiento fueron el consumo de bienes durables y el de semidurables, en parte por la alta participación que tienen los productos importados dentro de estas canastas, y cuya demanda fue afectada por la depreciación acumulada del peso frente al dólar. Para el consumo de bienes no durables y de servicios también se observaron tasas de crecimiento menores que las de 2015, comportamiento afín con la moderación del gasto de los hogares como respuesta a una menor capacidad de compra de sus ingresos en términos reales. La dinámica más baja del consumo público, por su parte, obedeció a la continuación del ajuste del gasto del Gobierno Nacional Central (GNC) tras la caída de los ingresos petroleros, y a un menor

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

	2015	2016				2016
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3,3	0,0	0,4	(0,5)	2,0	0,5
Explotación de minas y canteras	0,6	(4,7)	(6,9)	(6,5)	(8,2)	(6,5)
Industria manufacturera	1,2	4,3	5,1	1,5	1,0	3,0
Electricidad, gas y agua	2,9	2,9	(0,7)	(1,3)	(0,5)	0,1
Construcción	3,9	5,3	0,8	6,8	3,5	4,1
Edificaciones	2,1	10,9	2,8	11,0	0,9	6,0
Obras civiles	5,4	0,4	(0,4)	1,9	5,1	2,4
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	4,1	2,8	1,9	0,8	1,6	1,8
Transporte, almacenamiento y comunicación	1,4	0,9	0,2	(1,5)	(0,1)	(0,1)
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	4,3	5,0	5,4	4,4	5,0	5,0
Servicios sociales, comunales y personales	2,9	3,5	3,2	1,3	0,9	2,2
Subtotal valor agregado	3,0	2,7	2,2	1,3	1,5	1,9
Impuestos menos subsidios	4,0	1,3	4,1	0,4	2,8	2,2
PIB	3,1	2,6	2,4	1,2	1,6	2,0

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

nivel de ejecución de los gobiernos regionales y locales, siendo esto último un fenómeno usual durante el primer año de su ciclo político, como se confirmó en esta oportunidad.

Los resultados de las cuentas de comercio exterior revelaron que en 2016 se corrigió parcialmente el déficit de la balanza comercial en pesos reales. Esto sucedió por una contracción de las importaciones (afín con el comportamiento descrito de la demanda interna por bienes importados), más que por un buen desempeño de las exportaciones. En efecto, el año pasado las importaciones cayeron 6,2% anual, mientras que las exportaciones lo hicieron un 0,9% (Cuadro 1). El aporte de las exportaciones netas al crecimiento del PIB fue incremental entre semestres.

A la contracción de las compras al resto del mundo contribuyeron las caídas en importaciones de bienes de capital, en particular de maquinaria y equipo para la industria y de equipo de transporte, principalmente, así como con las menores importaciones de productos refinados del petróleo, esto relacionado con la entrada en operación de la Refinería de Cartagena (Reficar). El mal desempeño de las exportaciones estuvo ligado con el comportamiento de la producción y ventas al exterior de petróleo crudo, principalmente. Si bien las exportaciones de carbón y de café repuntaron hacia finales de 2016, en el agregado del año contribuyeron poco a la expansión del PIB.

Por el lado de la oferta, los sectores que más crecieron durante 2016 fueron los servicios financieros (5,0%), la construcción (4,1%) y la industria (3,0%). Por el contrario, la minería (-6,5%) fue la rama que mostró la mayor contracción, seguida de transporte (-0,1%). Electricidad, gas y agua (0,1%) y la agricultura (0,5%) presentaron un comportamiento débil. Es importante mencionar que el deterioro en varios de estos sectores se explica, en parte, por un efecto rezagado del fenómeno de El Niño y por el significativo choque de oferta debido al paro camionero (Cuadro 2).

Excepto por los servicios financieros y la industria, las diferentes ramas de actividad

reportaron una expansión inferior al promedio de la última década, evidenciando una desaceleración generalizada que hace parte del ajuste a los más bajos términos de intercambio, pero también a la presencia de varios choques negativos de oferta en 2016. Lo anterior, acompañado de una débil demanda de nuestros socios comerciales, limitó el efecto esperado de la depreciación acumulada sobre las actividades transables. En efecto, para 2016 el PIB de las actividades transables mostró una expansión nula frente al 1,4% de un año atrás; sin embargo, al excluir la minería, el PIB de dichas actividades creció 1,5% (1,7% en 2015). Adicionalmente, el PIB de las ramas no transables también mostró una desaceleración de 4,1% en 2015 a 3,2% en 2016.

Los servicios financieros mostraron un dinamismo importante, dada su participación en el PIB (19,6%). Este sector siguió siendo, como viene sucediendo desde hace varios años, uno de los que más aportó a la expansión de la economía. El total sectorial mostró una expansión de 5,0%, que se explica, principalmente, por un crecimiento de 11,1% de la intermediación financiera y por un aumento del 3,2% en las actividades inmobiliarias y de alquiler de vivienda.

El dinamismo de la construcción se explicó, principalmente, por el buen comportamiento de la destinada a las edificaciones (6,0%). Esto obedece a un significativo aumento de las edificaciones no residenciales y de las actividades de mantenimiento y reparación. Por el lado de las obras civiles (2,4%), es importante señalar que el componente de carreteras y de otras obras de ingeniería impulsó el subsector y contrarrestó la caída de las construcciones destinadas a la minería. Los pagos realizados por las entidades territoriales explican gran parte de la contribución de este subsector al crecimiento de la economía colombiana.

Aunque de nuevo la industria manufacturera reportó un desempeño positivo, debe señalarse que también sufrió el impacto negativo del paro camionero en el tercer trimestre. Para el año completo, su expansión obedeció

principalmente al buen comportamiento de la refinación de petróleo por la apertura de Reficar (23,2%). Así, mientras el total sectorial creció 3,0%, al excluir la refinación de petróleo, las manufacturas restantes presentaron una escasa expansión de 0,6%.

En contraste, la minería mostró una fuerte contracción en 2016, liderada principalmente por las importantes caídas de la producción de petróleo (-11,1%), que se situó en 885,7 miles de barriles diarios. Esto contrarrestó el buen comportamiento de la producción de carbón, los minerales no metálicos y los metálicos.

La actividad agrícola presentó un comportamiento débil y creció 0,5% en 2016, en parte por el efecto negativo del fenómeno de El Niño. Este resultado se debe a la disminución anual de 0,3% de la producción de café y por la caída de los cultivos permanentes y del sacrificio de animales. Por el contrario, los cultivos transitorios mostraron un buen desempeño, donde se destacan los grupos de cereales y de legumbres.

Los suministros de electricidad, gas y agua también mostraron un crecimiento casi nulo, lo que se explica por el impacto del fenómeno de El Niño. Este evento climático condujo a las autoridades nacionales y territoriales a promover programas de ahorro de energía y agua. Además, durante el segundo y tercer trimestres el paro camionero que afectó el comportamiento de varias ramas de actividad también golpeó la demanda de energía, en especial la no regulada.

Por último, la actividad de transporte mostró una contracción de 0,1%, lo que estuvo relacionado con la caída de la oferta transportable debido al menor ritmo de la actividad económica, y con los efectos del paro camionero de mitad de año sobre el resto de la economía.

2. *Perspectivas de la actividad económica para 2017*

Dada la magnitud del choque de términos de intercambio y sus efectos sobre la dinámica

del ingreso nacional, el proceso de ajuste de la economía colombiana deberá completarse en 2017, razón por la cual el equipo técnico del Banco de la República espera un crecimiento similar al observado en 2016, aunque más balanceado entre sus componentes. La demanda interna registraría un crecimiento positivo, superior al del año anterior, aunque nuevamente inferior al del potencial de la economía. Algunos factores que podrían contribuir a la expansión del PIB estarían relacionados con un contexto internacional un poco más favorable, con la disipación de los choques de oferta que afectaron la economía el año pasado, y con un aporte algo mayor de la demanda pública, gracias a la mayor disponibilidad de recursos que debe aportar la reforma tributaria. No obstante, en contra del crecimiento de 2017 podría mencionarse una alta incertidumbre económica, así como los efectos negativos de dicha reforma sobre el ingreso disponible de los hogares. Para 2017 se espera que las importaciones recuperen dinamismo, en contraste con lo registrado en 2016 y afín con las perspectivas de una demanda interna en la que la inversión tendría más protagonismo y, por tanto, sería más intensiva en bienes provenientes del exterior.

Con respecto al contexto internacional, si bien algunos factores externos podrían significar algún impulso adicional al crecimiento del PIB, aún no es clara la manera como la economía colombiana aprovechará dicha mejoría. En primer lugar, para 2017 se espera una leve recuperación de la demanda de nuestros principales socios comerciales, aunque esta seguiría siendo baja, en comparación con los registros de la década más reciente. A este nivel, un riesgo a la baja sería la posibilidad de una política comercial más proteccionista en los Estados Unidos, lo que podría generar un entorno de mayor competencia y de mayor oferta de bienes manufacturados y de servicios transables en la región, dificultando la expansión comercial de las firmas nacionales productoras de este tipo de bienes (véase el capítulo I). En segundo lugar, para 2017 se pronostica un incremento del nivel de los

precios internacionales de los bienes tradicionales que componen la canasta exportadora de Colombia. A pesar de que esto mejoraría los términos de intercambio del país, los efectos reales sobre el ingreso nacional y sobre la demanda interna se sentirían tarde en el año y dependerán de la disposición y capacidad de gasto e inversión de los agentes de la economía. Finalmente, el cambio de postura de la política monetaria en distintas economías desarrolladas podría suponer una reducción y encarecimiento del financiamiento externo. Todo lo anterior permite pensar en un desempeño moderado de la demanda interna para 2017, pero mayor que el observado en 2016.

El pronóstico de crecimiento del PIB presentado en este *Informe* también depende de los supuestos del contexto interno. Se espera que en el año en curso se disipen por completo los efectos negativos de los choques de oferta (fenómeno de El Niño y el paro transportador) sobre los precios y la producción observados el año pasado. Adicionalmente, las previsiones del equipo técnico para 2017 contemplan una expansión del consumo público similar a la registrada en 2016. Lo anterior supone que la entrada en vigencia de la reforma tributaria represente mayores recursos para el GNC, de manera que no sería necesario un ajuste adicional del gasto para cumplir con la meta de déficit fiscal que permite la regla fiscal para 2017. Además, se espera un mayor nivel de ejecución de recursos por parte de los gobiernos regionales y locales en su segundo año de legislación.

Otro supuesto clave es el de una expansión importante de la formación bruta de capital relacionada con obras civiles, la cual contribuiría positivamente al crecimiento del PIB de 2017, incluso en una mayor magnitud que la registrada el año pasado. Para este año se espera que se afiance el gasto en los proyectos de infraestructura vial, en particular de aquellos correspondientes a las autopistas de cuarta generación (4G). La inversión en construcción de edificaciones también registraría expansiones, aunque menores en magnitud que las de las obras civiles. Para la construcción

residencial, la consolidación de los programas de vivienda social y los subsidios para la compra de vivienda en estratos medios y bajos por parte del Gobierno, impulsaría el crecimiento de este componente de la formación bruta de capital.

Con respecto a la inversión privada, aparte de la construcción, en 2017 se espera un crecimiento positivo, que contrastaría con las importantes caídas de todo el año pasado, pero que estarían por debajo del ritmo de expansión observado en promedio para el quinquenio 2010-2015. El gasto en formación bruta de capital de maquinaria industrial y de equipo de transporte, que es intensivo en bienes de capital provenientes del exterior, aumentaría a tasas bajas. Es importante señalar que los pronósticos del equipo técnico suponen que los beneficios tributarios a las empresas contemplados en la reforma tendrían efectos reales sobre la inversión en el mediano y largo plazos, es decir, principalmente a partir de 2018.

Para el gasto en consumo privado se prevé un crecimiento bajo, algo menor que el observado en 2016. Si bien se espera que la inflación a la baja signifique algún alivio sobre el poder adquisitivo del ingreso de las familias, es probable que el incremento del IVA afecte la capacidad de compra de los hogares en el año vía un incremento en el nivel de precios de la economía. Por otro lado, los bajos niveles de confianza de los hogares observados a comienzos de año afectarían sus planes de consumo hacia el mediano plazo. Es preciso recalcar que para 2017 no se espera un deterioro excesivo de las condiciones del mercado laboral, pero tampoco una elevada creación de puestos de trabajo, en concordancia con una actividad económica poco dinámica. Así las cosas, el equipo técnico prevé un crecimiento modesto de los rubros que componen el consumo, en particular de aquel destinado a la compra de bienes durables y semidurables.

Finalmente, en 2017 las exportaciones netas no aportarían significativamente a la expansión del PIB, a pesar de las condiciones externas más favorables. En primer lugar, si

bien se contemplan aumentos en los precios internacionales de los bienes básicos de origen minero, estos aún no se corresponderían con incrementos importantes en las cantidades exportadas de los mismos. Así, las ventas al exterior de bienes tradicionales en pesos constantes se mantendrían estancadas en los niveles alcanzados el año pasado. Por su parte, las de bienes no tradicionales tampoco tendrán un desempeño sobresaliente, por las razones señaladas arriba. En segundo lugar, las importaciones registrarían un crecimiento positivo, mayor que el de la demanda interna, y que contrastaría con la fuerte caída de 2016.

Por el lado de la oferta, aunque la depreciación acumulada del peso ha estimulado la producción de varios sectores transables en 2016, su dinamismo cedió hacia finales del año debido al debilitamiento de la demanda proveniente de los socios comerciales, como ya se mencionó. Sin embargo, para 2017 se prevé que continúe el proceso de recomposición del gasto en favor de bienes y servicios producidos en el país, como resultado de las mejoras en la competitividad derivadas de la depreciación acumulada, de los esfuerzos por expandir los mercados de los productos nacionales y de la inversión en bienes de capital realizadas en años anteriores, lo cual dependerá también del comportamiento de la demanda por parte de los socios comerciales.

Se espera que en 2017 la producción transable siga recuperándose, en parte por los efectos de la depreciación y recomposición de la producción hacia los bienes locales; además, no se esperan nuevas caídas de la producción minera, como en el caso del petróleo. También, se prevé que la mejora en los precios internacionales de los bienes básicos estimule el comportamiento de los flujos de capital y la inversión en actividades transables, como la minería.

Como se mencionó, se estima que los programas del Gobierno para edificaciones y el cronograma de las obras civiles de 4G estimulen la producción no transable y contribuyan de manera importante al crecimiento de este y el próximo año. Cabe señalar que esta

rama tiene encadenamientos productivos con sectores como la industria y el transporte, lo que impulsaría con fuerza la expansión del agregado nacional.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, la proyección del equipo técnico del Banco de la República sugiere que en 2017 el crecimiento del PIB se ubicaría entre 0,7% y 2,7%, con 2,0% como cifra más probable en el escenario central. La amplitud es elevada y el rango está sesgado hacia la parte baja del intervalo, con lo que se quiere comunicar la posibilidad de un desempeño mediocre de la economía colombiana para el año en curso.

B. Mercado laboral

En términos generales, a pesar de la desaceleración económica observada en 2016, el mercado laboral no se deterioró, y su desempeño fue algo mejor que el esperado. De manera particular, la tasa de desempleo (TD) nacional se mantuvo relativamente estable durante el año, hecho que se explica por la disminución simultánea de la oferta y la demanda en el mercado laboral. Aunque se observó un aumento de la TD en las ciudades, se presentó una reducción en las zonas rurales. Por otro lado, los niveles de empleo se incrementaron levemente, y los indicadores relacionados con su calidad presentaron mejoras, aunque más modestas que en años anteriores.

Las series del mercado laboral presentan estacionalidad, es decir que sus valores son sistemáticamente más altos o 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. Por tal razón, las series que se presentan en esta sección son desestacionalizadas.

1. Desempleo

De acuerdo con la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), la TD se mantuvo estable durante 2016. En particular,

las series trimestre móvil²⁰ muestran una leve tendencia ascendente en la TD para las trece principales áreas metropolitanas, en especial desde el segundo semestre de 2016. En cuanto a las zonas rurales²¹, la TD cerró el año con una tendencia decreciente y niveles inferiores a los observados un año atrás. Como resultado, la TD nacional prácticamente no aumentó durante 2016 (Gráfico 8).

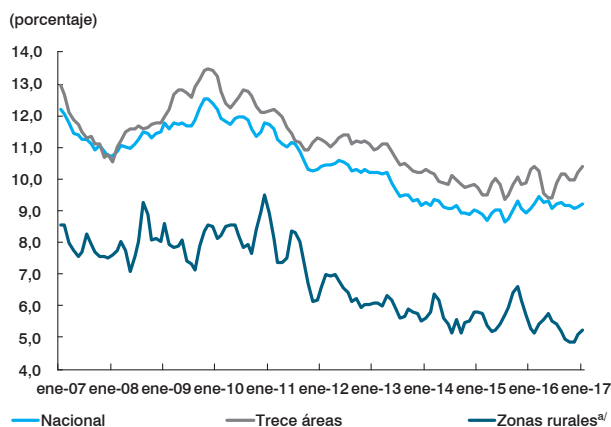
2. Oferta y demanda de trabajo

El comportamiento del desempleo puede explicarse a partir de la interacción entre la oferta laboral, representada por la tasa global de participación (TGP), y la demanda, expresada por la tasa de ocupación (TO). Durante 2016 la TGP y la TO de las trece áreas presentaron disminuciones con respecto a sus niveles de 2015 (Gráfico 9). Como consecuencia, la TD se mantuvo estable. Pese a la desaceleración de la economía,

²⁰ Las series trimestre móvil tienen errores menores con respecto a las series mensuales, por lo que presentan una menor incertidumbre.

²¹ La categoría “zonas rurales” hace referencia al dominio geográfico “centros poblados y rural disperso”, definido por el DANE.

Gráfico 8
Tasa de desempleo
(trimestre móvil desestacionalizado)

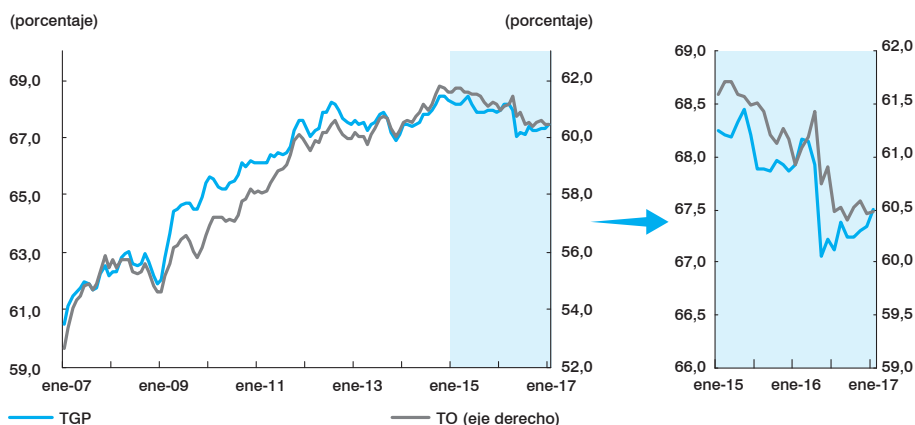


a/ La categoría “zonas rurales” hace referencia al dominio geográfico “centros poblados y rural disperso” definido por el DANE. Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

el empleo tuvo un leve aumento (0,3% en promedio durante el año), aunque menos que la población en edad de trabajar, lo que explica la disminución en la TO (Gráfico 10).

Al desagregar por rama de actividad económica, se observa que, en promedio, durante 2016 la creación de empleo en las trece áreas

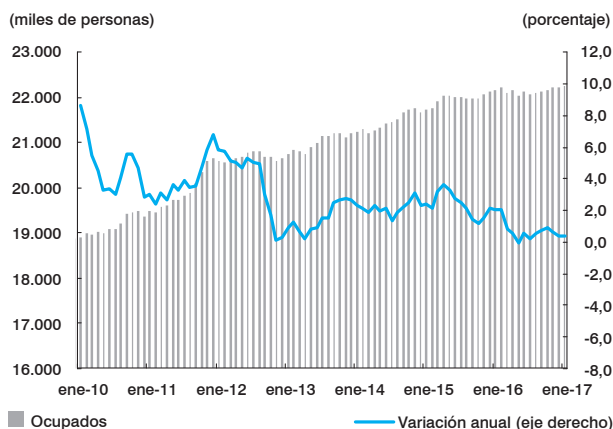
Gráfico 9
Tasa global de participación (TGP) y tasa de ocupación (TO)
(desestacionalizadas, 13 áreas)



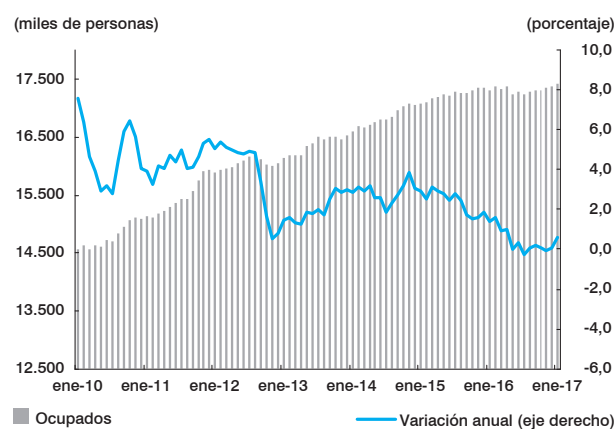
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 10
Número de ocupados y variación anual
(trimestre móvil desestacionalizado)

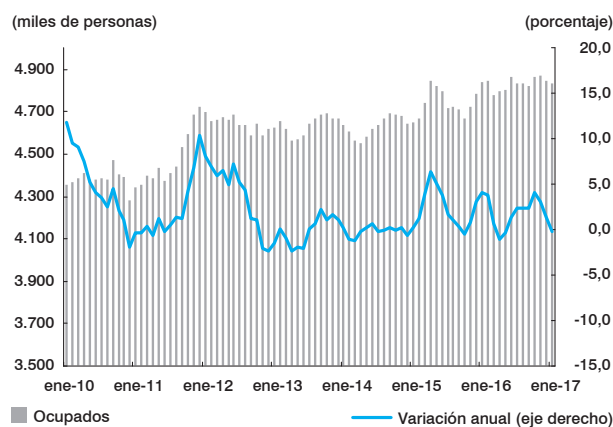
A. Total nacional



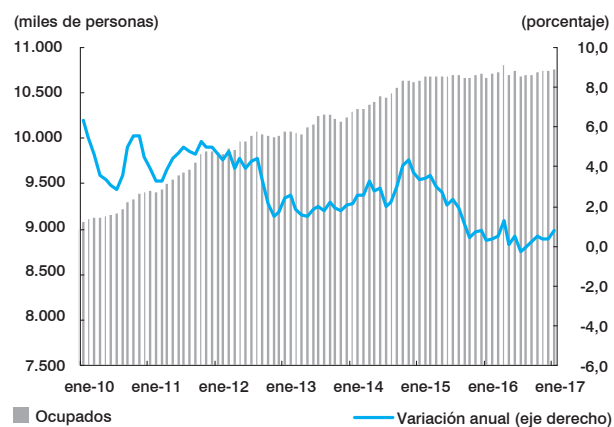
B. Cabeceras urbanas



C. Zonas rurales^{a/}



D. Trece principales áreas metropolitanas



a/ La categoría “zonas rurales” hace referencia al dominio geográfico “centros poblados y rural disperso” definido por el DANE.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

fue impulsada por el sector de intermediación financiera, la industria manufacturera y el sector de comercio, hoteles y restaurantes. Entre las ramas que restaron a la generación de empleo en 2016 de forma significativa se encuentran el sector de servicios comunales, sociales y personales, y el de explotación de minas y canteras.

3. Calidad del empleo y condiciones del mercado laboral

En términos generales, los indicadores de calidad del empleo se mantuvieron durante 2016, pese al menor dinamismo de la economía y del mercado laboral observado en el año. Ello en razón a que el número de empleados

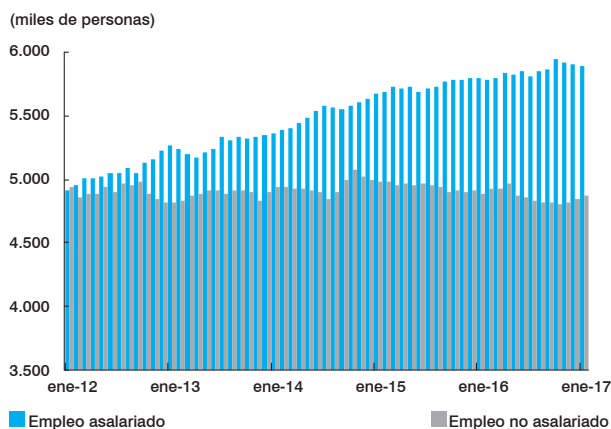
asalariados aumentó y la formalidad se mantuvo prácticamente estable. Los incrementos de la formalidad y del empleo asalariado suelen asociarse con avances en materia de calidad del empleo, puesto que los trabajadores de este tipo disfrutaban de una mayor estabilidad laboral, remuneraciones más altas y un mayor acceso al crédito, factores que, a su vez, impulsan la confianza y el consumo de los hogares.

La mayoría del empleo generado a lo largo de 2016 en las trece áreas fue asalariado, mientras que el no asalariado ha venido decreciendo de forma importante. En este período para las trece áreas el número de asalariados aumentó en promedio 2,0% anual, mientras que el no asalariado cayó 1,6% anual (Gráfico 11). Por su parte, al último trimestre de 2016 el porcentaje de trabajadores formales de las trece áreas se ubicaba en 52,5%, valor 0,3 pp inferior al observado en el mismo período de un año atrás.

4. Costos laborales y salariales

Durante 2016 los ajustes salariales continuaron siendo heterogéneos. Puede afirmarse que en algunos casos estos fueron relativamente consistentes con la meta de inflación. Tal es

Gráfico 11
Empleo por tipo de ocupación
(Trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)

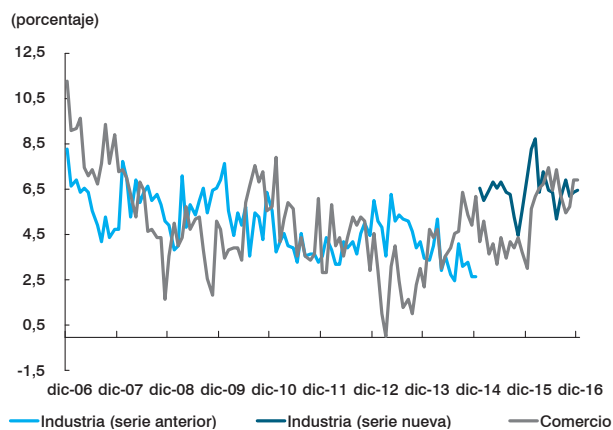


Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

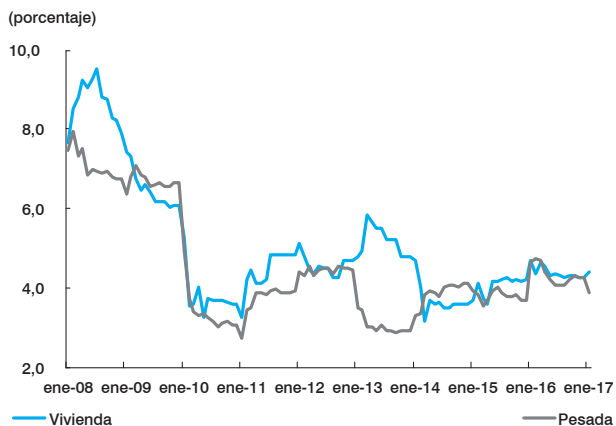
el caso de la construcción pesada y de vivienda, que registraron una expansión anual promedio de 4,3% y 4,4%, respectivamente. Sin embargo, en casos como el comercio (con un aumento promedio del 6,4% anual) y la industria (con un aumento promedio anual del 6,7%) los incrementos fueron significativamente mayores e incluso superaron la inflación observada en 2015 y 2016 (Gráfico 12, paneles A y B).

Gráfico 12
Índice de salarios nominales
(variación anual)

A. Industria y comercio



B. Construcción pesada y de vivienda



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

5. *Expectativas para 2017*

El débil desempeño de la actividad económica proyectado para 2017 hace prever que la dinámica de los indicadores del mercado laboral puede deteriorarse. De manera particular, la TD podría aumentar y los indicadores de calidad del empleo, que mostraron avances en 2015 y no desmejoraron en 2016, podrían empezar a mostrar señales de empeoramiento.

En relación con los salarios, no se descarta que, pese al posible deterioro de las condiciones del mercado laboral, estos se sigan ajustando a tasas superiores a la meta de inflación. Esto debido a que los salarios en Colombia se han caracterizado por tener una alta indexación respecto a la inflación pasada, y porque, en esta oportunidad, el salario mínimo se incrementó 7%. Cabe señalar que el salario mínimo es un importante referente para la formación de los otros salarios de la economía. En estas circunstancias podrían presentarse algunas presiones alcistas sobre los precios, originadas en los costos laborales.

C. *Inflación*

Tras dos años de incrementos continuos como consecuencia del impacto de diversos choques de oferta (El Niño y la depreciación del peso, principalmente), la inflación anual al consumidor empezó a descender en la segunda mitad de 2016. Esta disminución ha sido, en buena parte, el resultado de la desaparición de los efectos alcistas directos de dichos choques, corroborando su naturaleza transitoria. A ello también han contribuido las acciones de política monetaria, que han contenido parcialmente los efectos de segunda ronda sobre los precios que tales fenómenos usualmente conllevan, sobre todo al limitar el aumento de las expectativas.

Las acciones de política realizadas entre 2015 y 2016, junto con la disolución de los choques de oferta, deberían consolidar la convergencia de la inflación a la meta del 3%. Esto implica que las presiones por cuenta de una mayor indexación y de los costos salaria-

les más altos tenderán a reducirse gradualmente, algo que resulta factible en la medida en que se anticipa un crecimiento económico bajo, con un nivel de producto inferior al que se podría alcanzar con la plena utilización de la capacidad productiva.

1. *La inflación en 2016*

Durante 2016 los precios al consumidor en Colombia continuaron fuertemente influenciados por los choques de oferta que se presentaron desde finales de 2014. En primer lugar, por el fenómeno de El Niño que empezó a hacer presencia en la segunda mitad de 2015 y, en segundo lugar, por la depreciación del peso que se inició en el segundo semestre de 2014 y se prolongó hasta el primer trimestre de 2016. En la segunda mitad del año los efectos alcistas originados en estos fenómenos comenzaron a diluirse y esto, junto con los efectos de la política monetaria, permitió el descenso de la inflación, la cual retomó una senda de convergencia gradual hacia la meta establecida por la JDBR (3%).

Como venía sucediendo desde 2015, estos choques no solo impactaron los precios al consumidor de manera directa sino también mediante los efectos de segunda ronda asociados con los aumentos de las expectativas de inflación, la activación de diversos mecanismos de indexación y los reajustes salariales, entre otros. Debido a los rezagos con los que opera la política monetaria, los aumentos de la tasa de interés de intervención entre septiembre de 2015 y julio de 2016, que han buscado reducir la inflación por medio de distintos canales, empezaron a tener impacto, sobre todo, en las expectativas de inflación. Como se puede ver en el Gráfico 13, desde finales de 2015, tras el inicio del proceso de ajuste de la postura de política y a pesar de que la inflación observada siguió aumentando, las expectativas a doce meses y más tendieron a estabilizarse. Asimismo, los incrementos en la tasa de interés contribuyeron a disminuir las presiones alcistas que existían sobre la tasa de cambio y ayudaron a sintonizar la demanda

interna con una evolución del ingreso nacional más lenta, después de la caída de los términos de intercambio.

Dada la dinámica de los choques, la inflación anual al consumidor presentó dos fases en 2016. En la primera de ellas, enero-julio, se siguieron recibiendo sus efectos alcistas, los cuales generaron una marcada tendencia ascendente. En la segunda, a partir de agosto, la inflación mostró un descenso significativo gracias a que comenzaron a desvanecerse los efectos de dichos choques, algo que resultó favorecido por las acciones de política adoptadas desde 2015. De esta forma, y después de haber alcanzado en julio (8,97%) el nivel máximo de los últimos dieciséis años, la inflación anual cerró el año en 5,75%, un nivel inferior al registrado en diciembre de 2015 (6,77%) (Gráfico 13 y Cuadro 3).

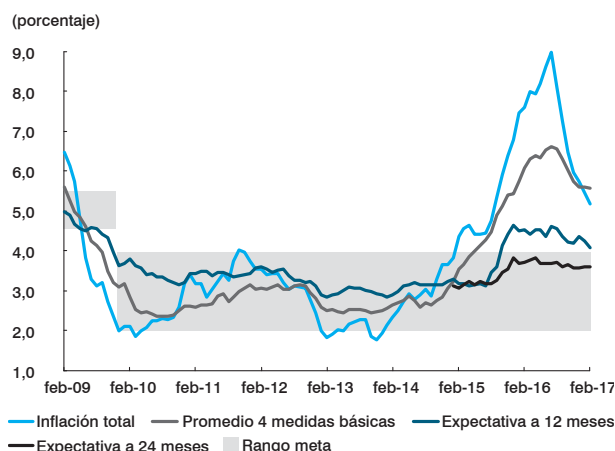
La principal fuente de presiones inflacionarias en 2016 fue el fenómeno de El Niño, que impactó principalmente a los precios de los alimentos y de la energía, por lo menos en lo que a sus efectos directos se refiere. En el caso de alimentos, dicho fenómeno climático produjo alteraciones de la oferta agropecuaria y comenzó a reflejarse en los precios desde la segunda mitad de 2015. En 2016 las alzas continuaron con intensidad hasta el mes de abril, aproximadamente, y estuvieron concentradas en los precios de los alimentos perecederos. Luego, el paro camionero de junio y julio, al afectar el abastecimiento de alimentos, junto con aumentos en precios de la carne de res por razones atribuibles al ciclo ganadero (fase de retención), tendieron a exacerbar estas presiones, por lo menos hasta julio, cuando la variación anual de alimentos alcanzó un máximo de 15,71%.

A partir de agosto, una vez superado el paro camionero y cuando las condiciones climáticas retornaron a su normalidad, la oferta agropecuaria empezó a recuperarse y, con ella, tendieron a revertirse gradualmente las alzas en los precios de los alimentos perecederos de trimestres anteriores. Este ha sido un comportamiento usual en eventos posteriores a El Niño, y en esta oportunidad se tradujo en

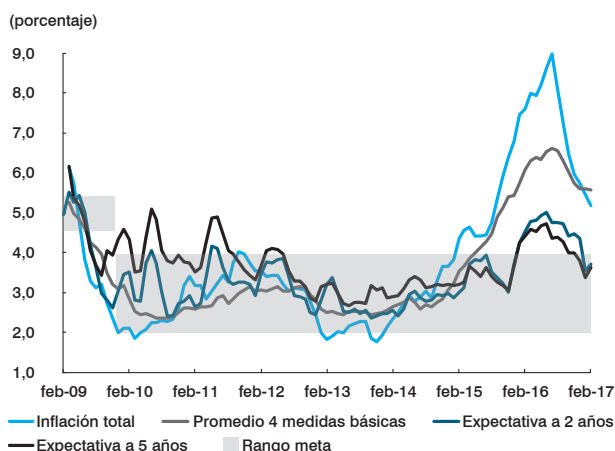
Gráfico 13

Inflación total al consumidor, inflación básica y expectativas de inflación

A. Expectativas de la encuesta mensual a analistas financieros



B. Expectativas derivadas de los TES (BEI)



Fuentes: DANE y Banco de la República.

un rápido descenso, pero afín con lo previsto, de la variación anual del IPC de alimentos en el segundo semestre del año para situarse en 5,97% en diciembre. Ello explicó buena parte de la caída de la inflación anual al consumidor en los últimos dos trimestres.

Por su parte, la depreciación del peso que se acumuló en el año y medio anteriores siguió transmitiéndose a los precios al consumidor,

Cuadro 3
Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica
(porcentaje)

Descripción	Ponderación	Dic-15	Mar-16	Jun-16	Sep-16	Dic-16	Ene-17	Feb-17
Total	100,00	6,77	7,98	8,60	7,27	5,75	5,47	5,18
Sin alimentos	71,79	5,17	6,20	6,31	5,92	5,14	5,26	5,17
Transables	26	7,09	7,38	7,90	7,20	5,31	5,37	5,75
No transables	30,52	4,21	4,83	4,97	4,85	4,85	4,83	5,06
Regulados	15,26	4,28	7,24	6,71	6,19	5,44	5,93	4,55
Alimentos	28,21	10,85	12,35	14,28	10,61	7,22	5,97	5,21
Perecederos	3,88	26,03	27,09	34,94	6,66	(6,63)	(10,15)	(9,60)
Procesados	16,26	9,62	10,83	12,09	12,56	10,74	9,38	7,69
Comidas fuera del hogar	8,07	5,95	7,53	8,11	9,18	8,54	9,26	9,31
Indicadores de inflación básica								
Sin alimentos		5,17	6,20	6,31	5,92	5,14	5,26	5,17
Núcleo 20		5,22	6,48	6,82	6,73	6,18	6,18	6,03
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos		5,93	6,57	6,77	6,65	6,03	5,95	5,74
Inflación sin alimentos ni regulados		5,42	5,91	6,20	5,84	5,05	5,06	5,35
Promedio de los indicadores de inflación básica		5,43	6,29	6,52	6,29	5,60	5,61	5,57

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

sobre todo durante la primera mitad de 2016. La depreciación no solo impactó los precios de los bienes y servicios transables, que son los más afectados por las variaciones del tipo de cambio, sino también los de un amplio conjunto de otros ítems de la canasta del consumidor, mediante diferentes canales, incluyendo el de costos. No obstante, a partir del tercer trimestre, y en parte gracias a la mayor estabilidad del tipo de cambio, se hizo evidente que dichas presiones cedían sustancialmente y que los precios más afectados empezaban a mostrar ajustes más moderados que en trimestres anteriores, contribuyendo a reducir la inflación total.

En el caso particular del IPC transable sin alimentos ni regulados, el agregado más sensible a las variaciones del tipo de cambio, durante el primer semestre del año se siguieron presentando alzas que condujeron a la variación anual de este índice a 7,90% en junio

de 2016 (frente a 7,1% de finales de 2015). Conviene aclarar, sin embargo, que con respecto a esta canasta y a otros segmentos del índice de precios al consumidor (IPC) afectados directamente por el tipo de cambio, el grueso de la transmisión de la depreciación se presentó en 2015. Para 2016 la transmisión se moderó y durante el segundo semestre empezó a declinar a un ritmo más rápido que lo que se tenía previsto. Así, por ejemplo, para diciembre la variación anual del IPC de transables sin alimentos ni regulados cayó a 5,3% (Cuadro 3).

El comportamiento de los precios de los alimentos y de los transables en la segunda mitad de 2016 corrobora las previsiones sobre el carácter transitorio de los choques que enfrentó la inflación a partir del segundo semestre de 2015 y hasta la primera mitad de 2016. No obstante, estos choques han dejado efectos permanentes de alguna consideración

sobre el proceso de formación de precios, y han tendido a aumentar en algún grado la inercia inflacionaria.

El IPC de no transables sin alimentos ni regulados registró un aumento en su variación anual a comienzos de año y osciló entre 4,8% y 5,0% a partir de febrero. En principio, estos precios están afectados por el comportamiento de la demanda, por la inflación pasada por medio de algunos mecanismos de indexación, y por choques en los costos de producción. En esta ocasión el aumento obedeció fundamentalmente a la indexación y a las presiones de costos, ya que la demanda se debilitó y la brecha del producto se mantuvo en terreno negativo a lo largo del año, sugiriendo la existencia de excesos de capacidad productiva en la economía.

Segmentos de esta subcanasta intensivos en trabajo, como la educación y la salud, por ejemplo (matrícula, pensiones, consulta médica general y medicina especializada, entre otros), presentaron alzas significativas a lo largo de todo el año, y su variación anual a finales de este superaba el 6,0%. Este comportamiento, que se deriva de factores como el aumento de los salarios por encima del 6,0% (véase la sección anterior), la presencia de expectativas de inflación superiores a la meta y la activación de mecanismos de indexación, sugiere un aumento de la inercia inflacionaria y la presencia de efectos de segunda ronda como resultado de los choques transitorios de oferta que se presentaron en los últimos dos años. La debilidad de la demanda interna no compensó plenamente estas presiones alcistas.

Por último, el IPC de regulados mantuvo en 2016 ajustes anuales superiores al techo del rango meta y, además, aumentó frente a lo observado un año atrás (Cuadro 3). Al igual que en alimentos, también influyó el factor climático que condujo a alzas importantes en las tarifas de energía eléctrica y gas domiciliario, en especial durante la primera mitad del año. Además, hubo otras presiones alcistas como: 1) el incremento del precio internacional del petróleo desde los niveles mínimos que alcanzó a comienzos de año, lo que obligó a reajustes

en el precio interno de los combustibles; 2) la activación de mecanismos de indexación, y 3) las presiones de costos salariales.

2. *Perspectivas para 2017*

Para 2017 se espera que la inflación al consumidor continúe disminuyendo. Los efectos de los choques de oferta por la depreciación acumulada del peso de los años anteriores y por el fenómeno de El Niño deberán terminar de desvanecerse este año, sobre todo en el primer semestre, contribuyendo de manera importante a la caída de la inflación. A lo anterior se suma un crecimiento modesto esperado para la demanda, lo que debe limitar los ajustes de precios. Ambas circunstancias, junto con las acciones de política monetaria adoptadas desde 2015, facilitarán la desactivación de los mecanismos de indexación y la reducción de las expectativas, lo que también favorece la convergencia de la inflación a la meta.

Las cifras observadas para los dos primeros meses del año han ido en línea con estas previsiones y a febrero, la inflación anual se situó en 5,18%. Como se esperaba, el grueso de la caída se ha concentrado en el IPC de alimentos, confirmando que los efectos de los problemas climáticos han seguido desapareciendo gradualmente. Se espera que esta tendencia se mantenga en lo que resta del primer semestre.

Los efectos de la depreciación acumulada del pasado también continuaron diluyéndose a comienzos del 2017, según se infiere de los cálculos efectuados por el equipo técnico del Banco de la República. Sin embargo, esto no se ha traducido en una disminución de la variación anual del IPC de transables, el más sensible a esta variable, dados los efectos alcistas que ha tenido la aplicación de la nueva reforma tributaria y la entrada en vigencia de la ley de licores. El IPC de transables es el segmento de la canasta del consumidor que recibe el mayor impacto por estas disposiciones. Otros segmentos del IPC, como los no transables (sin alimentos ni regulados) y los regulados, también habrían registrado algunas

alzas relacionadas con los cambios en los impuestos indirectos, pero de menor cuantía.

En general, se espera que aquella reforma se traduzca en un aumento sobre el nivel del IPC de entre 50 y 100 pb, según estimaciones del equipo técnico del Banco de la República y de diversos analistas en el mercado. Los cambios en los impuestos indirectos suelen ser choques de una sola vez en el nivel de precios de la economía y, por tanto, afectan de manera transitoria la inflación anual por un período de un año, de tal manera que se espera que su efecto desaparezca en los primeros meses de 2018.

Así las cosas, la reducción de la inflación en 2017 deberá ser significativa, aunque tendería a estar concentrada más en el primer semestre que en el segundo. Se esperan disminuciones sobre todo en alimentos, así como en transables (sin alimentos ni regulados) y un poco menos en regulados. Para no transables, la indexación y los ajustes en los costos salariales aplazarían su descenso para el próximo año, a pesar de las escasas presiones de demanda que se anticipan. Hacia comienzos de 2018 se espera una disminución de la inflación total, una vez pase el impacto del cambio en los impuestos indirectos.

Estos pronósticos enfrentan riesgos al alza si los efectos de segunda ronda derivados de los choques de oferta que ha enfrentado la economía no se atenúan conforme a lo esperado. Es el caso de la indexación a tasas significativamente altas en relación con la meta, algo de lo cual ya sucedió en los rubros de educación y salud en el primer bimestre, pero que podría ser más extendido que lo previsto. También, es posible que el aumento del salario mínimo de 7,0% derive en incrementos de los costos laborales y que esto, a su vez, induzca reajustes generalizados de precios a tasas muy superiores a la meta. Por último, es posible que las expectativas de inflación se resistan a converger a la meta de inflación, o que incluso aumenten algo, estimuladas por el choque de la reforma tributaria, entre otros factores.

Con respecto a esto último, sin embargo, una buena noticia a febrero ha sido que

las diferentes mediciones de expectativas de inflación han reflejado el carácter transitorio de los aumentos de precios asociados con el choque impositivo. Las expectativas obtenidas de la encuesta mensual realizada a analistas del mercado financiero por parte del Banco de la República a comienzos de febrero mostraba que los encuestados esperan una inflación de 4,61% a diciembre de este año, algo ligeramente mayor que lo estimado a finales de 2016. Las expectativas a doce y veinticuatro meses no tuvieron cambios de consideración y a febrero se situaron en 4,10% y 3,61%, respectivamente. Algo similar sucedió con aquellas derivadas de los TES (*break even inflation*), que se mantuvieron alrededor de 4,6%, 4,3% y 3,8% para horizontes a dos, tres y cinco años, respectivamente. Por último, la encuesta trimestral a empresarios efectuada en enero reportó un descenso en la senda esperada entre tres y doce meses adelante, con este último en 5,1% frente a 5,6% reportado en la encuesta de octubre (gráficos 13 al 15).

Aun así, tanto en esta medida como en las obtenidas de la encuesta a analistas financieros o de los TES, los niveles de las expectativas de inflación a diversos horizontes se mantienen distanciadas del 3%, lo que en sí mismo representa un riesgo para la convergencia de la inflación a la meta.

D. Tasas de interés y sector financiero

Como se ha explicado en informes anteriores, el comportamiento de las tasas de interés incide en las decisiones de ahorro e inversión de las familias y de las empresas. Hasta el tercer trimestre de 2016 los aumentos en la tasa de interés de política continuaron transmitiéndose a las tasas de interés de captación y de crédito. Luego, la mayoría de tasas de interés pasivas y activas descendieron, pero en términos reales se mantuvieron cerca o por encima de sus promedios de los últimos cinco años. Por su parte, en 2016 la demanda de los bonos de deuda pública (TES) aumentó, principalmente por agentes extranjeros (Recuadro 2), hecho que se reflejó en una reducción en las

Gráfico 14

Expectativas de inflación anual obtenidas a partir de encuestas

A. Encuesta mensual de expectativas a analistas financieros

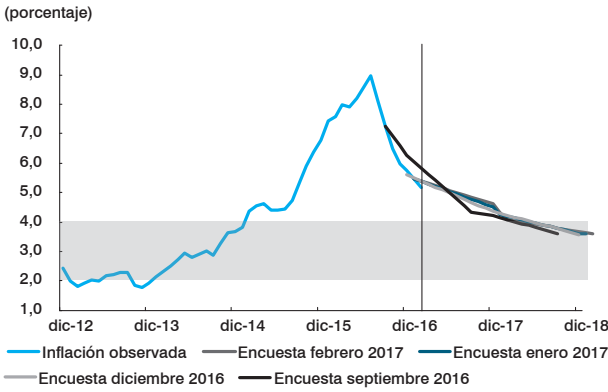
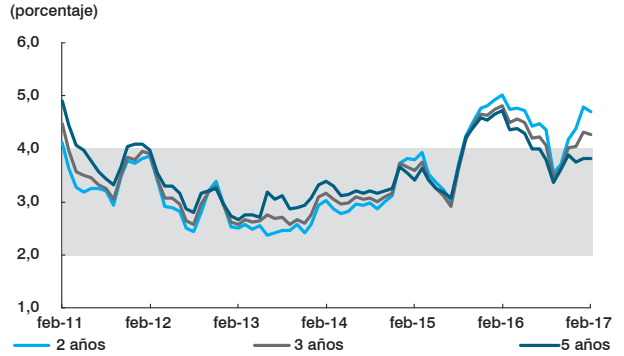


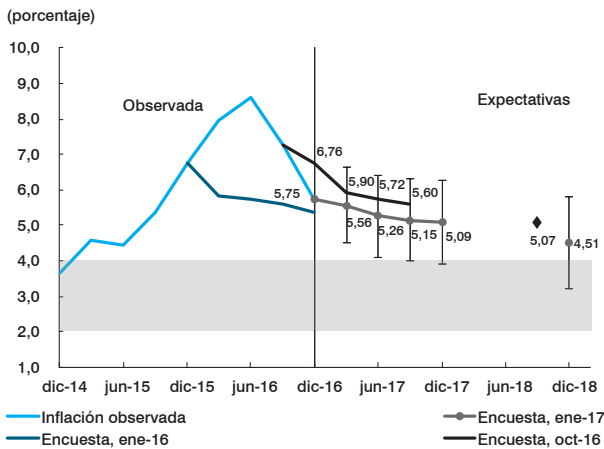
Gráfico 15

Expectativas de inflación derivadas de los TES (BEI) (a dos, tres y cinco años) (promedio mensual)^{a/}



a/ Metodología Nelson y Siegel.
Fuente: Banco de la República.

B. Encuesta trimestral de expectativas económicas (a tres, seis, nueve, doce y veinticuatro meses)



Nota: alrededor de cada expectativa, se presenta su respectiva desviación estándar.

Fuentes: DANE y Banco de la República.

tasas de interés de estos papeles (aumento de su precio).

En 2016 el balance de los establecimientos de crédito se desaceleró, hecho explicado por el menor ritmo de crecimiento de la economía, las acciones de política monetaria y el comportamiento de los indicadores de riesgo de crédito, entre otros. La mayor fuente de financiamiento, los pasivos sujetos a encaje

(PSE), registraron un menor ritmo de aumento y se observó una recomposición hacia depósitos a plazo, los cuales, en comparación con los depósitos a la vista, ofrecen un mayor rendimiento para los ahorradores y tienen un requerimiento de encaje menor para el sistema financiero. Por el lado del activo, las inversiones descendieron y la cartera se expandió a tasas más bajas que las observadas en los últimos años. Los indicadores de riesgo de crédito registraron algún deterioro, pero se mantienen en niveles bajos e inferiores a los registrados durante la crisis financiera mundial (2008-2009).

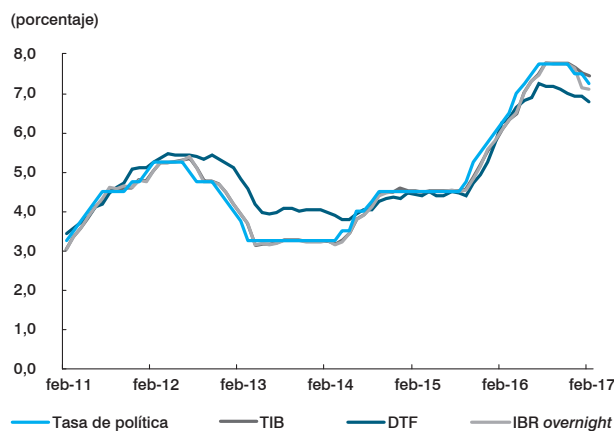
1. Comportamiento de las tasas de interés durante 2016

a. Tasas de interés bancarias

Entre agosto de 2015 y julio de 2016 la tasa de interés de referencia se incrementó de 4,50% a 7,75% (Gráfico 16), aumentos que se transmitieron a las demás tasas de interés, tanto de los depósitos (tasas de captación o pasivas) como de los préstamos (tasas de colocación o activas). En el caso de las tasas activas, la transmisión ocurrió con mayor intensidad en las comerciales que en las tasas de créditos a

Gráfico 16

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



a/ La tasa de política corresponde a la establecida por la JDBR en la reunión del mes; en la de marzo de 2017 la situó en 7%. Las demás tasas corresponden a las promedios del mes (ponderadas por monto). Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

los hogares. Posteriormente, en cada una de las reuniones de diciembre de 2016 y febrero y marzo de 2017 la Junta decidió reducir la tasa de referencia en 25 pb, para situarla en 7%.

Los aumentos en la tasa de política se transmitieron a las tasas de corto plazo. La tasa de interés interbancaria a un día (TIB) y el indicador bancario de referencia (IBR) *overnight* tuvieron incrementos similares a los de la tasa de referencia (Gráfico 16), mientras que las de captación, por su parte, subieron un poco menos²² (Cuadro 4). A partir del tercer trimestre, cuando la inflación empezó a ceder, las tasas de captación mostraron algunos descensos.

En el mercado del crédito, el aumento en las tasas de interés de préstamos fue mayor que el de la tasa del Banco, y alcanzaron un máximo en el tercer trimestre. Luego, tuvieron algunas reducciones, acordes con las disminuciones en la inflación y en la DTF. Para los créditos a los hogares la transmisión fue

²² Alrededor de 280 pb para la DTF y para la tasa de CDT.

más débil y aún se observan algunos aumentos en las tasas de interés de consumo²³.

En términos reales, las tasas de interés activas también se incrementaron en la mayor parte del año. En efecto, al descontar de las tasas de interés de crédito el promedio de las medidas de expectativas de inflación²⁴ (tasas de interés reales *ex ante*), tanto la de los hogares como las comerciales aumentaron más de 200 pb entre el inicio del ciclo de incrementos de la tasa de referencia y su punto máximo. A enero de 2017 todas las tasas reales calculadas con esta metodología fueron superiores a su promedio desde septiembre de 2003, excepto la de los créditos hipotecarios para vivienda diferente a la de interés social (no VIS) (Gráfico 17, panel A).

Otra metodología para el cálculo de la tasa de interés real consiste en restar la inflación observada. Con esta metodología, las tasas reales también aumentaron en la mayor parte del año, pero alcanzaron niveles más bajos que las tasas reales *ex ante*. En este caso, a enero de 2017 las tasas de los créditos de consumo, de adquisición de vivienda diferente a la de interés social y los comerciales ordinarios se sitúan por debajo de su promedio histórico (calculado desde septiembre de 2003) y las otras los superan (Gráfico 17, panel B).

b. Mercado de deuda pública

Durante 2016 el precio²⁵ de los títulos de corto plazo emitidos por el Gobierno (TES) dismi-

²³ La tasa de tarjeta de crédito también ha mostrado incrementos recientes, pero esto obedece, en gran medida, a las modificaciones en la tasa de usura.

²⁴ Se utilizó el promedio de cinco medidas de expectativas de inflación: a un año (encuesta a analistas), a un año (encuesta trimestral de expectativas económicas), *break even inflation* a dos y tres años, y *forward break even inflation* de dos a tres años.

²⁵ 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 seguirán recibiendo los mismos \$110.

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

Fecha	Tasa de interés de política ^{a/} (fin de mes)	Tasas pasivas ^{b/} (promedio mensual)		Tasas activas ^{b/} (promedio mensual)						
		DTF	CDT	Consumo	Hogares Hipotecario ^{c/}	Tarjeta de crédito ^{d/}	Ordinario	Preferencial	Tesorería	Total activas ^{e/}
Feb-14	3,25	3,97	4,39	17,68	10,94	28,08	10,26	7,02	6,97	10,64
Mar-14	3,25	3,89	4,35	17,45	10,97	27,89	10,49	7,00	7,11	10,58
Abr-14	3,50	3,81	4,18	17,19	11,10	27,82	10,50	6,88	6,83	10,57
May-14	3,75	3,79	4,30	17,23	11,14	28,24	10,48	6,96	6,95	10,61
Jun-14	4,00	3,94	4,34	17,41	11,24	27,98	10,46	7,00	6,93	10,41
Jul-14	4,25	4,06	4,48	17,23	11,31	27,91	10,82	7,41	7,28	11,39
Aug-14	4,50	4,04	4,60	17,10	11,30	27,39	10,74	7,34	7,73	11,15
Sep-14	4,50	4,26	4,65	17,28	11,08	27,34	10,93	7,38	7,59	11,34
Oct-14	4,50	4,33	4,69	17,06	11,21	27,01	10,99	7,57	7,50	11,14
Nov-14	4,50	4,36	4,69	17,08	11,05	27,15	10,91	7,58	7,44	10,97
Dic-14	4,50	4,34	4,59	16,70	11,09	27,71	10,60	7,77	7,37	10,55
Ene-15	4,50	4,47	4,85	17,75	11,03	27,49	11,19	7,81	7,43	11,71
Feb-15	4,50	4,45	4,88	17,36	11,09	27,18	10,76	7,43	7,94	11,13
Mar-15	4,50	4,41	4,75	17,40	11,09	26,87	11,18	7,73	8,33	11,33
Abr-15	4,50	4,51	4,90	17,24	11,05	26,98	11,07	7,81	8,17	10,95
May-15	4,50	4,42	4,93	17,16	11,16	27,73	11,07	7,70	8,40	11,51
Jun-15	4,50	4,40	4,75	17,17	11,09	27,75	11,08	7,55	8,17	10,98
Jul-15	4,50	4,52	4,83	16,85	10,93	27,56	11,08	8,04	8,41	11,64
Aug-15	4,50	4,47	5,38	16,84	10,90	27,13	10,82	7,76	8,50	10,84
Sep-15	4,75	4,41	5,14	16,88	10,82	27,22	11,14	7,82	8,57	11,23
Oct-15	5,25	4,72	5,66	17,27	10,99	27,71	11,07	8,06	8,84	11,61
Nov-15	5,50	4,92	5,85	17,60	11,16	27,94	11,52	8,72	9,14	12,15
Dic-15	5,75	5,24	6,05	17,64	11,26	27,98	11,94	9,40	9,71	12,33
Ene-16	5,75	5,74	6,46	18,63	11,62	28,34	12,65	9,55	10,27	12,93
Feb-16	6,25	6,25	7,07	18,45	11,87	28,14	12,61	10,70	10,63	13,33
Mar-16	6,50	6,35	7,46	18,49	11,99	28,28	13,55	10,67	11,43	13,91
Abr-16	7,00	6,65	7,64	18,73	12,19	29,24	14,25	11,43	11,80	14,77
May-16	7,25	6,83	7,76	19,01	12,43	29,46	14,29	11,44	12,11	14,82
Jun-16	7,50	6,91	7,86	19,14	12,49	29,44	14,31	11,71	12,10	14,77
Jul-16	7,75	7,26	7,95	19,27	12,63	30,28	14,71	12,02	11,96	15,28
Aug-16	7,75	7,19	8,04	19,54	12,73	30,45	14,72	12,14	12,32	15,23
Sep-16	7,75	7,18	7,79	19,57	12,78	30,60	14,63	12,07	11,84	15,34
Oct-16	7,75	7,09	7,52	19,84	12,70	31,38	14,47	11,97	12,03	15,41
Nov-16	7,75	7,01	7,51	19,64	12,68	31,39	14,59	11,99	12,32	15,52
Dic-16	7,50	6,92	7,41	19,39	12,59	31,52	14,06	11,58	11,86	14,45
Ene-17	7,50	6,94	7,41	20,88	12,45	31,87	14,30	11,27	12,22	15,11
Feb-17	7,25	6,78	7,57	20,03	12,56	31,69	13,79	11,37	12,03	14,87

a/ Se considera la fecha de la reunión de la JDBR. En la sesión de marzo de 2017 la JDBR situó la tasa de política en 7%.

b/ Promedio mensual.

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

d/ No incluye consumos a un mes ni avances.

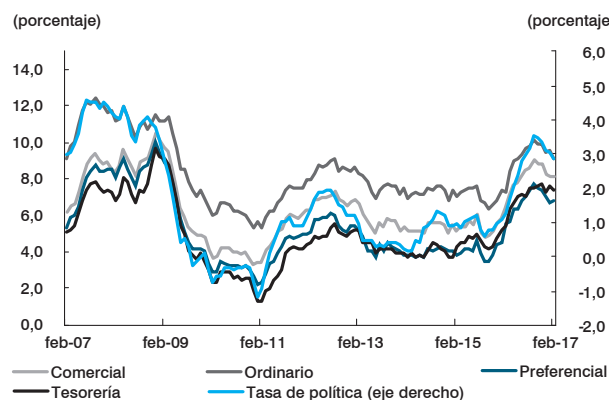
e/ Corresponde al promedio ponderado por monto de los créditos de consumo, ordinario, preferencial y tesorería. La ponderación del crédito de tesorería corresponde a un quinto de su desembolso semanal.

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

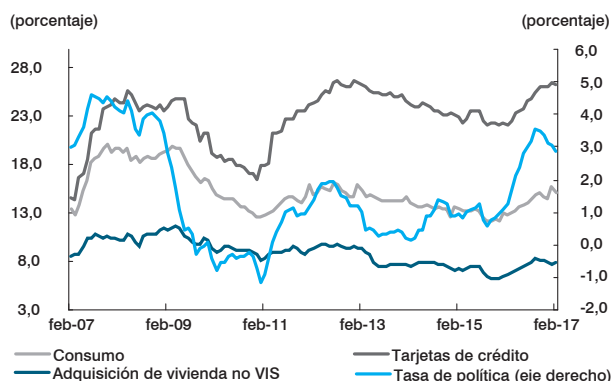
Gráfico 17
Tasas de interés activas reales

A. Tasas *ex ante* (deflactadas con expectativas de inflación)^{a/}

i. Créditos a las empresas

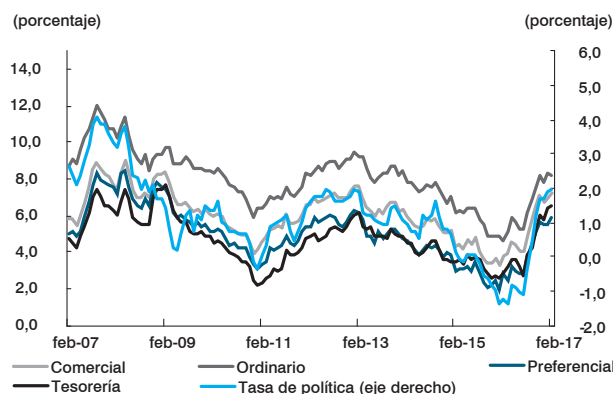


ii. Créditos a los hogares

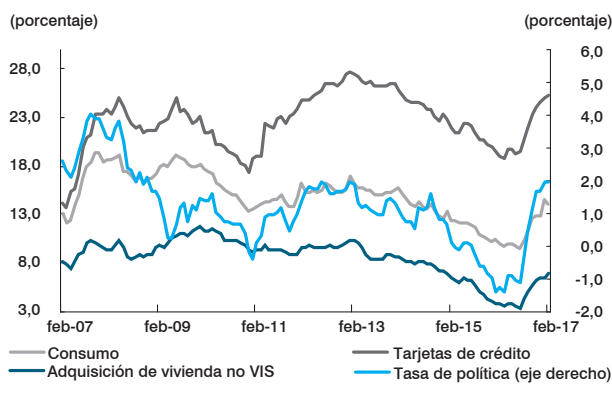


B. Tasas *ex post* (deflactadas con inflación observada)^{b/}

i. Créditos a las empresas



ii. Créditos a los hogares



Nota: corresponden a tasas promedio, excepto la tasa de política, que se presenta para el cierre del mes.

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

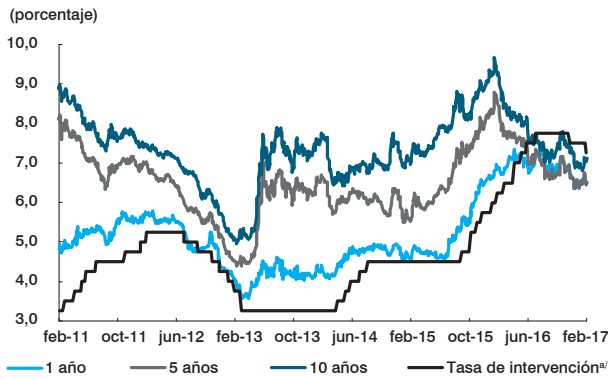
b/ Se utiliza el IPC total como deflactor.

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

nuyó acorde con los movimientos de la tasa de referencia de política monetaria. Hacia finales de año se observó una recuperación de los precios ante las expectativas del mercado de menor inflación y de posibles recortes de la tasa de política monetaria en el futuro (Gráfico 18). Por su parte, en el mismo período los bonos

de mediano y largo plazos se valorizaron afín con el comportamiento de otros bonos soberanos de la región de similar vencimiento (Brasil, Chile y Perú), lo que es explicado, principalmente, por la continuidad de las condiciones de liquidez mundial y la reducción de la inflación (Gráfico 19). Asimismo, la

Gráfico 18
Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de subasta de expansión del Banco de la República



a/ En su reunión de marzo de 2017 la JDBR situó la tasa de intervención en 7,0%.

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

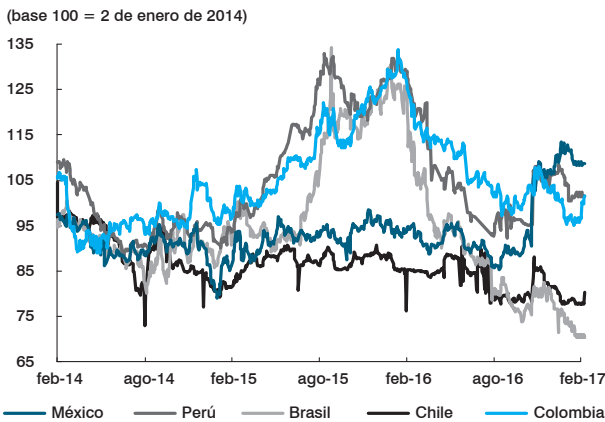
participación de los extranjeros en el mercado de deuda pública también incidió en la dinámica de la curva. Los extranjeros aumentaron su porcentaje de participación en el mercado local de TES de 18,3% a finales de 2015 a 25% para el cierre de 2016 (Recuadro 2).

El dinamismo del mercado disminuyó durante 2016. El monto promedio diario anual negociado en el Sistema Electrónico de Negociación (SEN) y el Mercado Electrónico Colombiano (MEC) de los títulos de deuda pública colombiana fue de COP3,77 billones (b), cifra inferior a lo observado en 2015 (COP4,62 b). En lo corrido de 2017 el monto promedio diario se ubica en COP5,25 b al 28 de febrero.

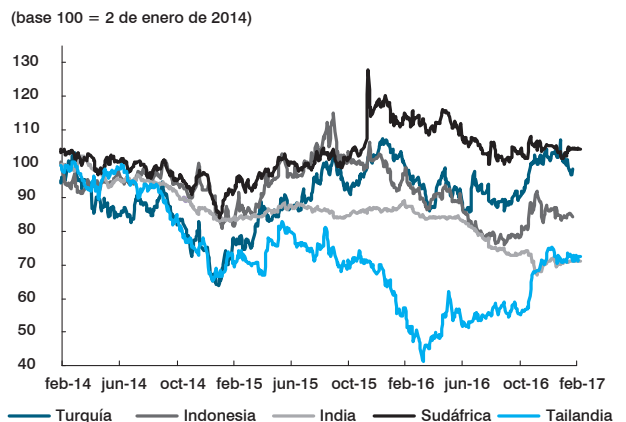
Durante 2017 se ha observado una valorización generalizada de los títulos de deuda de la región, influenciada por el comportamiento favorable del precio de los *commodities*, principalmente el hierro, la soya, el cobre y el petróleo, y por eventos particulares de cada país. En el caso colombiano, se han presentado valorizaciones en todos los tramos ante la expectativa de recortes de la tasa de política monetaria y la participación activa de inversionistas extranjeros (Gráfico 18). Las valorizaciones de la región durante 2017 también han sido acordes con el comportamiento de otros mercados emergentes (Gráfico 19).

Gráfico 19
Índice de las tasas cero cupón a 10 años, Latinoamérica y otros países emergentes

A. Latinoamérica



B. Otros países emergentes



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

2. Principales cuentas de los establecimientos de crédito²⁶

Los rubros que conforman el estado de la situación financiera de los establecimientos de crédito constituyen un vehículo esencial en la transmisión de la política monetaria. Los PSE, es decir, los depósitos (cuentas corrientes, cuentas de ahorro, CDT, entre otros) son el mayor componente del pasivo, mientras que la cartera y las inversiones corresponden a los activos más importantes. Como se explica en esta sección, durante 2016 los depósitos y los préstamos fueron la principal fuente de recursos y el principal uso de los mismos para los establecimientos de crédito.

En cuanto a los pasivos, al cierre de 2016 los depósitos (PSE) registraron un saldo de COP 389.714 miles de millones (mm), con una variación anual de COP 28.106 mm (7,8%). El patrimonio fue COP 83.020 mm, con un aumento de COP 4.614 mm (5,9%) frente al cierre del año anterior. Los repos netos de los depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE), por su parte, se ubicaron en COP 5.723 mm (Gráfico 20).

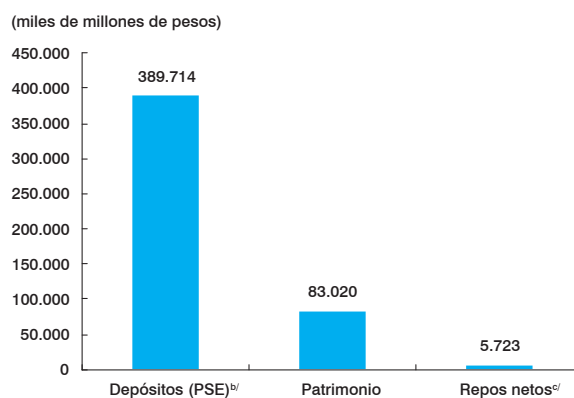
Durante el año los PSE se desaceleraron, particularmente en el segundo semestre, consistente con el menor dinamismo de la actividad económica. No obstante, sus componentes tuvieron comportamientos diferentes. Como se mostró en la sección anterior, el aumento de la tasa de interés de política por parte de la JDBR trajo como resultado incrementos en las tasas de interés de los depósitos, en especial de los depósitos a plazo (CDT y bonos). Esto incentivó la preferencia por ese tipo de PSE (de forma tal que a finales de 2016 su variación anual fue del 22,7%), en detrimento

²⁶ La información de los establecimientos de crédito se obtiene del formato 281 de la Superintendencia Financiera de Colombia. Las cifras corresponden al viernes 30 de diciembre de 2016, mientras que las comparaciones anuales se realizan respecto al viernes 1 de enero de 2016. Debido a que a partir del 1 de enero de 2015 los establecimientos de crédito reportan la información de sus cuentas de balance siguiendo las normas internacionales de información financiera (NIIF), se incluyen ajustes estadísticos para compensar los efectos por el cambio de metodología.

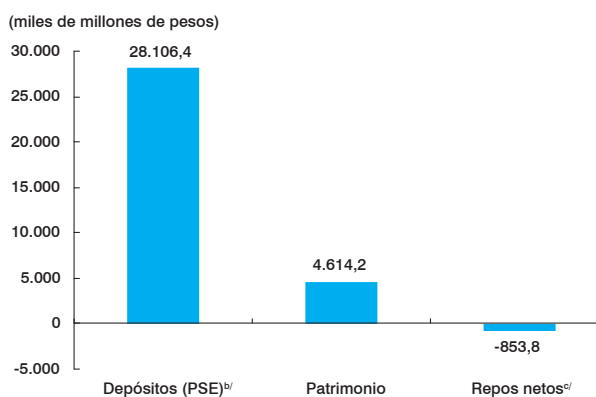
Gráfico 20

Repos netos, pasivos sujetos a encaje (PSE) y patrimonio de los establecimientos de crédito^{a/}

A. Saldos al cierre de 2016



B. Variaciones anuales al cierre de 2016



a/ Los saldos presentados corresponden al viernes 30 de diciembre de 2016 y las variaciones anuales se calculan con respecto al viernes 1 de enero de 2016.

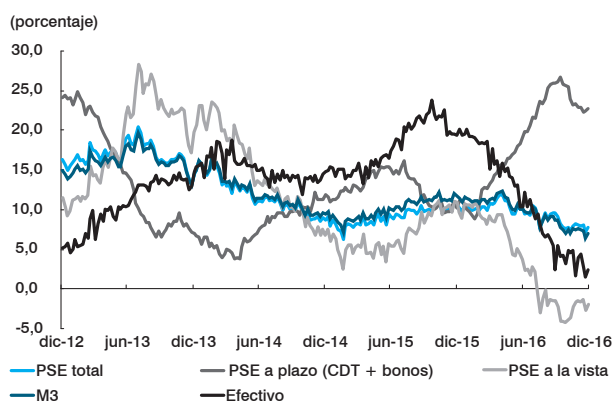
b/ Corresponde a depósitos en los establecimientos de crédito a la vista y a término.

c/ Netos de depósitos remunerados no constitutivos de encaje.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

de la de los depósitos a la vista (en su mayoría, cuentas corrientes y de ahorro) (Gráfico 21). Además, la mayor inflación también desestimuló la demanda por estos últimos, los cuales tienen rendimientos menores que los PSE a plazo. Como se explica en el sombreado de la página 43, estos factores también tuvieron efectos sobre el crecimiento del efectivo y de

la reserva bancaria. Como consecuencia de la desaceleración en el ritmo de crecimiento del efectivo, la reserva bancaria y los PSE, la variación anual del M3 también se redujo. Al cierre de 2016 su aumento fue de 7,1% anual (COP 29.449 mm), inferior a lo observado en 2015 (11,7%, COP 43.438 mm) (Gráfico 21).

Gráfico 21
Crecimiento anual del M3, del efectivo
y de los pasivos sujetos a encaje (PSE)
(total, a la vista y a plazo)



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

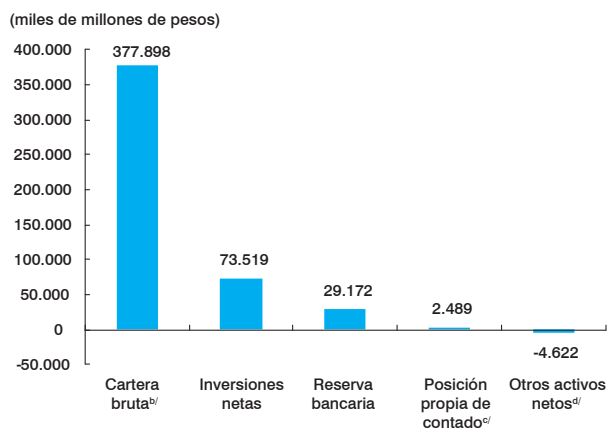
En cuanto a los activos, a diciembre de 2016 la cartera bruta en moneda legal tuvo un saldo de COP 377.898 mm, con un aumento anual de COP 32.099 mm (9,3%), mientras que el saldo de las inversiones netas en moneda legal fue de COP 73.519 mm, lo que equivale a una disminución de COP 2.493 mm (3,3%) con respecto al año anterior (Gráfico 22). Al considerar ajustes provenientes de titularizaciones de cartera hipotecaria, la cartera bruta ajustada presentó un saldo de COP 381.563 mm, con un incremento nominal anual de COP 32.091 mm (9,2%).

Al analizar la cartera por modalidad, se observa que la caída en su crecimiento nominal se debe principalmente a la fuerte desaceleración de las carteras comercial y de microcrédito, que presentaron en conjunto una variación nominal anual de 6,3%, seguida por

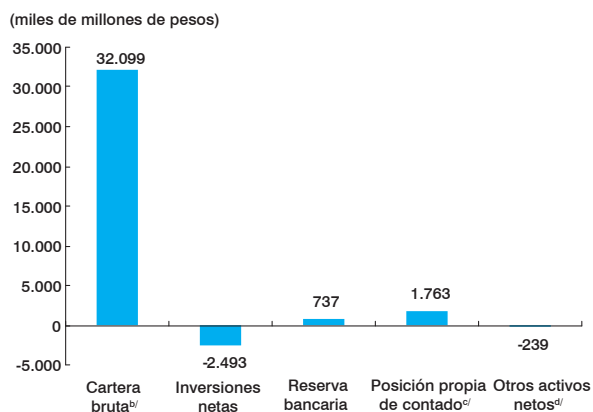
Gráfico 22

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

A. Saldos al cierre de 2016



B. Variaciones anuales al cierre de 2016



a/ Los saldos presentados corresponden al viernes 30 de diciembre de 2016 y las variaciones anuales se calculan con respecto al viernes 1 de enero de 2016.

b/ No incluye los préstamos a empleados ni titularizaciones de cartera.

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

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

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

una leve tendencia negativa en el crecimiento de la cartera hipotecaria ajustada²⁷ (13,8%). Por el contrario, la variación de la cartera de

²⁷ Incluye las titularizaciones de créditos hipotecarios.

Base monetaria

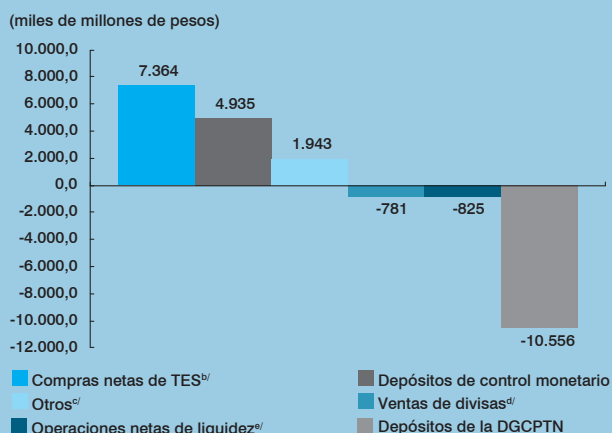
Al finalizar 2016 el saldo de la base monetaria se ubicó en COP 84.598 mm y presentó un crecimiento nominal anual de 2,5%, equivalente a un aumento de COP 2.079 mm. El bajo crecimiento de la base monetaria responde a las menores variaciones tanto del efectivo (2,5%), como de la reserva bancaria (2,6%). El efectivo registró variaciones entre un 15% y 20% anual en los primeros meses del año, pero al finalizar 2016 su ritmo de crecimiento se redujo notablemente y permaneció en niveles promedio del 2% anual.

La reducción en el ritmo de crecimiento del efectivo obedece a varios factores. La mayor inflación y el incremento generalizado de las tasas de interés hacen más costoso tener efectivo, asimismo, el menor ritmo de la actividad económica es consistente con una menor demanda por medios de pago en general. Por otra parte, la reserva bancaria se ve afectada tanto por el menor crecimiento de los PSE, como por el cambio en su composición hacia depósitos a plazo que tienen un encaje menor.

En cuanto a las fuentes de la base monetaria, los factores expansionistas fueron las compras netas de TES por COP 7.364 mm¹, el vencimiento de los depósitos de control monetario por COP 4.935 mm y el efecto monetario de otros rubros, principalmente de gastos del Banco, por COP 1.943 mm. Por su parte, los factores contraccionistas fueron el aumento

de los depósitos remunerados de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) en COP 10.556 mm, y en menor medida, el descenso en las operaciones netas de liquidez en COP 825 mm y las ventas de divisas del banco central en el mercado cambiario, equivalentes a COP 781 mm (Gráfico A).

Gráfico A
Origen de la base monetaria en el año 2016^{a/}



a/ Cifras a 30 de diciembre de 2016.

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

c/ Se incluye el efecto monetario del P y G del Banco de la República.

d/ Corresponde a la venta de divisas a través de subasta de opciones *call* para desacumulación de reservas.

e/ Corresponde a las operaciones netas, es decir, considera los repos de expansión y el saldo de los depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE) para todos los plazos.

Fuente: Banco de la República.

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

consumo presentó aumentos en el segundo semestre del año y al finalizar 2016 fue del 13,0% (Gráfico 23).

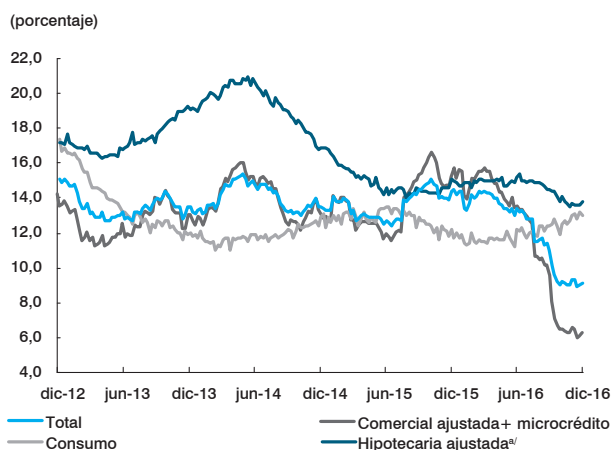
El crecimiento de la cartera fue inferior al de años anteriores como consecuencia de los incrementos en las tasas de interés de los préstamos y la disminución en el ritmo de actividad económica, lo que afectó de manera negativa la demanda por crédito

comercial, principalmente²⁸. Esto lo confirma la *Encuesta trimestral sobre la situación*

²⁸ También, se presentaron efectos estadísticos relacionados con la fusión de Bancolombia y Leasing Bancolombia. En las estadísticas de cartera se incluyen los préstamos entre entidades financieras a más de un año. Como resultado de la fusión, desaparece la cartera que Bancolombia tenía prestada a Leasing Bancolombia.

Gráfico 23

Crecimiento anual de la cartera por tipo (moneda nacional)



a/ Incluye titularizaciones de cartera hipotecaria.

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

del crédito²⁹, que mostró que los bancos percibieron una demanda baja para los préstamos comerciales y de consumo, aunque para diciembre de 2016 indicaron una mejoría en su percepción de la demanda del crédito comercial. Por otra parte, según la misma encuesta, los establecimientos financieros habrían mantenido o aumentado sus exigencias para otorgar nuevos préstamos a lo largo del año.

Por último, con respecto a la cartera en moneda extranjera, su monto en dólares presentó crecimientos nominales negativos en lo corrido de 2016. Durante el período enero-septiembre esta variación fue de -15,3%, en promedio, y para el último trimestre, de -5,2% (-9,3% a finales de año) (Gráfico 24).

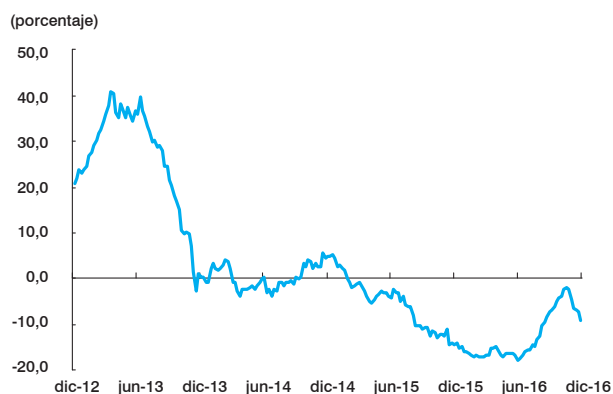
El comportamiento de la cartera, junto con el de otro tipo de pasivos³⁰, contribuyó para que durante 2016 el endeudamiento (re-

²⁹ Disponible en <http://www.banrep.gov.co/es/encuesta-credito>

³⁰ Otro tipo de pasivos: colocaciones de bonos y endeudamiento con entidades en el exterior. No se incluye el financiamiento otorgado por entidades vigiladas por la Superintendencia de la Economía Solidaria.

Gráfico 24

Crecimiento anual de la cartera en moneda extranjera (expresada en dólares)



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

lativo al PIB)³¹ se estabilizara en niveles similares a los de 2015. Estos corresponden a los más altos de los últimos veinticinco años. En el caso de las empresas, el bajo dinamismo de la cartera comercial explica una leve reducción en el nivel de deuda (relativo a PIB) en 2016, el cual fue compensado con el aumento del de los pasivos de los hogares (Gráfico 25).

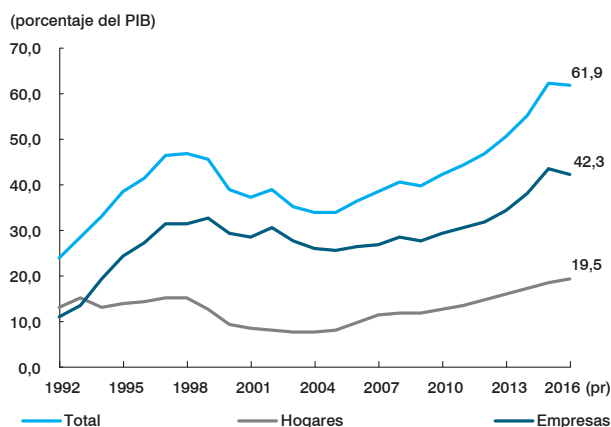
3. Algunas medidas de riesgo del sistema financiero³²

A continuación se presenta la exposición a los riesgos de crédito y de fondeo de los establecimientos de crédito, y se realiza un análisis del riesgo en el portafolio de TES. A lo largo de 2016 los indicadores de calidad por riesgo (ICR) y de calidad por mora (ICM) con y sin

³¹ Incluye crédito bancario en moneda nacional (M/N) y extranjera (M/E), colocación de bonos en el mercado interno y externo, así como financiación externa directa. No incluye gobierno nacional.

³² La información de esta sección se obtiene de los balances reportados por las entidades financieras de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Gráfico 25
Endeudamiento^{a/} de los hogares y las empresas



(pr): proyección

a/ Incluye crédito bancario en moneda legal y extranjera, titularizaciones de cartera hipotecaria, colocaciones de bonos y financiamiento externo directo.

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

castigos³³ mostraron deterioros, ubicándose por encima de los niveles promedio de los últimos cinco años, aunque aún permanecen por debajo de los observados durante la crisis financiera global de 2008-2009.

La dinámica de los indicadores de riesgo de la cartera se ha dado en un contexto de desaceleración económica, en la medida en que el país se ha ajustado a los choques macroeconómicos recientes, lo que ha llevado a una desaceleración gradual de la cartera, y un aumento de la cartera riesgosa y vencida.

³³ El indicador de calidad por riesgo (ICR) se define como la proporción entre la cartera riesgosa y la total (la cartera riesgosa corresponde a todos los créditos con calificación diferente de A, en una escala que va de A a E, donde A es la mejor calificación). El ICM sin castigos se define como la razón entre la cartera vencida y la total (la cartera vencida incluye los créditos que se han dejado de pagar por un período igual o mayor a treinta días), mientras que el ICM con castigos, como la relación entre la cartera vencida y la total agregando los castigos (estos son activos que, por considerarse incobrables o perdidos, han sido sacados del balance de resultados de conformidad con las disposiciones legales vigentes).

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. El crecimiento real anual del pasivo ha disminuido, explicado, principalmente, por la desaceleración de los depósitos a la vista. Sin embargo, como se explicó en secciones anteriores, se observa un incremento del fondeo mediante CDT, lo que indica que los establecimientos de crédito han optado por fuentes de fondeo más estables, pero que ofrecen una tasa de interés más alta para los ahorradores.

En cuanto al portafolio de inversión en TES del sistema financiero en posición propia, se observó una disminución en el saldo a lo largo de 2016. Por el contrario, el portafolio de la posición administrada se incrementó, explicado, principalmente, por la mayor adquisición de estos títulos por parte de inversionistas extranjeros. La mayor volatilidad registrada en el precio de estos títulos se vio reflejada en niveles más altos de la medida de riesgo de mercado durante 2016, en comparación al año anterior, tanto para la posición propia como para la administrada.

a. Riesgo de crédito

Durante 2016 los indicadores de riesgo de crédito presentaron deterioros, superando el promedio de los últimos cinco años, pero se mantuvieron en niveles inferiores a los registrados en 2008. Es importante resaltar que las dinámicas observadas durante el año responden al ajuste del sistema financiero a un menor ritmo de crecimiento de la economía, el cual se ha realizado de forma gradual. Por lo anterior, resulta importante seguir monitoreando el riesgo de crédito y sus implicaciones en la estabilidad del sistema.

En 2016 el crecimiento real anual de la cartera riesgosa mostró una aceleración en comparación con la dinámica que había presentado durante 2015 —a diciembre de 2016 este aumento se ubicó en 21,3%, 11,6 pp más que un año atrás—. A pesar de que los últimos

niveles registrados son los más altos desde julio de 2009, se encuentran por debajo de las tasas de crecimiento observadas durante la crisis financiera global de 2008. Por su parte, la cartera total continuó con la desaceleración que venía presentando desde 2015, exhibiendo una tasa de crecimiento real anual de 1,8% en diciembre de 2016 (6,8 pp menos que un año atrás). Lo anterior llevó a un incremento en el ICR total, alcanzando un nivel de 7,9% al finalizar el año. Si bien el indicador superó su promedio de los últimos cinco años en febrero de 2016, permaneció en niveles inferiores a los observados durante 2008 y 2009.

De igual forma, la cartera riesgosa para todas las modalidades registró aceleraciones durante el último año. Las tasas de crecimiento real anual se ubicaron en 23,6%, 21,8%, 17,8% y 11,9% para la cartera comercial, vivienda, consumo y microcrédito, respectivamente (frente al año anterior aumentaron 9,6 pp, 11,6 pp, 10,8 pp y 15,9 pp, en su orden, Gráfico 26).

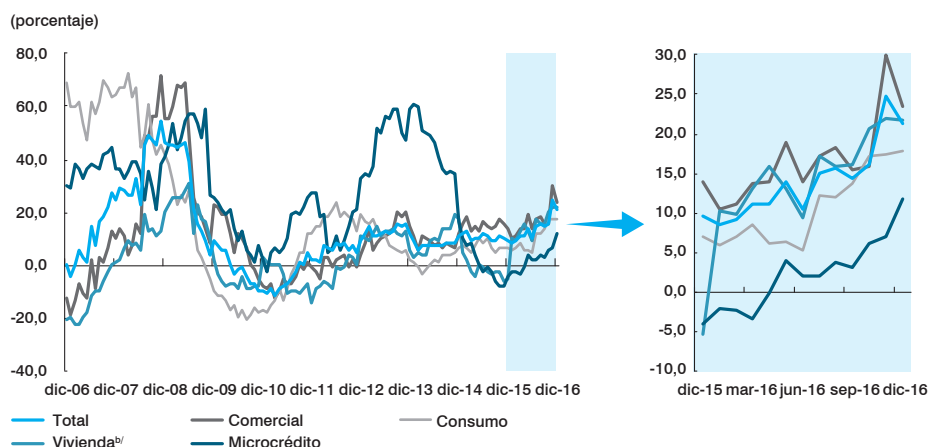
Acorde con lo anterior, el ICR de todas las modalidades mostró deterioros, en especial el de la cartera comercial, que se ubicó

en 8,6% en diciembre de 2016 (1,8 pp más que un año atrás). El ICR de las carteras de microcrédito, consumo y vivienda presentó aumentos de 116 pb, 70 pb y 49 pb, respectivamente (Cuadro 5).

En relación con la materialización del riesgo de crédito, la cartera vencida total presentó una aceleración a partir de junio de 2016, y alcanzó un crecimiento real anual de 13,6% al finalizar el año (6,0 pp más que un año atrás). Esta dinámica también se observó para las modalidades de consumo, vivienda y microcrédito, donde las dos primeras presentaron las tasas de crecimientos más altas al final de 2016 (19,8% y 19,4%, respectivamente; Gráfico 27).

Por su parte, el ICM con y sin castigos tuvo un incremento a lo largo de 2016, presentando niveles promedio durante el año de 7,6% y 3,6%, respectivamente, mientras que durante 2015 el promedio de estos indicadores se ubicó en 7,1% y 3,4%, en su orden (Gráfico 28). Esta dinámica es similar a la observada para la mayoría de las modalidades de cartera (Cuadro 5). Al igual que el ICR, el ICM superó su promedio de los últimos cinco

Gráfico 26
Crecimiento real anual de la cartera riesgosa^{a/}



a/ Se utiliza como deflactor el IPC. No incluye entidades financieras especiales (bancos de segundo piso).

b/ Los saltos presentados en enero de 2015 y enero de 2016 obedecen a la recalificación del *leasing* habitacional al pasar de la cartera comercial a la de vivienda.

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

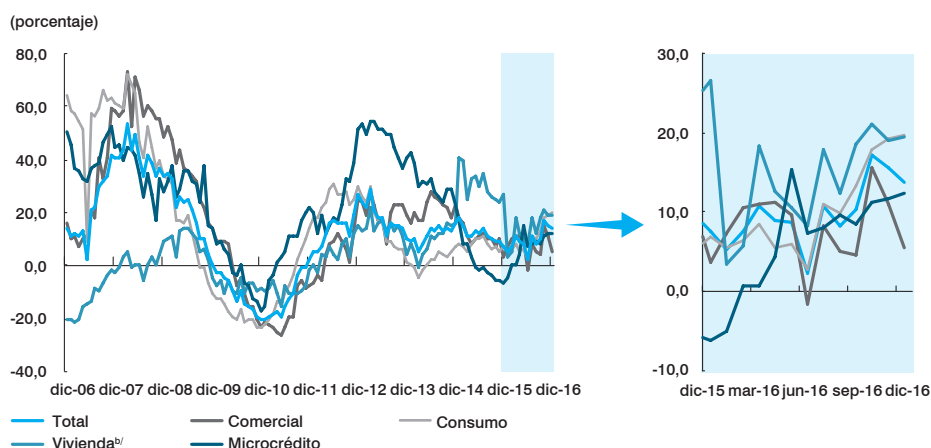
Cuadro 5
Indicadores de riesgo de crédito por modalidad
(porcentaje)

Modalidad	Indicador de calidad por mora (ICM) sin castigos			Indicador de calidad por mora (ICM) con castigos			Indicador de calidad por riesgo (ICR)		
	Dic-15	Dic-16	promedio 2016 ^{a/}	Dic-15	Dic-16	promedio 2016 ^{a/}	Dic-15	Dic-16	promedio 2016 ^{a/}
Cartera total	3,2	3,6	3,6	6,9	7,7	7,6	6,6	7,9	7,2
Comercial	2,2	2,3	2,5	4,5	5,0	5,0	6,9	8,6	7,6
Consumo	4,5	5,0	5,0	12,0	12,8	12,8	7,0	7,8	7,7
Vivienda	4,9	5,5	5,6	5,5	6,0	6,1	3,6	4,1	3,9
Microcrédito	6,5	7,2	7,1	12,5	14,3	13,6	10,6	11,8	11,1

a/ Promedio de datos mensuales.

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

Gráfico 27
Crecimiento real anual de la cartera vencida^{a/}



a/ Se utiliza como deflactor el IPC. No incluye entidades financieras especiales (bancos de segundo piso).

b/ Los altos niveles de crecimiento de la cartera de vivienda durante 2015, se deben a que con la implementación de las NIIF a partir de enero de 2015, se reclasificó el *leasing* habitacional de la cartera comercial a la cartera de vivienda.

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

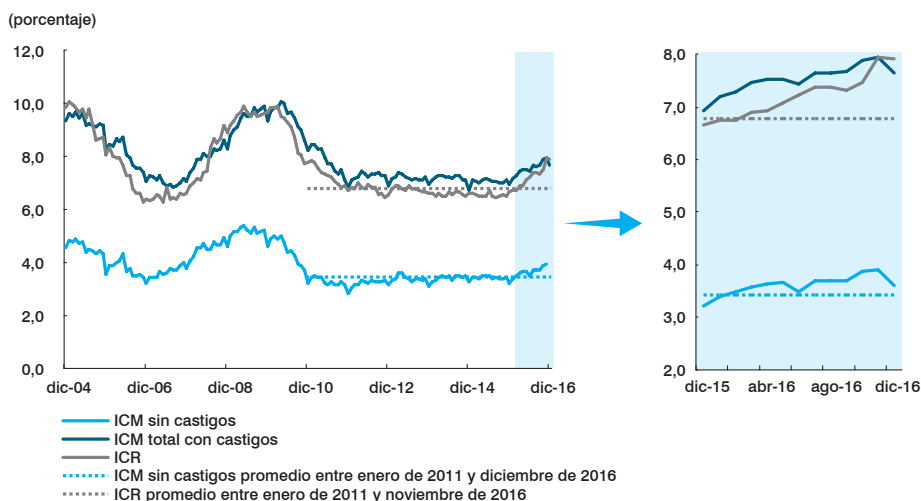
años, pero permaneció en niveles inferiores a los observados durante 2008 y 2009.

Por su parte, el indicador de cubrimiento, calculado como la razón entre las provisiones y la cartera vencida, presentó una disminución a lo largo del año, pasando de 139,8% a 137,2% de diciembre de 2015 al mismo mes de 2016.

b. Riesgo de liquidez

Con el fin de evaluar la liquidez de fondeo de las entidades para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo, se hace uso del indicador de riesgo de liquidez (IRL_R), definido como la razón entre el saldo de activos líquidos (disponible e inversiones líquidas) y una estimación

Gráfico 28
Indicadores de calidad por mora y calidad por riesgo de la cartera bruta



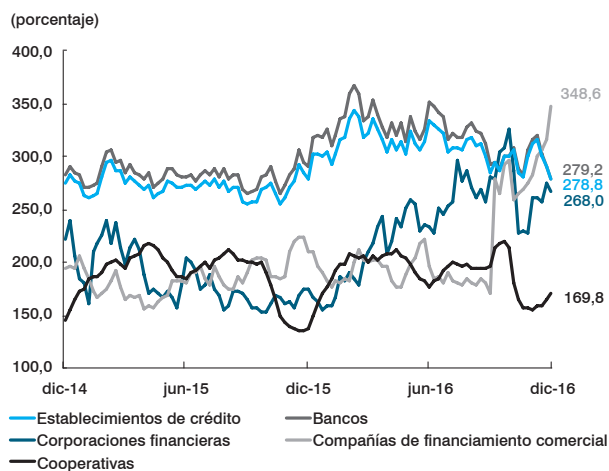
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

de los requerimientos netos de liquidez de corto plazo (treinta días). Si el IRL_R es mayor que 100%, indica que la entidad cuenta con la liquidez suficiente para cubrir sus obligaciones en el corto plazo, de lo contrario, la entidad podría tener problemas para cubrirlas.

Durante 2016, los establecimientos de crédito exhibieron mayor liquidez de corto plazo en comparación con 2015, presentando un IRL_R promedio de 309,2% (36,7 pp más que el promedio de 2015). Por tipo de intermediario, el indicador presentó incrementos para el caso de las compañías de financiamiento y las corporaciones financieras, alcanzando niveles cercanos a los de los bancos en la segunda mitad del año. Por su parte, los bancos disminuyeron marginalmente su IRL_R a lo largo del año. Así, ningún tipo de establecimientos de crédito muestra dificultades para cubrir sus obligaciones de corto plazo (Gráfico 29).

De manera consistente con la dinámica de la cartera, el crecimiento real anual del pasivo continuó presentando una tendencia decreciente, alcanzando niveles negativos en el segundo semestre de 2016. En términos de la estructura del pasivo, se observó una menor dinámica del fondeo mediante depósitos a la

Gráfico 29
 IRL_R a 30 días^{a/}



a/ Corresponde al promedio móvil de cuatro semanas.

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

vista, operaciones pasivas del mercado monetario, crédito de bancos y otras instituciones financieras, y otros pasivos. Por otro lado, se destaca que desde marzo de 2016 los depósitos a término son el componente del pasivo

que más aporta al crecimiento, lo que significa que los establecimientos de crédito han optado por fuentes de fondeo más estables, pero que ofrecen una tasa de interés más alta para los ahorradores (Gráfico 30).

c. Riesgo en el mercado de TES

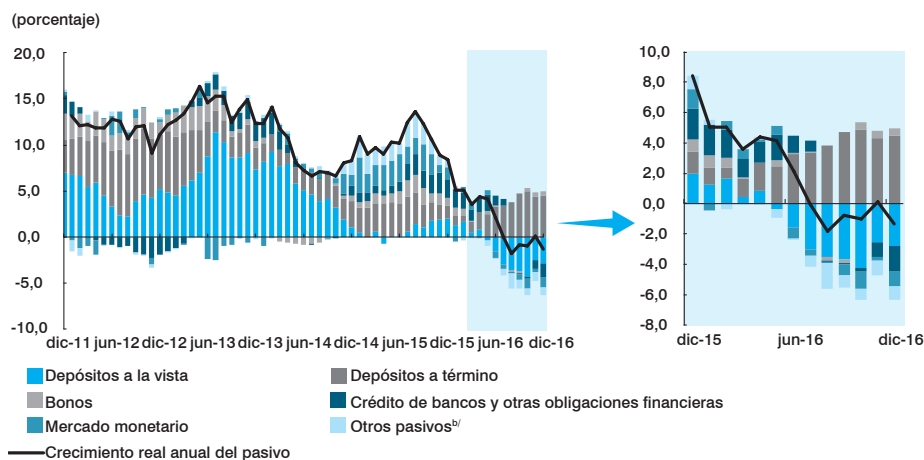
Las instituciones financieras pueden tener TES como parte de sus activos (posición propia) o como parte de los recursos que administran de sus clientes (posición de terceros). Durante 2016 el portafolio de TES del sistema financiero en posición propia se redujo, mientras que el de la posición administrada se incrementó. Con respecto a la volatilidad de los portafolios de TES, tanto en posición propia como en posición administrada, presentó niveles superiores a los observados durante 2015.

Al 30 de diciembre de 2016 el valor del portafolio de TES del sistema financiero en posición propia se redujo en COP 2,5 b con respecto al 30 de diciembre de 2015, ubicándose en COP 49,8 b. Este comportamiento

obedece a la disminución del portafolio de estos títulos de los establecimientos de crédito, cuyo saldo representa el 69,8% del total del portafolio en posición propia. En relación con los fondos administrados, se observó un incremento de COP 27,2 b en el mismo período, alcanzando un saldo de COP 153,4 b. Lo anterior se debe principalmente a la mayor adquisición de estos títulos por parte de inversionistas extranjeros, quienes aumentaron su portafolio de TES en COP 25,3 b, y alcanzaron una participación de 37,5% sobre el total de fondos administrados (Cuadro 6).

Las entidades financieras, como cualquier inversionista, pueden enfrentar pérdidas por valoración ante una caída en el precio de dichos títulos. Este riesgo se cuantifica mediante la evolución del saldo expuesto de TES y con una medida 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

Gráfico 30
Crecimiento real anual del pasivo de los establecimientos de crédito y contribución de sus componentes^{a/}



a/ Se utiliza como deflactor el IPC. No incluye entidades financieras especiales (bancos de segundo piso).

b/ Otros pasivos comprende otros instrumentos financieros, cuentas por pagar, Bocas, Boceas, entre otros.

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

Cuadro 6
Saldo de TES del sistema financiero en posición propia y posición administrada
(billones de pesos)

Entidades	30-Dic-15	30-Dic-16
Sistema Financiero - Posición propia		
Establecimientos de crédito		
Bancos comerciales	36,2	32,6
Corporaciones financieras	3,7	2,1
Compañías de financiamiento	0,0	0,0
Cooperativas financieras	0,0	0,0
Instituciones financieras no bancarias (IFNB)		
Fondos de pensiones	0,2	0,2
Sociedades comisionistas de bolsa	0,1	0,9
Sociedades fiduciarias	1,8	1,9
Compañías de seguros y capitalización	10,2	12,0
Total	52,3	49,8
Sistema Financiero - Posición administrada		
Extranjeros		
Sociedades comisionistas de bolsa	0,0	0,0
Sociedades fiduciarias	36,5	57,5
Pensiones		
Fondos de pensiones	79,5	87,1
Sociedades fiduciarias ^{a/}	63,2	69,0
FIC	16,3	18,1
FIC		
Sociedades comisionistas de bolsa	1,8	1,2
Sociedades fiduciarias	0,0	0,0
Otros		
Sociedades comisionistas de bolsa	1,8	1,2
Sociedades fiduciarias	8,4	7,5
Sistema financiero		
	126,2	153,4
Otros ^{b/}	21,0	27,2
Saldo total de TES^{c/}	199,4	230,3

a/ Pasivos pensionales administrados por las sociedades fiduciarias.

b/ Otros incluye Banco de la República, Dirección del Tesoro Nacional, Fogafin, entre otros.

c/ Corresponde al saldo total de las emisiones vigentes en el mercado.

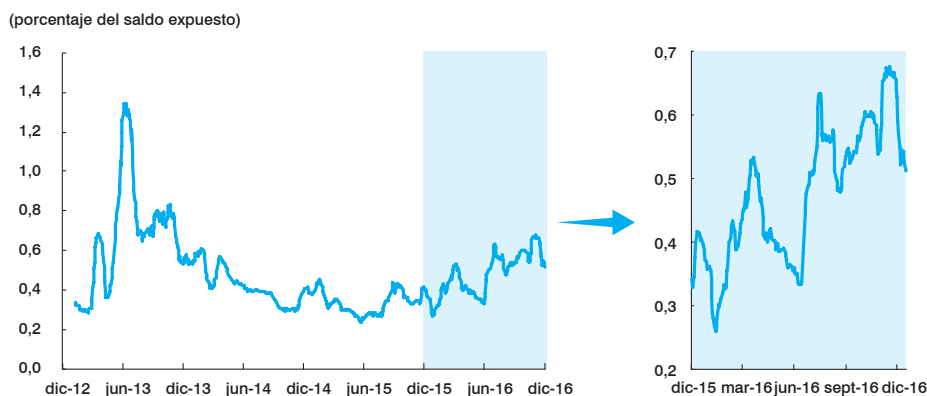
Fuente: Banco de la República.

dado³⁴. Es importante mencionar que la medida apropiada de riesgo de mercado del sistema financiero es el VeR de la posición propia, puesto que las pérdidas asociadas con los portafolios administrados por el sistema son enfrentadas por los inversionistas.

Durante 2016 se presentó mayor volatilidad en los títulos de deuda pública en comparación con lo observado en 2015. Lo anterior llevó a que el promedio del VeR del sistema financiero en posición propia como porcentaje del saldo expuesto se ubicara en 0,5%, 14 pb más que el promedio de 2015 (Gráfico 31). Con relación a los fondos administrados por las sociedades comisionistas de bolsa y las sociedades fiduciarias, el VeR promedio para los primeros fue de 0,5% (14 pb más que el promedio de 2015), mientras que el de los segundos se ubicó en 0,8% (21 pb por

³⁴ 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 31
VeR de la posición propia del sistema financiero
(promedio móvil semanal)



Fuente: Banco de la República.

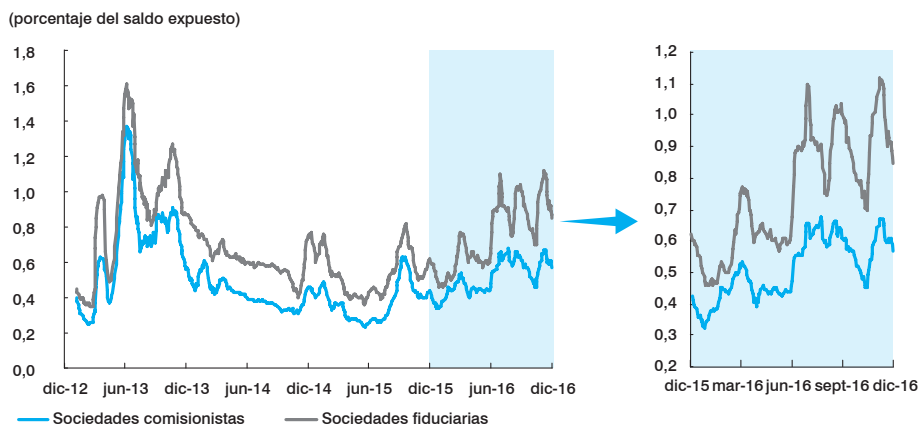
encima del promedio de 2015). Lo anterior se debe a que los portafolios administrados por las fiduciarias presentan mayor duración³⁵

³⁵ La duración es una medida de la sensibilidad en el precio de un bono ante variaciones en la tasa de interés. Cuanto mayor sea, más grande es el riesgo frente a fluctuaciones de la tasa de interés que presenta el portafolio de TES.

con respecto a los administrados por las comisionistas de bolsa (Gráfico 32).

En el caso de la posición de terceros de los fondos de pensiones y cesantías, el VeR no es una medida adecuada de la vulnerabilidad a la que están expuestos estos portafolios, cuyo objetivo es lograr el pago de una pensión para los afiliados. Uno de los esquemas con

Gráfico 32
VeR de la posición administrada por el sistema financiero
(promedio móvil semanal)



Fuente: Banco de la República.

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 este sentido, el VeR no mide el cambio en el flujo de la pensión futura, lo que constituye el riesgo principal del cotizante.

E. Balance externo y política cambiaria

Los últimos dos años fueron de ajuste en las variables externas ante la fuerte y rápida caída de los precios internacionales del petróleo desde mediados de 2014. En 2015 la variable que tuvo el mayor ajuste fue la tasa de cambio, mientras que el déficit en la cuenta corriente mantuvo niveles similares (en dólares) a los de un año atrás, a pesar de la disminución en los flujos de capital (descontando los activos de reserva). En 2016, por el contrario, el déficit externo se redujo de forma significativa, consistente con el menor dinamismo de la demanda interna y con los menores flujos de capital, mientras que la tasa de cambio logró cierta estabilidad una vez dejaron de caer los términos de intercambio.

Para 2017 se espera que se siga ajustando el déficit en la cuenta corriente, consistente con la debilidad de la demanda interna en Colombia, y con el mejor panorama para los precios de los bienes básicos y la demanda externa. Esto en un entorno de mayor costo del financiamiento externo.

1. Balance externo de Colombia en 2016

La caída de los términos de intercambio durante 2014 se reflejó en una ampliación del déficit en la cuenta corriente, debido a la fuerte contracción de los ingresos por exportaciones

de bienes, en tanto que los egresos corrientes mantenían tasas positivas de crecimiento. Luego, en 2015, los egresos por importaciones de bienes se contrajeron de manera importante, aunque a una tasa menor que las exportaciones, lo cual se reflejó en un incremento significativo del déficit comercial. No obstante, debido a los menores egresos netos por servicios y renta de factores, así como a las mayores transferencias corrientes, el déficit corriente durante este año se redujo en USD 655 m³⁶.

Los datos de la balanza de pagos para 2016 muestran una reducción considerable en el déficit corriente del país, consecuencia de la caída de los egresos corrientes, la cual superó ampliamente el descenso de los ingresos. En dólares, el menor déficit del año se explica, en especial, por la reducción del valor de las importaciones de bienes y servicios y por las menores utilidades generadas por las empresas con capital extranjero, sumado al efecto positivo de las mayores transferencias del exterior. Desde el punto de vista de la actividad real, lo anterior es coherente con la desaceleración de la demanda interna, y con el hecho de que la economía se ha venido adaptando a la nueva trayectoria del ingreso nacional.

Durante 2016 la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registró un déficit de USD 12.541 m, inferior en USD 6.239 m al registrado un año atrás (Cuadro 7). Como proporción del PIB, el déficit fue de 4,4%, lo que significó una disminución de 2,0 pp, en comparación con lo registrado en 2015, cuando alcanzó 6,4% del PIB. El déficit corriente fue financiado con entradas netas de capital de USD 12.764 m (4,5% del PIB), que incluyen la acumulación de reservas internacionales por USD 165 m³⁷. Los errores y omisiones se estimaron en -USD 223 m.

³⁶ Sin embargo, como proporción del PIB, el déficit corriente aumentó de 5,1% a 6,4%, debido al efecto de la depreciación nominal del peso sobre la medición del PIB en dólares.

³⁷ Cabe señalar que dicha acumulación de reservas es el resultado de ingresos por rendimiento neto de las reservas internacionales de USD 525 m, egresos por la venta de divisas a los intermediarios cambiarios de USD 256 m y egresos netos por otras operaciones del Banco de la República de USD 105 m.

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

	2015 (pr)	2016 (pr)	Variación (USD)
Cuenta corriente (A + B + C)	(18.780)	(12.541)	6.239
(porcentaje del PIB)	(6,4)	(4,4)	
A. Bienes y servicios (1 + 2)	(18.506)	(13.281)	5.225
1. Bienes (a - b)	(13.970)	(10.261)	3.709
a. Exportaciones FOB	38.080	32.965	(5.115)
b. Importaciones FOB	52.050	43.226	(8.824)
2. Servicios (a - b)	(4.536)	(3.020)	1.516
a. Exportaciones	7.407	7.796	389
b. Importaciones	11.943	10.816	(1.127)
B. Renta de los factores	(5.526)	(4.910)	616
Ingresos	4.483	4.974	491
Egresos	10.009	9.884	(125)
C. Transferencias corrientes	5.251	5.650	398
Ingresos	5.847	6.141	295
Egresos	595	492	(104)
Cuenta financiera (A + B + C + D)	(18.293)	(12.764)	5.529
(porcentaje del PIB)	(6,3)	(4,5)	
A. Inversión directa (ii - i)	(7.514)	(9.076)	(1.562)
i. Extranjera en Colombia (IED)	11.732	13.593	
(porcentaje del PIB)	4,0	4,8	
ii. Colombiana en el exterior	4.218	4.516	
B. Inversión de cartera (1 + 2)	(10.283)	(3.693)	6.590
1. Sector Público (ii - i)	(6.306)	(4.097)	
i. Inversión extranjera de cartera (a + b)	6.489	7.115	
a. Mercados internacionales (bonos)	4.453	1.910	
b. Mercado local (TES)	2.036	5.205	
ii. Inversión de cartera en el exterior	183	3.019	
2. Sector privado (ii - i)	(3.977)	404	
i. Inversión extranjera de cartera (a + b)	3.319	1.791	
a. Mercados internacionales	900	1.100	
b. Mercado local	2.419	691	
ii. Inversión de cartera en el exterior	(658)	2.195	
C. Otros flujos de capital sector público + sector privado	(911)	(160)	751
D. Activos de reserva	415	165	(250)
Errores y omisiones (E y O)	487	(223)	(710)
Memo ítem:			
Cuenta financiera sin variación de las reservas internacionales	(18.709)	(12.929)	5.780

(pr): preliminar.

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

Fuente: Banco de la República.

Es importante anotar que la evolución de la cuenta corriente de la balanza de pagos de Colombia muestra una estrecha relación con el comportamiento de la balanza de bienes, debido a la elevada participación de las exportaciones e importaciones de bienes en el total de ingresos y egresos corrientes del país³⁸. Por ello, lo que ocurra con el comercio exterior de bienes se traduce en una acentuación o suavización del déficit corriente.

Así, el déficit comercial de bienes se redujo USD 3.709 m en 2016 frente a lo registrado un año atrás (Cuadro 7), explicando cerca del 60% del menor desbalance corriente. En relación con las importaciones de bienes, estas totalizaron USD 43.226 m, con una disminución anual de 17,0% (USD 8.824 m). La caída del valor importado fue generalizada, destacándose las menores compras de insumos y bienes de capital para la industria (USD 3,820 m) y de equipo de transporte (USD 2.110 m). El declive de las importaciones ha sido el resultado de la desaceleración de la actividad económica, del efecto de la depreciación real sobre las cantidades demandadas de bienes externos, y de la reducción generalizada de los precios en dólares de importación. Por su parte, las exportaciones de bienes se ubicaron en USD 32.965 m, con una disminución anual de 13,4% (USD 5.115 m) (Cuadro 7). La reducción del valor exportado se originó principalmente en las menores ventas externas de petróleo crudo (USD 4.774 m), y en menor medida en la caída en los despachos al exterior de productos industriales (USD 880 m) y café (USD 109 m). El menor valor exportado de petróleo crudo se explica tanto por la reducción de sus volúmenes despachados como por la caída en su precio de exportación.

³⁸ El análisis de la estructura y de la evolución de los ingresos de la cuenta corriente durante los últimos quince años revela que las ventas externas de mercancías son su principal componente, con una participación entre el 70% y 81% del total de ingresos. En cuanto a los egresos corrientes, su componente más importante son las importaciones de bienes, las cuales representaron en promedio el 64% del total de egresos (67% en 2016).

En cuanto al déficit de la cuenta de servicios, este se contrajo en USD 1.516 m durante 2016 (Cuadro 7), debido principalmente a la reducción de la demanda de servicios importados, y en menor medida, al incremento de sus exportaciones. Por el lado de las importaciones, se destaca la caída de los egresos vinculados con la prestación de servicios relacionados con la actividad petrolera, las menores importaciones asociadas con el pago de seguros y servicios financieros, así como con fletes y gastos de viajeros colombianos en el exterior. Por el lado de las exportaciones, sobresale el incremento de los ingresos, originado en el aumento de viajeros no residentes y de su gasto en el país.

El comportamiento del rubro de servicios se explica en gran medida por la reducción del ritmo de crecimiento económico del país, en particular del sector mineroenergético, y por el encarecimiento de las importaciones de servicios debido a la depreciación del peso frente al dólar.

El pago por el uso del capital extranjero se refleja en la cuenta corriente como pagos netos por renta factorial. Durante 2016 la caída de los egresos netos por dicho rubro (USD 616 m) (Cuadro 7) se originó, en su mayoría, en las menores utilidades obtenidas por las empresas con inversión directa, las cuales se redujeron USD 862 m (16,8%) con respecto a 2015. Este resultado está asociado principalmente con las pérdidas de las firmas del sector petrolero, reflejo de un panorama de menores volúmenes y precios de exportación de crudo. A dicha caída también contribuyeron la reducción de las utilidades de las firmas del resto de sectores, en especial aquellas pertenecientes a la industria manufacturera, sector minero (sin petróleo) y comercio. Estas disminuciones fueron compensadas parcialmente por el aumento de las ganancias de las empresas extranjeras que operan en el sector de establecimientos financieros (17,9%, USD 183 m) y de suministro de electricidad, gas y agua (26,8%, USD 115 m).

La reducción del déficit corriente del país tuvo como contrapartida menores necesidades

de financiamiento. Como resultado de ello, en términos de la cuenta financiera³⁹, durante 2016 se registraron entradas netas de capital por USD 12.764 m, inferiores en USD 5.529 m a lo observado un año atrás, cuando totalizaron USD 18.293 m. En particular, en 2016 se registraron ingresos netos de capital extranjero por USD 24.108 m, salidas de capital colombiano para adquirir activos en el exterior (USD 11.820 m), operaciones con instrumentos financieros derivados (USD 640 m), y operaciones de las reservas internacionales por USD 165 m. En términos del PIB, la cuenta financiera se redujo de 6,3% a 4,5% (Cuadro 7).

Así como en la mayoría de los países de la región, los flujos de capital extranjero se han reducido por factores tanto externos como internos. No obstante, el país continuó recibiendo montos importantes de recursos externos, donde la inversión extranjera directa (IED) se mantuvo como la principal fuente de financiación, al representar el 56% del total de ingresos de capital extranjero recibidos, seguido por la inversión de portafolio en el mercado local (24%), la colocación de títulos en los mercados internacionales (12%), mientras que el restante 8% correspondió a préstamos y otros créditos externos.

Por concepto de IED ingresaron al país recursos por un valor de USD 13.593 m (4,8% del PIB), con un crecimiento anual de 15,9%, donde se destaca el importante incremento de la inversión en el sector eléctrico⁴⁰. En efecto, el 27% del monto por IED fue recibido por empresas que operan en este sector, seguido

de los sectores de servicios financieros y empresariales (19%), minería y petróleo (15%), industria manufacturera (14%), transporte y comunicaciones (8%), y el resto de sectores (17%). Por su parte, el flujo de inversión directa colombiana en el exterior se estimó en USD 4.516 m, efectuado en su mayoría por empresas del sector financiero y del sector minero y petrolero.

Por su parte, durante 2016 el país recibió USD 8.907 m por concepto de inversiones extranjeras de cartera, suma inferior en USD 901 m a la obtenida un año atrás. El 66,2% de estos recursos se originaron en la compra de TES y acciones en el mercado local por parte de inversionistas extranjeros y el 33,8% restante en la colocación de títulos de deuda de largo plazo en los mercados internacionales emitidos por entidades del sector público y empresas del sector financiero. Las salidas de capital colombiano por este concepto totalizaron USD 5.214 m y corresponden, en especial, a inversiones de cartera realizadas por empresas del sector público (USD 3.019 m), y en menor medida a las inversiones realizadas por el sector privado (USD 2.195 m) (Cuadro 7).

Finalmente, por concepto de otros flujos de capital el país adquirió pasivos netos con el exterior por USD 160 m, originados principalmente en los préstamos adquiridos por entidades del sector público. Este monto contrasta con los mayores pasivos observados un año atrás por USD 911 m.

2. *Proyecciones de la balanza de pagos para el año 2017*

Se espera que en 2017 continúe la corrección del desbalance externo iniciada en 2016, aunque el ajuste en este año ocurriría con una dinámica distinta. Afín con los efectos esperados sobre la economía del fuerte choque de términos de intercambio iniciado en 2014, durante 2016 los egresos corrientes del país se contrajeron anualmente en 14% (USD 10.180 m), en tanto que los ingresos lo hicieron en 7% (USD 3.940 m), lo cual en conjunto explicó el menor déficit corriente. Por el contrario,

³⁹ De acuerdo con la versión sexta del *Manual de balanza de pagos* propuesta por el FMI, la cuenta financiera se presenta con el mismo signo de la cuenta corriente. La cuenta financiera es el resultado de la diferencia entre los flujos activos y pasivos. Si la cuenta corriente es deficitaria, la cuenta financiera es negativa, indicando que la economía colombiana tuvo que acudir a financiación externa (pasivos) y/o liquidar sus activos externos para financiar su exceso de gasto corriente. Por el contrario, si la cuenta corriente es positiva (superávit), la cuenta financiera también presenta un signo positivo, indicando que existe capacidad de préstamo de recursos financieros del país al resto del mundo.

⁴⁰ Explicado por los recursos provenientes de la venta de Isagén a inversionistas extranjeros.

el ajuste adicional de la cuenta corriente estimado para 2017 estaría explicado ya no por una disminución de los egresos, los cuales registrarían un crecimiento, sino por el incremento de los ingresos, principalmente por exportaciones de bienes.

La proyección de la balanza de pagos para 2017 indica que el déficit de la cuenta corriente se ubicaría entre 3,0% y 4,4% como porcentaje del PIB, con 3,7% como cifra más probable.

Este pronóstico se enmarca en un contexto de mayores precios internacionales de productos básicos, que si bien se mantendrían en niveles relativamente bajos, serían superiores a los registrados en 2016. Lo anterior estaría acompañado de una moderada recuperación de la demanda externa, debido al mayor crecimiento esperado de los principales socios comerciales, lo cual, sumado a la depreciación real acumulada del peso colombiano, favorecería las exportaciones industriales del país.

Por otra parte, se estima un bajo crecimiento de las importaciones de bienes, contrario a los dos últimos años, en los cuales se han observado caídas. Esto podría ocurrir por la menor depreciación del peso y el efecto que esto conlleva en las importaciones de todos los sectores en general, y por la mayor adquisición de bienes de capital por parte del sector mineroenergético, debido al mejor panorama de precios.

Dado lo anterior, el resultado del balance comercial para 2017 se estima menos deficitario que en 2016, impulsado principalmente por el crecimiento de las exportaciones de bienes, en su mayoría bienes básicos. De esta manera, la mayor parte del ajuste del desbalance corriente estaría siendo explicado por este rubro. Otro factor que también contribuiría a la reducción del déficit corriente serían las mayores transferencias, sobre todo gracias al crecimiento esperado de las remesas enviadas desde los Estados Unidos y Europa.

Para 2017 las presiones al alza en el déficit corriente estarían asociadas principalmente con la renta factorial, y en menor medida con el comercio exterior de servicios no factoriales.

En relación con la renta factorial, se esperan mayores utilidades de las empresas con capital extranjero, en especial de aquellas que operan en el sector petrolero y minero como resultado de las mejores perspectivas para los precios de los bienes básicos. También, se prevé un crecimiento de las utilidades de las empresas del resto de sectores, favorecidas por los menores efectos de la depreciación sobre la contabilidad en dólares y por el crecimiento esperado de la actividad económica. A lo anterior se sumarían los mayores pagos por intereses de la deuda externa, en particular aquellos asociados a bonos y préstamos adquiridos por entidades del sector público y privado, como resultado, por un lado, del elevado nivel de deuda, y por el otro, del posible aumento en 2017 del costo de financiamiento externo.

Por servicios no factoriales se espera que el déficit en 2017 alcance niveles superiores a los de 2016, impulsado por la mayor demanda esperada de servicios vinculados con la actividad petrolera, así como por el pago de seguros, dado el efecto de las concesiones de cuarta generación. Adicionalmente, se contemplan incrementos por pagos de fletes, como resultado del crecimiento importador y de las mayores estimaciones del precio del petróleo. Es importante anotar que también se prevé un repunte de las exportaciones de servicios, beneficiadas por el mayor crecimiento mundial y los procesos de inversión en años anteriores en sectores como el turismo.

Con relación a los flujos de capital, y como reflejo del ajuste externo esperado para 2017, se estima una moderación de los flujos netos de capitales hacia el país. Por un lado, se esperan menores recursos por IED con respecto a 2016, en particular por la venta de Isagén, lo cual estaría parcialmente compensado por las mayores inversiones esperadas para el sector mineroenergético y, en menor medida, para el resto de sectores. Adicional a esto, se sumarían entradas netas de capital relacionadas con préstamos y otros créditos externos (otorgados en su mayoría por organismos multilaterales) y colocación de bonos, principalmente

por parte del Gobierno, aunque sin alcanzar los niveles registrados en 2016. También, para 2017 se estima un menor financiamiento neto por recursos de inversión de cartera con respecto al año anterior, en parte motivado por las expectativas de aumento de tasas de interés externas, y por las mejores perspectivas de crecimiento en las economías desarrolladas.

3. Evolución de la tasa de cambio durante 2016 y en lo corrido de 2017

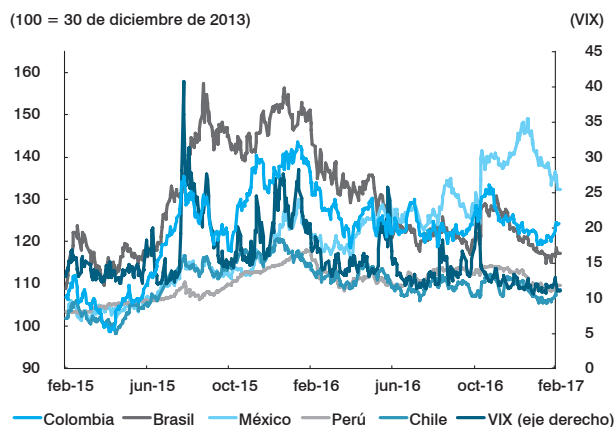
Durante 2016 el dólar estadounidense se fortaleció frente a las principales monedas, en particular desde abril, influenciado por las expectativas de incrementos más acelerados en la tasa de política monetaria de la Fed, frente a lo proyectado a inicios de 2016. Específicamente, al cierre del año la divisa estadounidense se fortaleció 2,8% anual frente a las principales monedas⁴¹ y se debilitó 0,6% frente a las de países emergentes⁴².

En el año la dinámica de las monedas de países emergentes presentó un comportamiento mixto influenciado por el comportamiento de los indicadores de percepción de riesgo y por el de los precios de las materias primas. En la región se apreciaron el real brasileño (18,0%), el peso chileno (5,2%), el peso colombiano (4,7%) y el sol peruano (1,7%), mientras que se depreció el peso mexicano (20,5%) (Gráfico 33). Sin embargo, si se comparan las tasas de cambio promedio frente a las del año anterior, las monedas de esos

⁴¹ De acuerdo con el *bloomberg dollar spot index* (BBDXY), que incluye las monedas de Europa, Japón, Canadá, México, Reino Unido, Australia, Suiza, Corea del Sur, China y Brasil. Este grupo de monedas corresponde a aquellas de los principales socios comerciales de Estados Unidos en combinación con aquellas de mayor liquidez (de acuerdo con la encuesta trianual del BIS).

⁴² De acuerdo con el *FXJPEMCI index*, que incluye las monedas de Brasil, Rusia, China, México, Sudáfrica, Corea del Sur, Chile, Israel, Taiwán, Perú, Turquía, India, Argentina, Malasia, Colombia, Hungría, Indonesia, Egipto, Tailandia, República Checa, Filipinas, Marruecos, Pakistán, Jordania y Polonia.

Gráfico 33
Índices de la tasa de cambio nominal frente al dólar para algunos países de América Latina y VIX



Fuente: Bloomberg.

países de Latinoamérica se debilitaron frente al dólar⁴³.

Hasta mediados de febrero los indicadores de percepción de riesgo permanecieron en niveles elevados por factores como las débiles perspectivas de crecimiento (especialmente de China), las caídas en los precios internacionales de los bienes básicos y la incertidumbre sobre la estabilidad del sistema financiero europeo. Durante ese período las monedas latinoamericanas acentuaron la tendencia a la depreciación que traían desde 2015. Luego, a medida que se redujo la aversión al riesgo y que se recuperaron los precios de los principales *commodities* exportados por los países latinoamericanos, sus monedas se fortalecieron. A partir de mayo las tasas de cambio frente al dólar permanecieron relativamente estables, con algunos episodios de volatilidad vinculados a eventos de aumento en la percepción de riesgo global, como el *brexit*, la incertidumbre en torno a las decisiones de la Fed y las elecciones presidenciales en los Estados Unidos. Este último suceso ha sido de

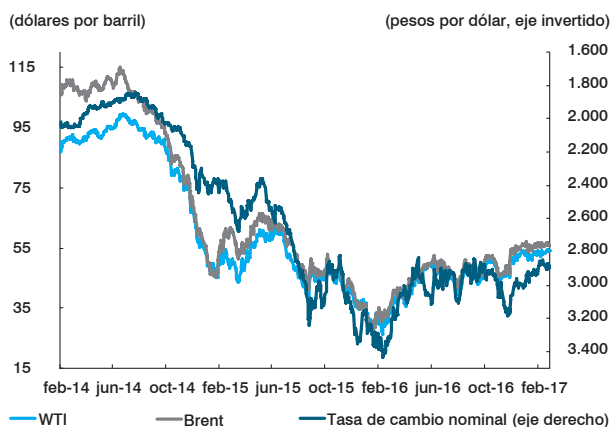
⁴³ El real brasileño se depreció 4,0%, el peso chileno 3,2%, el sol peruano 5,9%, el peso colombiano 11,2% y el peso mexicano 17,7%.

especial importancia para el peso mexicano, el cual se depreció significativamente debido a los diversos anuncios que ha hecho el nuevo gobierno estadounidense en torno a su relación con México (Gráfico 33).

En el caso del peso colombiano, su comportamiento estuvo asociado principalmente a la evolución del precio del petróleo⁴⁴ (Gráfico 34). En lo interno, la incertidumbre relacionada con la presentación y aprobación de la reforma tributaria en el Congreso, la cual, según habían expresado las calificadoras de riesgo como determinante para mantener la calificación crediticia del país en grado de inversión, también afectó la evolución del tipo de cambio.

Frente al conjunto de los principales socios comerciales del país (según el índice de la tasa de cambio nominal: ITCN), el peso también se debilitó en los primeros dos meses del año, y a partir de marzo tuvo una tendencia a la apreciación hasta septiembre. Si se descuentan las variaciones de los precios en Colombia y en los demás países (de acuerdo con el índice de tasa de cambio real: ITCR), el peso también se fortaleció frente al conjunto

Gráfico 34
Tasa de cambio nominal^{a/} y precio del petróleo

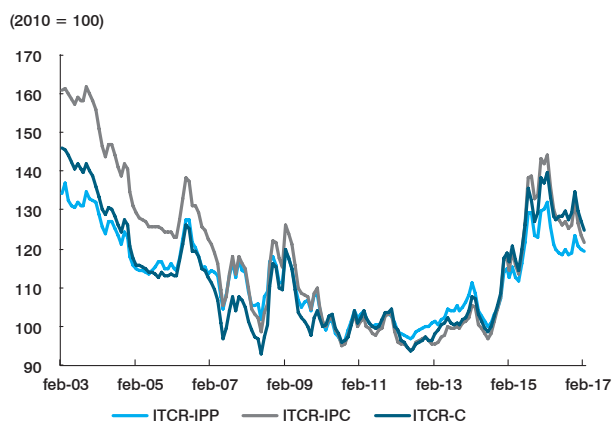


a/ Corresponde a la tasa representativa del mercado (TRM).
Fuentes: Bloomberg y Superintendencia Financiera de Colombia.

⁴⁴ Entre el 1 de enero de 2016 y el 28 de febrero de 2017 el coeficiente de correlación entre las series en niveles del precio del petróleo Brent y la tasa de cambio promedio peso-dólar fue de -81,5%.

de los principales socios comerciales del país (ITCR-IPC e ITCR-IPP), una vez se empezaron a recuperar los precios del petróleo a partir de marzo (Gráfico 35), a la vez que se redujeron las primas de riesgo. Algo similar se observa si se compara el poder de compra del peso colombiano frente a los competidores en los Estados Unidos en los mercados de café, banano, flores y textiles. No obstante, para el promedio del año y frente a 2015 el peso se debilitó en términos reales.

Gráfico 35
Índices de tasa de cambio real multilateral



Nota: el ITCR-IPP y el ITCR-IPC comparan el poder adquisitivo del peso colombiano frente a nuestros principales socios comerciales, utilizando como deflactor el IPP y el IPC, respectivamente. En el ITCR-C (o de competitividad) se hace una comparación frente a nuestros principales competidores en los Estados Unidos en los mercados de café, banano, flores y textiles.

Fuente: Banco de la República.

En lo corrido de 2017 el dólar estadounidense se ha debilitado frente a las principales monedas y frente a las de países emergentes, influenciado principalmente por los anuncios del presidente de los Estados Unidos en materia económica⁴⁵ y política⁴⁶ que, de acuerdo

⁴⁵ Anuncios de posibles medidas, como la imposición de aranceles a las importaciones y la revisión de tratados multilaterales como el North American Free Trade Agreement (Nafta) o el Trans-Pacific Partnership (TPP).

⁴⁶ Medidas como endurecimiento de la emisión de visas y protección de fronteras.

con los analistas, hacen más cerrada a esta economía y generan la depreciación de su moneda.

2. *Indicadores de reservas internacionales*

El Banco de la República reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional para enfrentar salidas de capital, así como para mejorar la confianza en el país⁴⁷. Para determinar si las reservas internacionales son suficientes para prevenir y enfrentar choques externos, se utilizan varios indicadores, los cuales se describen a continuación (Cuadro 8). En general, los mercados internacionales consideran que valores bajos de estos pueden dar señales de alerta sobre la vulnerabilidad externa de las economías.

Para establecer la capacidad de respuesta de la economía ante salidas de capital provocadas por un ataque especulativo, se compara el nivel de las reservas con diferentes variables económicas, entre ellas los agregados monetarios tales como M2 o M3. La relación de reservas netas a M3 muestra una mejora del indicador hasta el año 2015, con una ligera disminución en 2016. Este resultado en los últimos años estuvo asociado con la compra de reservas por parte del Banco ejecutada hasta diciembre de 2014 y con la desaceleración de la tasa de crecimiento del agregado monetario desde mediados de 2013, en particular por el efecto de la depreciación entre 2014 y 2015 sobre la valoración en dólares del M3. Para 2016 se tuvo un nivel de reservas similar al del año anterior, mientras que el M3 en

dólares registró una tasa de crecimiento positiva, lo que disminuye el valor del indicador estimado.

Las razones de reservas netas a amortizaciones de la deuda externa total y al déficit en la cuenta corriente indican la capacidad del país para responder a sus obligaciones crediticias con el resto del mundo, en un escenario extremo donde se cierre completamente el acceso al financiamiento internacional. Dichos indicadores registran, en general, valores por encima de 1⁴⁸.

Por su parte, el cociente entre las reservas netas y las importaciones totales de bienes y servicios muestra el número de meses de compras externas que una economía está en capacidad de cubrir haciendo uso de sus reservas internacionales ante un cambio abrupto de la balanza comercial. Este indicador se estima en 10,4 meses para 2016, superior al promedio desde el año 2000. Al calcular este indicador para las importaciones de bienes, el mismo asciende a trece meses.

Al comparar los diversos indicadores de liquidez internacional de Colombia con los de países de la región, se observa que el cociente de reservas a M3 registra niveles superiores al de Brasil, Chile y México, e inferiores con respecto al de Perú⁴⁹ (Gráfico 36). En las relaciones de reservas internacionales a amortizaciones, servicio de deuda y déficit en la cuenta corriente más amortizaciones, Colombia registra históricamente niveles por encima de los de Chile e inferiores a los de Brasil y Perú (Gráfico 37). Por su parte, el indicador de reservas a PIB se sitúa en niveles inferiores

⁴⁷ Además de la estrategia de acumulación de reservas, desde mayo de 2009 Colombia cuenta con una línea de financiamiento contingente con el FMI, la cual se otorga a países miembros con buen desempeño económico, políticas prudentes y un sólido marco de política económica. El 13 de junio de 2016 el FMI aprobó un nuevo acuerdo de acceso a los recursos contingentes para Colombia, por un monto aproximado de USD11.500 m. Aunque las autoridades económicas no prevén hacer uso de estos recursos, consideran prudente contar con ellos ante la eventualidad de un recorte abrupto del financiamiento externo. Países como Polonia y México también cuentan con esta línea de crédito.

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

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

Cuadro 8
Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

Saldo	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (pr)	2016 (pr)
Reservas internacionales netas ^{a/} (millones de dólares)	25.356	28.452	32.300	37.467	43.633	47.323	46.731	46.675
Indicadores								
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa								
Amortizaciones de deuda externa (millones de dólares)	11.488	10.465	14.174	22.348	16.582	21.564	23.827	22.007
Reservas netas/amortizaciones de deuda externa del año en curso	2,21	2,72	2,28	1,68	2,63	2,19	1,96	2,12
Reservas netas/amortizaciones de deuda externa del siguiente año ^{b/}	2,42	2,01	1,45	2,26	2,02	1,99	2,12	1,77
B. Posición adecuada de liquidez externa								
RIN/(servicio de la deuda año corriente)	1,76	2,12	1,86	1,45	2,16	1,85	1,65	1,74
RIN/(servicio de deuda año siguiente) ^{b/, c/}	1,89	1,64	1,25	1,85	1,71	1,67	1,75	1,48
RIN/(amortizaciones de deuda año corriente + déficit en cuenta corriente año corriente)	1,57	1,49	1,35	1,12	1,51	1,15	1,10	1,35
RIN/(amortizaciones de deuda año siguiente + déficit en cuenta corriente año siguiente) ^{d/}	1,33	1,19	0,96	1,30	1,06	1,11	1,35	1,26
C. Otros indicadores de reservas internacionales								
RIN como meses de importaciones de bienes	9,7	8,9	7,4	7,9	9,2	9,2	10,8	13,0
RIN como meses de importaciones totales	7,7	7,1	6,2	6,5	7,5	7,6	8,8	10,4
RIN/M3 (porcentaje)	26,2	24,7	24,1	22,0	24,7	30,4	35,4	31,5
RIN/PIB	10,8	9,9	9,6	10,1	11,5	12,5	16,0	16,5

(pr): preliminar

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

b/ Las amortizaciones de 2017 corresponden a los pagos proyectados de la deuda externa en el cierre de la proyección de la balanza de pagos.

c/ Los intereses de 2017 corresponden a los pagos proyectados en el cierre de la proyección de la balanza de pagos.

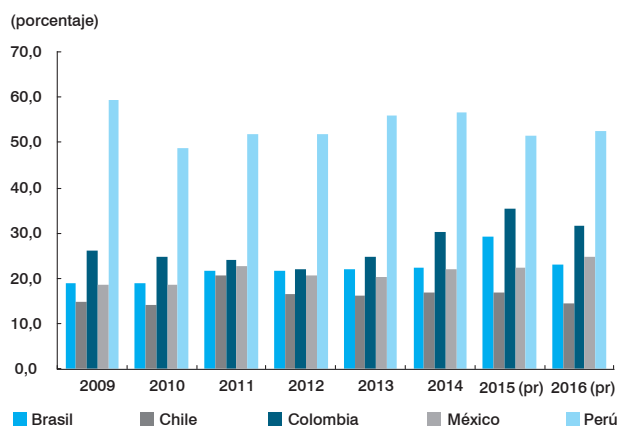
d/ El déficit en la cuenta corriente para 2017 corresponde a una proyección.

Fuente: cálculos del Banco de la República.

a los observados en el resto de países pares de la región, excepto por el caso de Chile y México, que se sitúan para 2015 y 2016 en niveles muy similares a los de Colombia. En cuanto a

las reservas medidas en meses de importaciones de bienes, estas muestran que Colombia tiene una posición relativa superior a Chile y México, e inferior a Brasil y Perú (Gráfico 38).

Gráfico 36
Reservas internacionales/M3

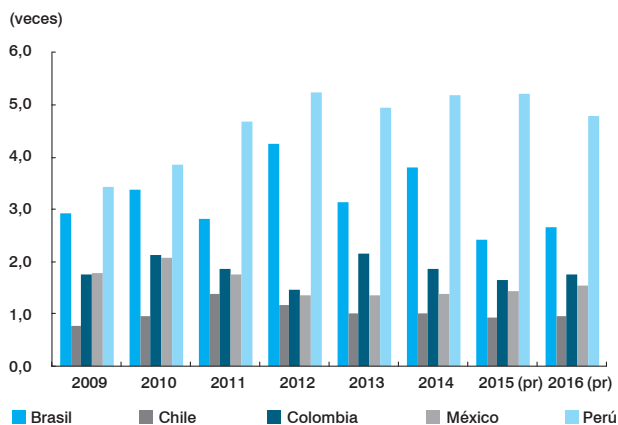


(pr): preliminar.

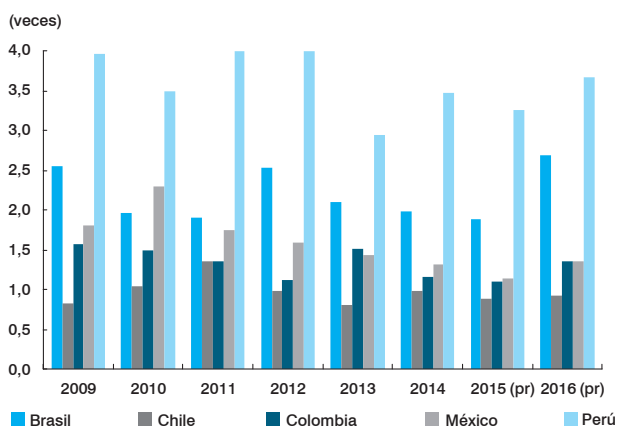
Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización a febrero de 2017) y Banco de la República.

Gráfico 37
Indicadores de posición adecuada de liquidez externa

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



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



(pr): preliminar.

Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización a febrero de 2017) y Banco de la República.

Gráfico 37
Indicadores de posición adecuada de liquidez externa

A. Reservas internacionales/amortizaciones del año corriente

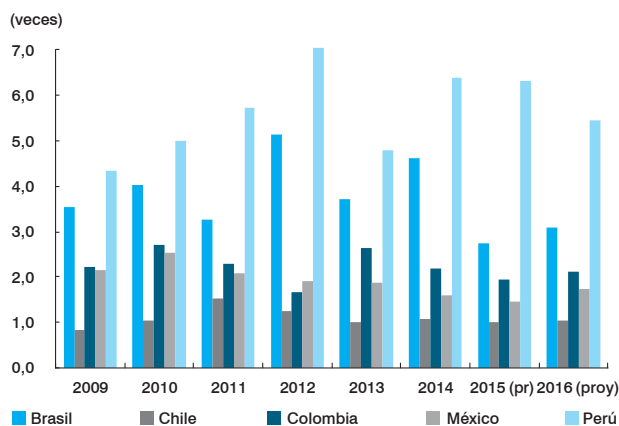
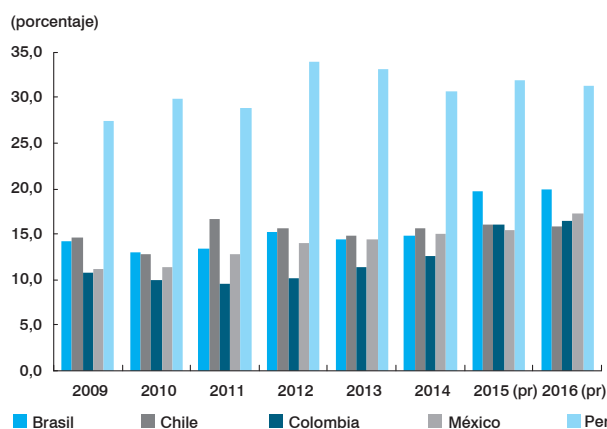
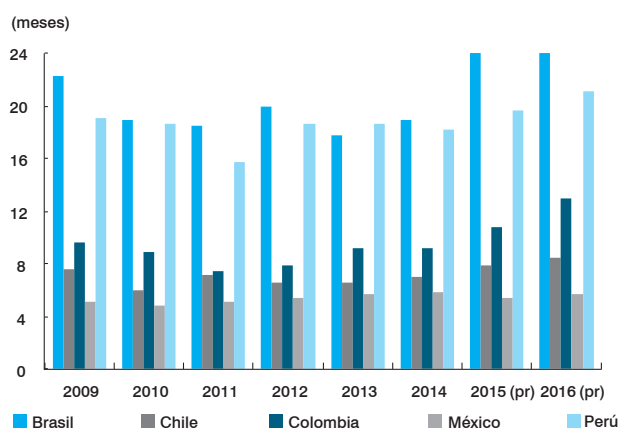


Gráfico 38
Otros indicadores de reservas internacionales

A. Reservas internacionales/PIB



B. Reservas internacionales como meses de importaciones de bienes



(pr): preliminar.

Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización a febrero de 2017) y Banco de la República.

Recuadro 1

Ajuste de la economía colombiana al choque en el precio del petróleo

Una amplia literatura ha resaltado el impacto que tienen las fluctuaciones de los términos de intercambio sobre el crecimiento del producto y los ciclos económicos, sobre todo en países especializados en la exportación de bienes básicos (Mendoza, 1995; Kose, 2002; Hoffmaister y Roldós, 1997; Wai-Mun Chia, 2006; Aizenman *et al.*, 2012). La caída en el precio de este tipo de productos afecta las economías mediante distintos canales. En un primer momento reduce los términos de intercambio y el ingreso nacional, desmejora el balance externo y las cuentas fiscales, incrementa las primas de riesgo, reduce las entradas de capital extranjero y lleva a una depreciación de la moneda.

Si el choque negativo sobre los precios es de magnitud considerable y tiene un carácter

permanente, sus efectos sobre el ingreso nacional serán de igual naturaleza. En tales condiciones, la economía requerirá un ajuste importante de la demanda interna, lo que implicará tasas de crecimiento del gasto y del producto inferiores a las observadas antes del choque. De lo contrario, el déficit en la cuenta corriente aumentaría de forma insostenible. En efecto, inicialmente la menor dinámica del ingreso nacional es acompañada de una ampliación del déficit de la cuenta corriente. Posteriormente, el ajuste del gasto se reflejará en una desaceleración de la demanda interna, permitiendo reducir el déficit externo.

La magnitud de los efectos de este tipo de choques dependerá en gran medida del marco de política económica (Fornero *et al.*, 2014).

Con un esquema de flotación cambiaria como el que opera en Colombia, la economía tendrá mejor capacidad para absorber el choque y se observará una desaceleración menos pronunciada del crecimiento (Hamann *et al.*, 2014).

De hecho, la depreciación nominal y real de la moneda, originada en gran medida por la caída de los términos de intercambio y los flujos de capital, actúa como el principal mecanismo automático de ajuste. Dicha depreciación produce un cambio en los precios relativos, lo que induce una reasignación de recursos entre sectores transables y no transables, así como de la demanda, contribuyendo a reducir el impacto sobre el producto. La depreciación también aporta al ajuste del sector externo, desestimulando las importaciones de bienes y servicios y favoreciendo el sector exportador de bienes distintos a materias primas. Sin embargo, dicha depreciación puede traspasarse a los precios locales e impactar la dinámica de la inflación.

En el proceso de ajuste macroeconómico, el financiamiento externo tiene una función determinante, al facilitar una transición ordenada hacia nuevas fuentes de crecimiento económico. El acceso a este financiamiento y, en general, el ajuste ordenado de la economía colombiana se ven favorecidos por otros aspectos del marco de política económica del país, dentro de los que se cuentan el fortalecimiento de las finanzas públicas al aplicar el principio de sostenibilidad fiscal, incluido en la Constitución, y mediante el funcionamiento de la regla fiscal. A esto se le suma el saldo de las reservas internacionales, el acceso a la línea de crédito flexible con el Fondo Monetario Internacional y la implementación de la regulación encaminada a garantizar la estabilidad financiera.

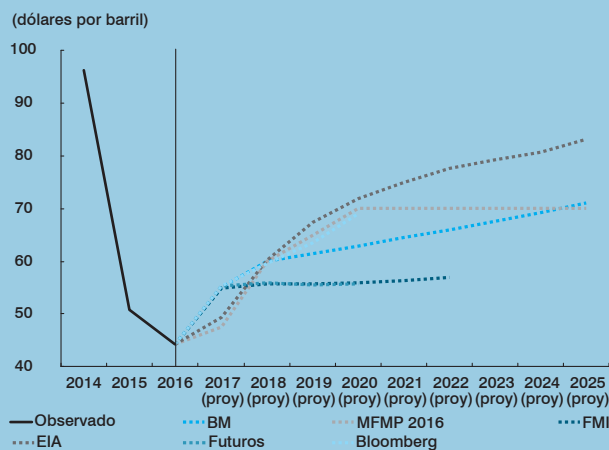
El choque negativo a los términos de intercambio que ha afrontado el país se originó, principalmente, en la disminución del precio del crudo registrada desde la segunda mitad de 2014, la cual se caracterizó por ser no anticipada, acelerada y de magnitud considerable. Fue así como entre el tercer trimestre de 2014 y el primero de 2015 el precio del crudo disminuyó cerca del 47%, y para el primer trimestre de 2016 la reducción llegó al 68%. Desde entonces,

y en especial a partir de finales de 2016, se ha registrado una recuperación parcial de la cotización del petróleo, ubicándose en niveles entre los USD 50 y USD 55 por barril, dinámica que se explica, en gran medida, por el acuerdo de recorte de la producción de hidrocarburos liderada por la OPEP desde finales del año pasado. Vale la pena mencionar que como respuesta a los bajos precios internacionales, se redujo también la extracción de crudo, impactando aún más los ingresos petroleros del país.

En adelante se mantiene la incertidumbre sobre la dinámica de la cotización internacional del petróleo asociada con riesgos a la baja y al alza. No obstante, según los escenarios centrales de pronóstico de los organismos especializados, no se esperan incrementos significativos de los precios en los siguientes años, lo cual confirma el carácter persistente del choque petrolero (Gráfico R1.1).

La magnitud y el efecto permanente del choque en los precios del crudo, aunado a la

Gráfico R1.1
Pronósticos del precio internacional del petróleo



(proy): proyectado.

Nota: Los pronósticos del Banco Mundial (BM) y del FMI corresponden a un promedio de las referencias WTI, Brent y Dubai; los de la Energy Information Administration (EIA), los de Bloomberg y los de los mercados de futuros corresponden a un promedio de las referencias WTI y Brent; los del Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2016 (MFMP 2016) del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, corresponden a la referencia Brent.

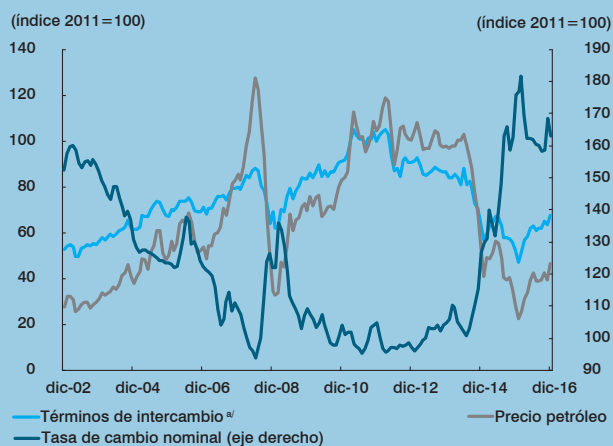
Fuentes: Bloomberg, agencias internacionales y Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

importancia del petróleo en la economía colombiana y a sus encadenamientos con el resto de sectores, se ha reflejado en un ajuste macroeconómico significativo, que en parte se ha producido de manera automática, pero también como respuesta a las acciones de política económica. En efecto, en el año previo al choque (2013) la importancia del sector petrolero en la economía nacional se evidenciaba en su alta participación en la canasta exportadora del país (55% del total), en la inversión extranjera directa (alrededor del 30% del total) y en los ingresos del Gobierno Nacional Central (19,6%). Adicional a esto, el sector petrolero registraba un superávit corriente que permitía compensar parcialmente el creciente déficit de la cuenta corriente del resto de sectores. De esta forma, el saldo negativo de la cuenta corriente agregada en dólares registraba incrementos asociados con el crecimiento de la demanda interna por encima de las tasas de variación del PIB.

En cuanto al ajuste macroeconómico como respuesta al choque petrolero, el sector externo mostró una contracción de los términos de intercambio, se observó un significativo deterioro del balance externo del país e incrementos en las primas de riesgo, que sumados a otros factores, provocaron una fuerte depreciación del peso (Gráfico R1.2). Entre junio de 2014 y enero de 2016 los términos de intercambio cayeron 46%, superando, inclusive, la reducción registrada a finales de 2008 y comienzos de 2009 (30%). Con esto, se observaron disminuciones continuas y significativas del valor de las exportaciones del país, las cuales durante 2016 registraron un monto 47% inferior a lo observado en 2013, es decir, previo al choque.

Durante 2014 el mayor déficit de la cuenta corriente resultante de la disminución de los ingresos externos, fue en parte compensado por los menores egresos por utilidades de las empresas mineras y petroleras. De esta manera, el déficit de la cuenta corriente como proporción del PIB se amplió de 3,2% a 5,1% entre 2013 y 2014 (Gráfico R1.3). Luego, en 2015, como resultado de la desaceleración económica y de la menor inversión, sumado al efecto de la depreciación del peso, los egresos corrientes del país

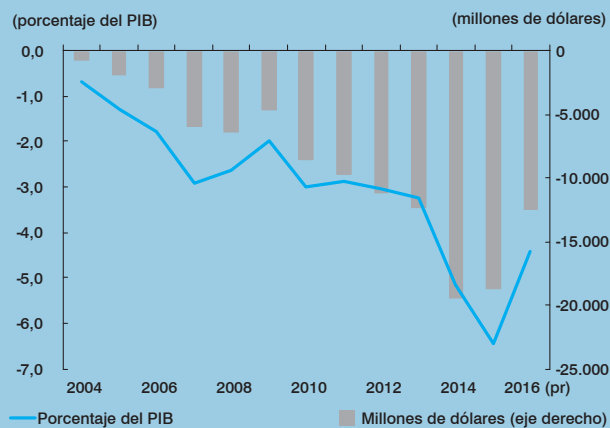
Gráfico R1.2
Precio del petróleo, tasa de cambio nominal y términos de intercambio



a/ Metodología comercio exterior.

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

Gráfico R1.3
Cuenta corriente de la balanza de pagos



(pr): preliminar

Fuente: Banco de la República.

empezaron a contraerse (20%) a un ritmo similar al de los ingresos (24%), razón por la cual el déficit corriente en dólares se mantuvo relativamente estable con respecto a lo observado el año anterior. No obstante, como proporción del PIB dicho déficit se amplió a 6,4% en 2015,

debido al efecto de la depreciación nominal del peso sobre la medición del PIB en dólares.

El déficit externo tuvo una corrección importante durante 2016 como resultado, entre otros factores, de la depreciación acumulada del peso y del menor crecimiento, lo cual desincentivó las importaciones de bienes y servicios y redujo las utilidades de las empresas extranjeras. Esto se reflejó en una caída de los egresos externos que casi duplicó la observada en los ingresos. De esta forma, el valor en dólares del déficit en la cuenta corriente pasó de USD 18.780 m en 2015 (6,4% del PIB) a USD 12.541 m en 2016 (4,4% del PIB).

Un factor que permitió un ajuste gradual del sector externo y de la economía en general frente al choque petrolero fue la financiación externa que siguió recibiendo el resto de actividades, especialmente el sector público. Sobresalen las mayores compras de títulos de deuda pública por parte de extranjeros, así como la creciente adquisición de préstamos y otros créditos externos por el Gobierno y otras entidades públicas (Gráfico R1.4). Adicional a esto, la venta de Isagén también aportó a las entradas

de recursos al país. Todo lo anterior permitió compensar parcialmente los menores capitales foráneos recibidos por el sector minero y petrolero, en especial los relacionados con inversiones directas (IED).

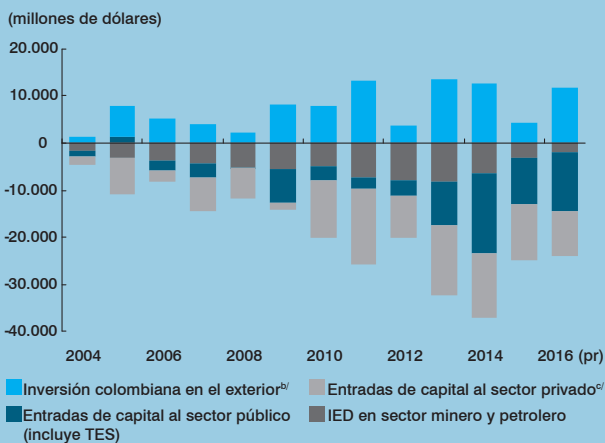
Para 2017 se espera que continúe la reducción del déficit en la cuenta corriente y que se ubique alrededor del 3,7% del PIB. Esto como resultado de la recuperación de los términos de intercambio y de la demanda externa, impulsados por el mejor panorama para los precios internacionales de las materias primas exportadas por el país, y por las mayores tasas de crecimiento económico esperadas de los principales socios comerciales. A lo anterior se sumaría un bajo crecimiento de las importaciones, afectadas por la depreciación acumulada del peso y por el aún bajo dinamismo de la actividad económica. El menor déficit corriente previsto para 2017 tendrá como contrapartida una reducción del financiamiento externo. Se estima que los flujos de IED sean la principal fuente de financiación externa y que el país continúe recibiendo inversiones de portafolio.

Por su parte, las finanzas públicas también se vieron afectadas por el choque petrolero debido a la alta participación de este sector en los ingresos fiscales. De hecho, el aumento de los precios y niveles de producción de petróleo desde mediados de la década anterior permitió que las rentas fiscales derivadas de esta actividad adquirieran mayor importancia dentro de las cuentas del Estado. En 2013 estas rentas alcanzaron una participación del 19,6% sobre los ingresos totales del Gobierno, lo que equivalía al 3,3% del PIB. El aumento de los ingresos petroleros permitió elevar el nivel de gasto, especialmente en el rubro de inversión, y reducir el tamaño del déficit fiscal (Cuadro R1.1).

Con el choque de precios en 2014 la participación de las rentas petroleras en los ingresos del Gobierno descendió a 15,6% (2,6% del PIB) en este año y a 6,9% (1,1 % del PIB) en 2015. Para mitigar el impacto fiscal de este choque, a finales de 2014 el Gobierno tramitó una reforma tributaria mediante la cual se creó, con carácter transitorio, un impuesto a la riqueza, se aumentó la tarifa del CREE y se estableció

Gráfico R1.4

Componentes de la cuenta financiera de la balanza de pagos^{a/}



(pr): preliminar

a/ No incluye activos de reserva e instrumentos financieros derivados.

b/ Incluye inversión directa y de cartera, préstamos otorgados a no residentes y depósitos en el exterior.

c/ Excluye IED al sector minero y petrolero.

Fuente: Banco de la República.

Cuadro R1.1
Balance del Gobierno Nacional Central y rentas petroleras^{a/}

Porcentaje del PIB	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 (pr)	2017 (proy)
Ingresos totales	13,8	15,2	16,1	16,9	16,7	16,1	15,0	15,1
Ingresos tributarios	12,3	13,5	14,3	14,3	14,3	14,5	13,7	14,4
No tributarios y Fondos especiales	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Recursos de capital	1,2	1,4	1,4	2,4	2,0	1,3	1,0	0,4
Gastos totales	17,7	18,1	18,4	19,3	19,1	19,2	19,0	18,5
Intereses	2,7	2,7	2,6	2,3	2,2	2,6	3,0	3,0
Funcionamiento ^{b/}	13,0	12,5	12,9	13,7	13,9	13,5	13,9	13,7
Inversión ^{b/}	1,9	2,9	3,0	3,3	3,0	3,1	2,1	1,8
Déficit total	(3,9)	(2,9)	(2,3)	(2,4)	(2,4)	(3,0)	(4,0)	(3,3)
Déficit estructural^{c/}	n. a.	n. a.	(2,4)	(2,3)	(2,3)	(2,2)	(2,1)	(2,0)
Renta petrolera ^{d/}	0,8	1,6	2,7	3,3	2,6	1,1	(0,1)	0,0
Renta petrolera/Ingresos totales (porcentaje)	6,2	10,3	17,0	19,6	15,6	6,9	(0,6)	0,0
Recaudo por regalías	1,1	1,4	1,6	1,3	1,1	0,9	1,0	n. a.

(pr): preliminar.

(proy): proyectado.

n. a. no aplica.

a/ No se incluyen los costos de la reestructuración del sistema financiero.

b/ Incluye pagos y deuda flotante.

c/ El déficit fiscal estructural corresponde al balance fiscal total ajustado por el efecto del ciclo económico, por los efectos extraordinarios y transitorios de la actividad minero-energética y por otros efectos de naturaleza similar. Equivale a la diferencia entre ingreso estructural y gasto estructural.

d/ El valor negativo de la renta petrolera en 2016 corresponde a devolución de impuestos.

Fuentes: Ministerio de Hacienda y Crédito Público y DNP.

una sobretasa temporal sobre este tributo¹. A pesar de estos ajustes, el déficit del Gobierno aumentó de 2,4% del PIB en 2014 a 3,0% del PIB en 2015 y la deuda ascendió de 38,3% del PIB a 42,6% del PIB en el mismo período (Cuadro R1.1 y Gráfico R1.5).

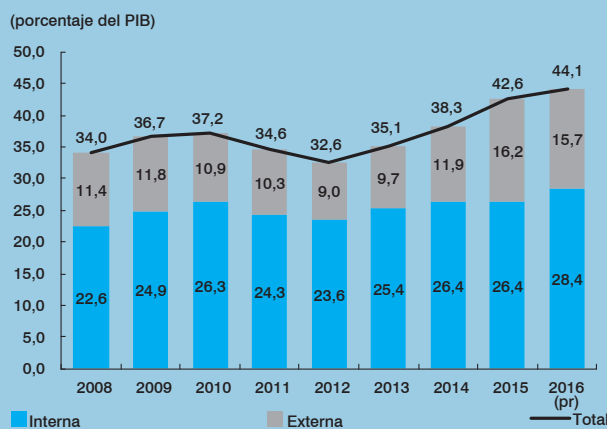
En el año 2016 el impacto del choque petrolero se manifestó con mayor severidad, toda vez que las rentas fiscales provenientes del sector desaparecieron. Ante el aumento de la carga de los intereses de la deuda ocasionada por la

depreciación y la rigidez del gasto de funcionamiento, el Gobierno realizó un recorte sobre el rubro de inversión de un 1 pp del producto, que no fue suficiente para reducir de manera significativa la participación del gasto total en el PIB. Al cierre del año, el déficit y la deuda ascendieron a 4,0% y 44,1% del PIB, respectivamente (Cuadro R1.1 y Gráfico R1.5).

La perspectiva de un mayor deterioro de la situación fiscal, el riesgo de incumplimiento de las metas de la regla fiscal y la necesidad de asegurar la sostenibilidad de la deuda en el mediano plazo, llevaron al Gobierno a presentar una nueva reforma tributaria que fue aprobada por el Congreso a finales de 2016. Con esta

¹ El impuesto a la riqueza sustituyó al impuesto sobre el patrimonio.

Gráfico R1.5
Deuda bruta del Gobierno Nacional Central



(pr): preliminar.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

se aumentó de 16% a 19% la tarifa general del impuesto al valor agregado (IVA), se redujo la carga impositiva para las empresas, se creó un impuesto sobre los dividendos, se estableció con carácter permanente el gravamen a los movimientos financieros y se crearon algunas sanciones contra la evasión, entre otras medidas. Con la reforma el Gobierno espera aumentar gradualmente el recaudo desde 0,7% del PIB en 2017 hasta 3,1% del PIB en 2022. Con estos ingresos adicionales y un ajuste en los gastos de funcionamiento e inversión, el Gobierno estima que el déficit fiscal descienda a 3,3% del PIB a finales de 2017.

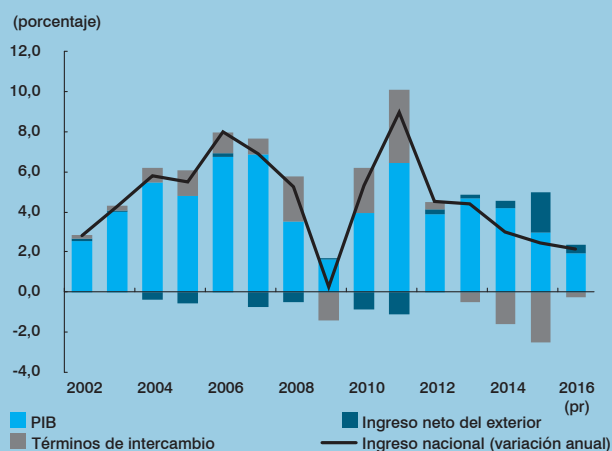
Desde el punto de vista de las finanzas territoriales, la caída del precio del petróleo redujo el valor de las regalías, que disminuyó de 1,6% del PIB en 2012, cuando alcanzó su nivel máximo, a 1,0% del PIB en 2016 (Cuadro R1.1). La utilización de una parte del ahorro acumulado en el Fondo de Ahorro y Estabilización del Sistema General de Regalías (FAE) moderó la necesidad de efectuar recortes de la inversión atendida con estos recursos. A diferencia del Gobierno nacional, cuyas rentas petroleras disminuyeron hasta desaparecer, las regiones mantuvieron un flujo de rentas después del choque, lo que les permitió conservar sus programas de gasto.

El ajuste externo y fiscal descrito, y en general la reducción de los términos de intercambio y su impacto sobre el ingreso nacional, se tradujeron en una desaceleración de la tasa de crecimiento del producto a partir de 2014. Fue así como el crecimiento económico se redujo de 4,4% en 2014 a 2,0% en 2016. Esta desaceleración refleja el debilitamiento de la demanda interna, como resultado, en gran medida, de la pérdida de dinamismo del ingreso nacional (Gráfico R1.6).

Específicamente, dentro de los componentes del gasto, la inversión fue afectada por la reducción de los proyectos en el sector petrolero y minero; la menor disponibilidad de recursos para realizar inversión pública; la caída de las importaciones de bienes de capital debido a la depreciación real, y las bajas expectativas de crecimiento económico, entre otros factores (Gráfico R1.7). Por su parte, el debilitamiento del consumo interno, cuya tasa de crecimiento se redujo de 4,4% a 2% entre 2014 y 2016, ha sido consecuencia de la reducción del ingreso de los hogares; el ajuste del gasto público; los incrementos en los costos del crédito; la depreciación real, y la caída en la confianza de los consumidores.

Adicionalmente, la demanda externa se ha mantenido estancada debido a varios factores,

Gráfico R1.6
Contribución por componentes a la variación del ingreso nacional

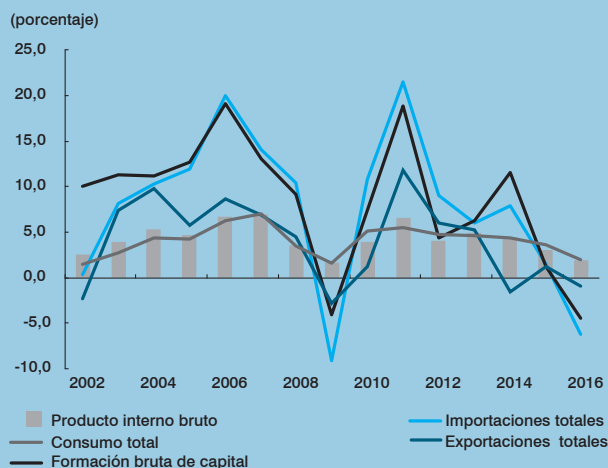


(pr): preliminar.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R1.7

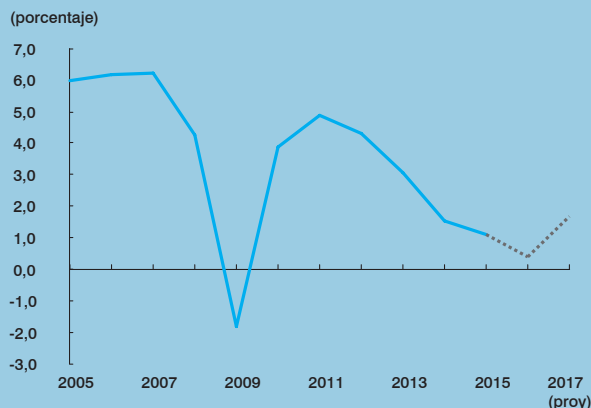
Crecimiento anual del PIB y de sus componentes



Fuente: DANE.

Gráfico R1.8

Crecimiento anual del PIB de los principales socios comerciales



(proy): proyectado

Fuente: FMI; cálculos del Banco de la República.

dentro de los que se cuenta el debilitamiento económico de los principales socios comerciales del país, que también se vieron afectados por el choque de los precios de las materias primas (Gráfico R1.8). A esto se le suma el bajo crecimiento económico de los países desarrollados y las rigideces que dificultan el impulso de las exportaciones no tradicionales del país.

La recuperación de la demanda externa y de los términos de intercambio del país que se prevé para 2017 favorecerá las exportaciones netas y, con ello, el ingreso nacional. La dinámica de la demanda interna seguiría débil, aunque algo mejor que la registrada en 2016, debido principalmente al comportamiento positivo que se espera de la inversión pública, en tanto que el consumo privado mantendría un crecimiento moderado. Además, para este año ya se habrían disipado los efectos negativos de los diferentes choques de oferta que se observaron a lo largo de 2016, en particular el asociado con el fenómeno de El Niño. Con esto, el equipo técnico del Banco de la República proyecta un crecimiento entre 0,7% y 2,7%, con 2,0% como cifra más probable.

Como se mencionó en la introducción del *Informe*, la política monetaria ha desempeñado un papel fundamental en todo el proceso de

ajuste. De esta manera, en septiembre de 2015 la JDBR inició un ciclo de alzas de las tasas de interés de política desde un nivel de 4,5% hasta llevarla al 7,75% en julio de 2016. El desafío de la política consistía en balancear los riesgos de una convergencia demasiado lenta de la inflación a la meta, por un lado, y de una desaceleración excesiva de la actividad económica, por el otro. Después de una reducción de 25 pb en cada sesión de diciembre, febrero y marzo pasado, en la actualidad la tasa de política se mantiene a un nivel de 7,0%, tal como se explica en el texto principal de este *Informe*.

Referencias

- Aizenman, J., Edwards, S., & Crichton, D. (2012). Adjustment patterns to commodity terms of trade shocks: The role of exchange rate and international reserves policies. *Journal of International Money and Finance*, 31(8), 1990–2016.
- Chia, W.-M., & Alba, J. (2006). Terms-of-Trade Shocks and Exchange Rate Regimes in a Small Open Economy. *Economic Record*, 86(1), S41–S53.
- Fornero, J.; Kirchner, M.; Yany, A. (2014). “Terms of Trade Shocks and Investment in

Commodity-Exporting Economies”, documento interno, Banco Central de Chile.

Hamann, F., Bejarano, J., & Rodríguez, D. (2015). Monetary policy implications for an oil-exporting economy of lower long-run international oil prices. Borradores de Economía. Banco de la República (871).

Hoffmaister, A., & Roldós, J. (1997). Are Business Cycles Different in Asia and Latin America? FMI. Working Papers, 97(9).

Kose, A. (2002). Explaining business cycles in small open economies: ‘How much do world prices matter? *Journal of International Economics*, 56(2), 299–327.

Mendoza, E. (1995). The Terms of Trade, the Real Exchange Rate, and Economic Fluctuations. *International Economic Review*, 36(1), 101-137.

Recuadro 2

Participación de extranjeros en el mercado de deuda pública local

El presente recuadro caracteriza la participación de inversionistas extranjeros (*offshore*) en el mercado de deuda pública local, quienes en los últimos años se han constituido en uno de los actores principales, particularmente en el mercado de TES tasa fija denominados en pesos.

Es importante tener en cuenta que la participación de los inversionistas extranjeros en el mercado de TES era poco representativa antes de 2014, cuando sus posiciones eran inferiores al 5% del saldo total de TES en pesos y unidades de valor real (UVR) (Gráfico R2.1). No obstante, a partir de ese año estos agentes han incrementado de manera sostenida su participación, de tal forma que al cierre de febrero poseían alrededor del 25% de los títulos¹, y sus tenencias se concentraban en las referencias a tasa fija denominadas en pesos, donde su participación pasó del 8% al 35% aproximadamente entre finales de 2013 y finales de 2016. Por su parte, al comparar la participación de inversionistas extranjeros en el mercado local de deuda pública en Colombia frente a los países de la re-

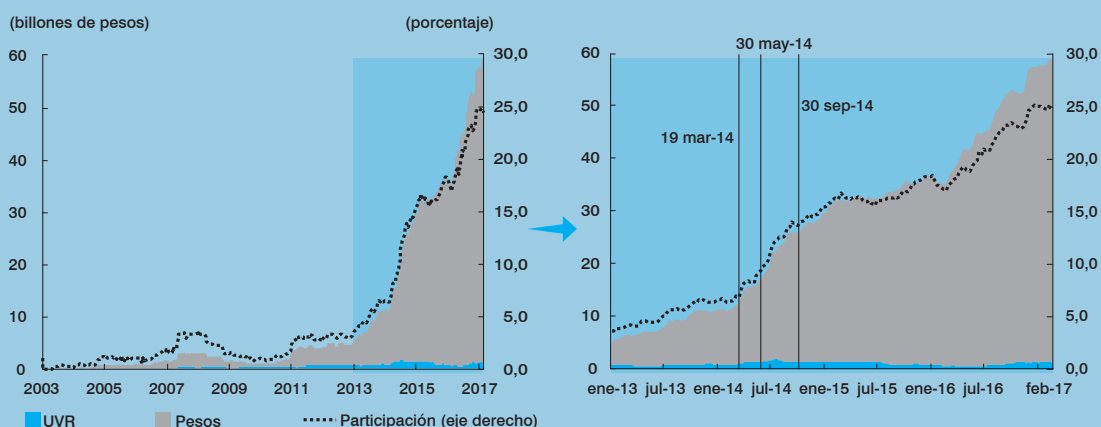
gión, se encuentra que es inferior a la de México (64,7%) y Perú (37,6%), pero superior a la de Brasil (14,3%) (*Citi Research*, 2017).

Son varios los factores que explican este incremento. Por un lado, luego de la crisis financiera internacional de 2008 varias economías desarrolladas implementaron estrategias de política monetaria expansivas que relajaron de manera importante las condiciones de liquidez internacional y llevaron a los inversionistas a buscar rendimientos en economías emergentes. Con información del Institute of International Finance, se observa que lo anterior se tradujo en una recuperación importante de los flujos de portafolio a economías emergentes luego de 2008, particularmente hacia mercados de renta fija, superando los niveles previos a la crisis (Gráfico R2.2).

Por otro lado, en Colombia ocurrieron varios cambios que, acompañados de mejores cifras del desempeño macroeconómico y la consolidación del grado de inversión de los títulos de deuda pública del país, mejoraron el acceso de capitales extranjeros a los mercados financieros locales. Dentro de estos se destacan los cambios en las condiciones de acceso y de tributación de los inversionistas internacionales

¹ Específicamente, al 28 de febrero las tenencias de TES como porcentaje del saldo total se ubican en 24,4%.

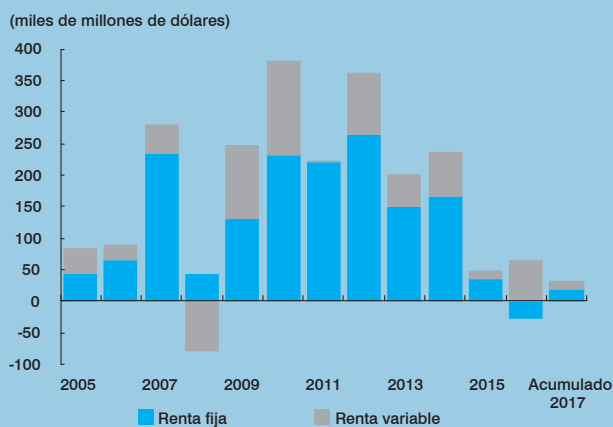
Gráfico R2.1
Saldo de TES de inversionistas extranjeros y participación en el saldo total



Nota: Datos al 28 de febrero de 2017.

Fuente: Banco de la República-DCV.

Gráfico R2.2
Flujos de portafolio de inversionistas extranjeros a economías emergentes^{a/}



a/ La información para lo corrido de 2017 (enero y febrero) es preliminar y corresponde a las cifras publicadas por el IIF el 1 de marzo de 2017.

Fuente: The Institute of International Finance.

que contribuyeron significativamente a incrementar los flujos de inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública. Particularmente, en diciembre de 2010 fue modificado el Régimen General de Inversiones de Capital del Exterior en Colombia y de Capital Colombiano

en el Exterior², de tal forma que los extranjeros ya no necesitan constituir un fondo de inversión de capital extranjero, sino que sus inversiones solo requieren un administrador local³. Posteriormente, en 2012 se redujo de 33% a 14% el impuesto de renta que tenían que pagar los inversionistas externos por sus inversiones en TES⁴, y en 2013⁵ se simplificó el cálculo de retención en la fuente aplicable a los títulos de renta fija, con lo que las retenciones dejaron de ser mensuales y pasaron a constituirse únicamente cuando los inversionistas percibieran ingresos de recursos, como pagos de cupones o la venta del título.

Estas mejoras en materia impositiva y la mayor accesibilidad de inversionistas extranjeros en el mercado local, junto con el debilitamiento de otras economías emergentes, contribuyeron a que el 19 de marzo de 2014 JP Morgan

² Decreto 4800 de 2010, que modificó el Decreto 2080 de 2000.

³ Sociedades comisionistas de bolsa, sociedades fiduciarias o sociedades administradoras de inversión.

⁴ Específicamente, la Ley 1607 de 2012 estableció dos tasas 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, respectivamente.

⁵ Decreto 2318 del 23 de octubre de 2013.

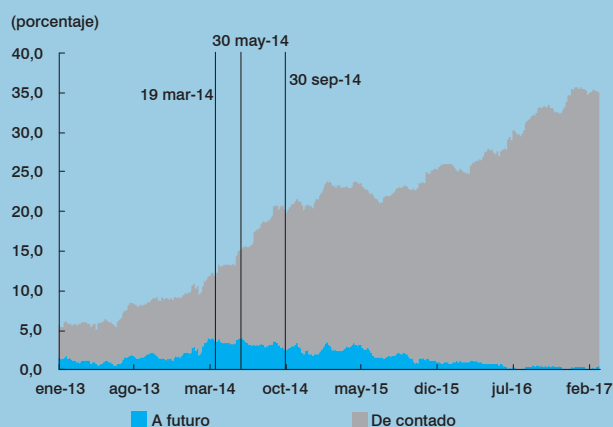
anunciara el incremento de la participación de Colombia en tres de sus principales índices de deuda emergente: GBI-EM Global Diversified (de 3,20% a 8,00%), GBI-EM Global (de 1,81% a 5,60%) y GBI-EM Global Diversified 15% IG (de 3,07% a 8,26%)⁶. Estos ajustes tuvieron lugar de forma gradual entre el 30 de mayo y el 30 de septiembre de ese mismo año, y según cálculos iniciales del Banco de la República, este rebalanceo pudo implicar una demanda potencial adicional de TES en pesos por parte de inversionistas externos cercana a los COP 19 billones (USD 9.420 m)⁷. En particular, entre el 19 de marzo y el 30 de septiembre de 2014 los extranjeros compraron en neto COP 13,2 billones de TES en pesos y COP 927 miles de millones de TES UVR (Gráfico R2.1); para el caso de los TES denominados en pesos, incrementaron su participación sobre el saldo total de 8% a 18% entre estas mismas fechas⁸ (Gráfico R2.3).

Cabe destacar que la posición abierta de compra de TES en contratos *non delivery*

*forward*⁹ de inversionistas extranjeros venía aumentando, pero a partir del anuncio de JP Morgan comenzó a disminuir (Gráfico R2.3). Lo anterior puede ser explicado por el hecho de que este instrumento les permitía a los inversionistas del exterior tomar posiciones en TES sin necesidad de comprar directamente el activo, considerando que podía ser muy costoso participar directamente en el mercado de deuda pública local.

Por otra parte, si bien dentro de los ajustes en los indicadores de JP Morgan se introdujeron varias referencias de TES en pesos, a las de más largo plazo se les asignaron ponderaciones mayores dentro de los índices. Acorde con esto, las compras de los extranjeros se han concentrado

Gráfico R2.3
Participación de inversionistas extranjeros en TES en pesos,
mercado de contado y a futuro



Fuente: Banco de la República-DCV.

⁶ Con la inclusión, la participación de otros países emergentes dentro de los índices se redujeron. Los mayores recortes se presentaron para Turquía [GBI-EM Global Diversified (de 9,21% a 8,02%), GBI-EM Global (de 5,90% a 5,58%) y GBI-EM Global Diversified 15% IG (de 8,70% a 8,23%)]; Rusia [GBI-EM Global Diversified (de 10,0% a 9,02%), GBI-EM Global (de 6,90% a 6,27%) y GBI-EM Global Diversified 15% IG (de 10,17% a 9,25%)]; Tailandia [GBI-EM Global Diversified (de 8,42% a 7,57%), GBI-EM Global (de 5,39% a 5,26%) y GBI-EM Global Diversified 15% IG (de 7,94% a 7,76%)]; Indonesia [GBI-EM Global Diversified (de 8,0% a 7,42%)]; Hungría [GBI-EM Global Diversified (de 5,43% a 4,86%) y GBI-EM Global (de 3,47% a 3,38%)], y Polonia [GBI-EM Global (de 11,45% a 11,03%) y GBI-EM Global Diversified 15% IG (de 15,0% a 12,34%)].

⁷ En el caso particular del índice GBI-EM Global Diversified, se incluyeron nuevas referencias de TES en pesos y se redujo la participación de bonos globales. Para un mayor detalle sobre estos cambios y sobre los indicadores de JP Morgan, puede consultar el Reporte del Emisor número 179 de abril de 2014 del Banco de la República, o el Recuadro 2: “Análisis del impacto en Colombia de la recomposición de los índices de JP Morgan de deuda local de países emergentes”, en el Informe al Congreso de julio de 2014.

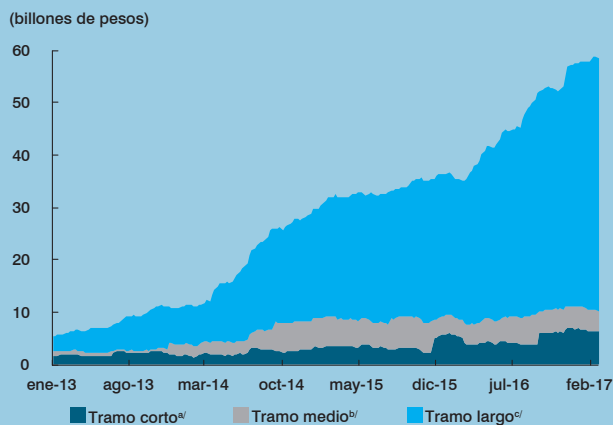
⁸ Esta variación corresponde a las compras en el mercado de contado. Teniendo en cuenta la posición compradora de TES en contratos a futuro, el porcentaje pasó de 12% a 20%.

⁹ Un contrato *forward* es un instrumento financiero derivado en el que las partes se comprometen a comprar o vender un activo, en este caso un TES, a un precio fijado y en una fecha determinada en el futuro. En este tipo de contrato la liquidación se realiza por compensación (*non delivery forward*); es decir, que a su vencimiento se compara el precio (o tasa) del mercado contra el precio (o tasa) pactado y el diferencial es pagado por la parte correspondiente.

en el tramo largo de la curva de rendimientos¹⁰ (Gráfico R2.4).

Al cierre de febrero de 2017 los títulos que concentran la mayor porción del portafolio de TES en pesos del *offshore* son las referencias con vencimiento en 2026 (19%), 2024 (17%), 2022 (18%), 2030 (15%) y 2028 (12%) (Gráfico R2.5). En el Gráfico R2.6 se puede observar que desde el 30 de septiembre de 2014 la participación de estas referencias dentro del portafolio de los inversionistas extranjeros ha sido similar a las ponderaciones del índice GBI-EM Global Diversified, y las diferencias podrían ser reflejo de que algunos de los fondos que han entrado al mercado colombiano tienen un perfil de inversión que no los restringe a replicar de forma pasiva dichos índices.

Gráfico R2.4
Evolución del saldo de TES en pesos de los inversionistas extranjeros por tramo

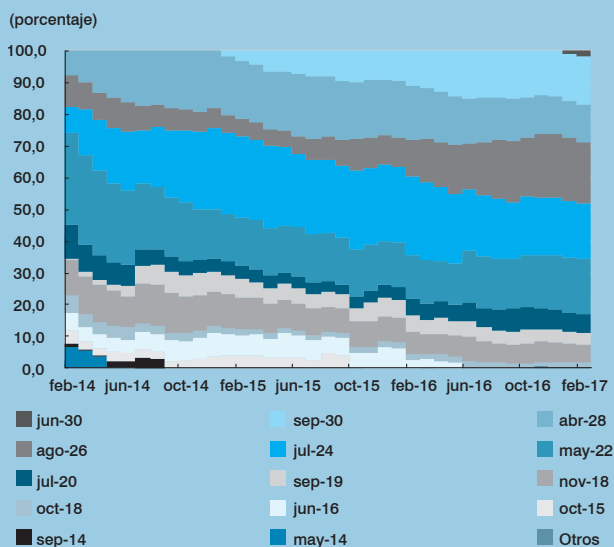


- a/ Corresponde a todos aquellos títulos que al momento de su adquisición tenían una fecha de vencimiento menor a dos años.
- b/ Corresponde a todos aquellos títulos que al momento de su adquisición tenían una fecha de vencimiento entre dos y cinco años.
- c/ Corresponde a todos aquellos títulos que al momento de su adquisición tenían una fecha de vencimiento posterior a cinco años.

Fuente: Banco de la República-DCV.

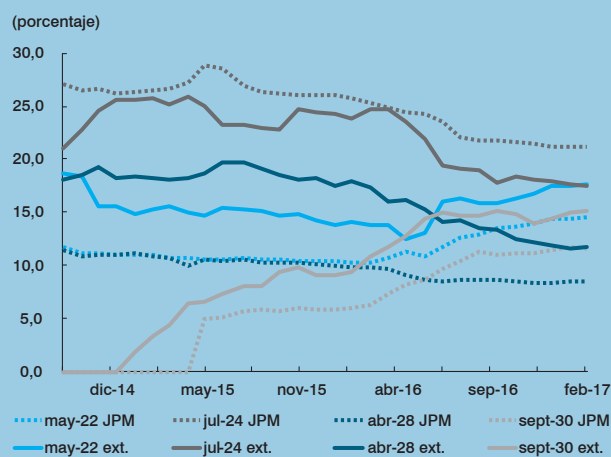
¹⁰ Para efectos del presente recuadro, se define como tramo largo a todos aquellos títulos que al momento de su adquisición tenían una fecha de vencimiento posterior a cinco años. Asimismo, el tramo medio corresponde a los bonos que vencen en un plazo entre dos y cinco años, y el remanente se clasifica como tramo corto.

Gráfico R2.5
Evolución de la composición del portafolio de TES en pesos de los inversionistas extranjeros, por referencia



Fuente: Banco de la República-DCV.

Gráfico R2.6
Evolución de las tenencias de TES en pesos de los inversionistas extranjeros vs. ponderaciones del índice de JP Morgan^{a/}



ext.: extranjeros observado.

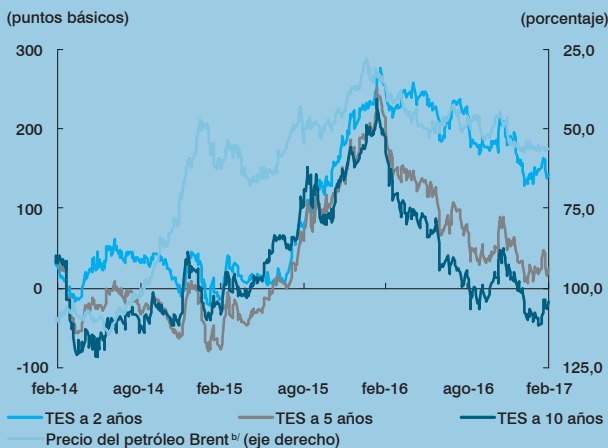
a/ Se utiliza el índice JP Morgan GBI-EM Global Diversified como referencia.

Fuente: Banco de la República-DCV.

El ritmo de las compras de inversionistas extranjeros se redujo durante el año 2015 y se recuperó de nuevo durante 2016 con compras

netas incluso superiores a las observadas durante 2014, cuando se ajustaron los indicadores de JP Morgan¹¹. Las menores entradas del *offshore* durante 2015 coincidieron con una desaceleración de las economías emergentes ante los menores precios de los *commodities*, especialmente del petróleo, y la incertidumbre frente a las condiciones globales de liquidez. En este contexto, los TES se desvalorizaron durante 2015 tal como lo hizo la deuda pública de la región (Gráfico R2.7).

Gráfico R2.7
Variaciones de los TES en pesos y del precio del petróleo^{a/}



a/ Las variaciones de los bonos se calculan tomando como base el 31 de diciembre de 2013.

b/ El eje del precio del petróleo se encuentra invertido.
Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

En contraste, en el 2016 aumentaron las compras de estos inversionistas ante la recuperación en los precios del petróleo y la reducción de la percepción de riesgo internacional en el primer semestre del año. Finalmente, y afín con lo observado en 2016, en lo corrido de 2017 la tendencia de entradas de inversionistas extranjeros en este mercado ha continuado creciendo. En enero y febrero su saldo se incrementó COP904,1 miles

¹¹ Las compras netas de TES en pesos por parte de inversionistas extranjeros para 2014, 2015 y 2016 ascienden aproximadamente a COP 18, COP 7 y COP 21 billones, respectivamente.

de millones¹², fortaleciendo su posición como uno de los principales agentes que participan en el mercado de deuda pública local.

En síntesis, el incremento en la participación de los inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública constituye uno de los cambios más relevantes en la historia reciente del mercado de deuda pública y podría representar beneficios en términos de profundidad, diversidad de actores en el mercado, formación de precios y menores costos de uso del capital; también, podría constituirse como un factor de vulnerabilidad de la economía local ante choques externos. Lo anterior implica, entre otras cosas, la necesidad de mantener posturas de política económica creíbles, sensatas y bien comunicadas que refuercen la confianza de estos agentes en el desempeño de la economía. En este contexto, un monitoreo constante de la dinámica de los inversionistas internacionales es fundamental para el seguimiento y análisis del mercado de TES.

Referencias

Banco de la República (2014). “Análisis del impacto en Colombia de la recomposición de los índices de JP Morgan de deuda local de países emergentes”, Recuadro 2, *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, julio.

Banco de la República (2016). *Reporte de Mercados Financieros*, cuarto trimestre de 2015, febrero.

Banco de la República (2017). *Reporte de Mercados Financieros*, cuarto trimestre de 2016, enero.

Cardozo, N.; Hincapié, A.; Rojas, K. (2014). “Análisis del impacto en Colombia de la recomposición de los índices de JP Morgan de deuda local de países emergentes”, *Reportes del Emisor*, núm. 179, abril.

Citi Research (2017). “Emerging Markets Strategy Weekly”, *Citi Research*, 9 de febrero.

Fedesarrollo (2014). “La inversión extranjera de portafolio y el comportamiento de la tasa de cambio en 2014”, *Tendencia Económica*, núm. 146, informe mensual, agosto.

¹² Con datos al 28 de febrero de 2017.

III. Reservas internacionales

A diciembre de 2016 las reservas internacionales netas totalizaron USD 46.674,63 m, cuantía inferior en USD 56,48 m al saldo registrado en diciembre de 2015. Esta disminución se explica por la venta de dólares en el mercado cambiario, USD 255,6 m, y por la apreciación del dólar estadounidense, que redujo el valor de las inversiones en otras monedas. La rentabilidad de las reservas en dólares fue de 0,77%, USD 360,5 m, baja en términos absolutos, pero la más alta observada desde 2009. El aumento gradual de las tasas de interés en los mercados financieros internacionales permitió que el rendimiento por causación de intereses mejorara frente a los años precedentes.

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

El Banco de la República reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional para enfrentar salidas de capital del país, las cuales pueden ser provocadas por factores como el deterioro de los términos de intercambio, pánicos financieros o crisis financieras en países vecinos. En este contexto, mantener un nivel adecuado de reservas internacionales también sirve para mejorar la confianza en el país y, por ende, enfrentar en mejor medida una crisis en los mercados externos. El nivel de las reservas internacionales es un factor determinante en la percepción de la capacidad de pago de los prestatarios nacionales. Las agencias calificadoras de riesgo y los prestamistas externos consideran que un nivel adecuado de reservas permite que los residentes puedan

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

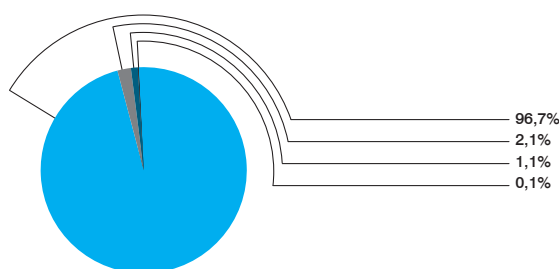
El Banco de la República administra las reservas internacionales dentro de un marco estricto de control de riesgos, en el cual se destacan las medidas encaminadas al manejo del riesgo de mercado, con el fin de que el valor de las inversiones no se vea afectado significativamente por cambios en las tasas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

A diciembre de 2016 las reservas internacionales netas totalizaron USD 46.674,63 m, cuantía inferior en USD 56,48 m al saldo registrado en diciembre de 2015⁵⁰. La disminución

⁵⁰ Las reservas internacionales netas son iguales al total de las reservas internacionales, o reservas brutas, menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera con agentes no residentes. Las reservas internacionales brutas ascendieron a USD 46.682,80 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron USD 8,16 m.

de las reservas internacionales en 2016 se explica por la venta de dólares en el mercado cambiario (USD 255,6 m) y por la apreciación del dólar estadounidense, ya que las reservas se valoran en esta moneda y por esto se redujo el valor de las inversiones en otras monedas. El principal componente de las reservas internacionales es el portafolio de inversión, el cual corresponde a las inversiones en instrumentos financieros en el mercado internacional y al oro físico certificado (96,22% y 0,46% de las reservas, respectivamente). En el Gráfico 39 se presenta la composición de las reservas internacionales.

Gráfico 39
Composición de las reservas internacionales brutas (información al 31 de diciembre de 2016)



■ Portafolio de inversión
■ Fondo Latinoamericano de Reservas
■ Fondo Monetario Internacional
■ Otros

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

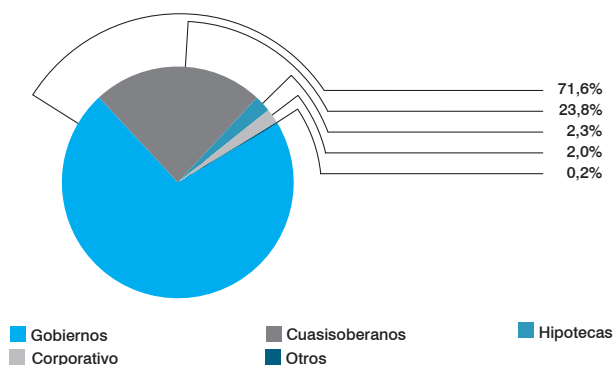
Fuente: Banco de la República.

A. Composición del portafolio de inversión⁵¹

En el Anexo se presenta una explicación de las políticas que orientan la administración del portafolio de inversión y algunas definiciones relevantes. En el Gráfico 40 se observa la composición del portafolio a diciembre de

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

Gráfico 40
Composición del portafolio de inversión por sectores (información al 31 de diciembre de 2016)

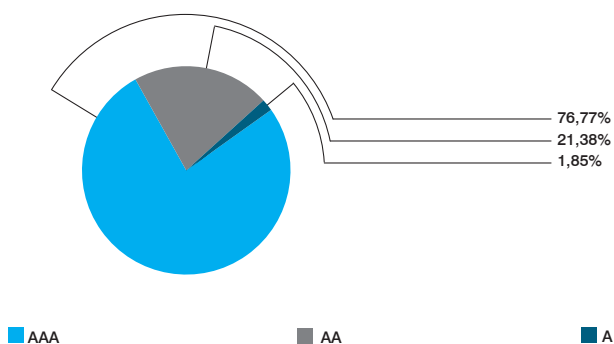


Fuente: Banco de la República.

2016, cuando alrededor del 98% estaba invertido en papeles emitidos por gobiernos y cuasisoberanos⁵².

El Gráfico 41 muestra la calidad crediticia del portafolio de inversión. El Banco utiliza como referencia la menor calificación otorgada por al menos dos de las tres principales agencias calificadoras (S&P, Moody's y Fitch

Gráfico 41
Composición del portafolio de inversión por calificación crediticia (información al 31 de diciembre de 2016)



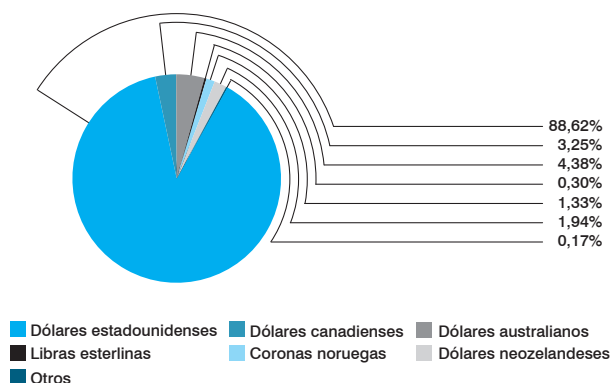
Fuente: Banco de la República.

⁵² Cuasisoberanos son emisores que son propiedad de gobiernos o están respaldados por estos; por ejemplo, entidades supranacionales y agencias.

Ratings). El 76,77% del portafolio se encuentra en instrumentos con calificación AAA, lo cual evidencia la alta calidad de los activos en que se invierte el portafolio.

Finalmente, el Gráfico 42 muestra la composición cambiaria que tenía el portafolio de inversión al 31 de diciembre de 2016. El dólar estadounidense tiene la mayor participación en las reservas internacionales de Colombia, debido a que gran parte de las transacciones comerciales y financieras del país con el resto del mundo se realizan en esta moneda. También, se permiten inversiones en las siguientes monedas: dólares canadiense, australiano, neozelandés, honkonés y singapurense; coronas sueca y noruega; libra esterlina; franco suizo; euro; yen; remimbi, y el won coreano. Todas estas monedas se caracterizan por contar con altos volúmenes diarios de negociación y tener gobiernos con altas calificaciones crediticias.

Gráfico 42
Composición cambiaria del portafolio de inversión
(información al 31 de diciembre de 2016)



Fuente: Banco de la República.

B. Rentabilidad de las reservas

La decisión de tener un portafolio con un perfil de riesgo conservador implica recibir una rentabilidad más baja que un portafolio con un perfil de riesgo agresivo. La teoría financiera básica de administración de portafolios indica que, si un inversionista quiere enfrentar

un menor riesgo, su rentabilidad esperada será menor.

En 2016 la rentabilidad de las reservas en dólares fue 0,77%⁵³ (USD 360,5 m). Aunque la tasa de rentabilidad permanece baja en términos absolutos, es la más alta observada desde 2009. Las tasas de interés en los principales países desarrollados se mantuvieron en niveles históricamente bajos, pero en los Estados Unidos han aumentado gradualmente debido a la decisión de la Reserva Federal de incrementar un total de 0,5% su tasa de interés de referencia entre 2015 y 2016. Al fin de 2016, la tasa de referencia de la política monetaria se situó en un rango entre 0,5% y 0,75%, mientras que la tasa del bono del tesoro estadounidense de dos años cerró el año en 1,19%. Esto permitió que el rendimiento por causación de intereses haya mejorado frente a los años precedentes.

IV. Situación financiera del Banco de la República

En 2016 el Banco de la República tuvo un resultado del ejercicio positivo de COP 502 mm, gracias a las mayores tasas de interés externas e internas, la suspensión de las compras de divisas en el mercado cambiario desde finales de 2014 y el mayor portafolio de TES en su poder.

En el estado de la situación financiera, el menor valor en pesos de las reservas internacionales, fruto del fortalecimiento del peso frente a las monedas de reserva, fue compensado por el mayor saldo del portafolio de TES.

Entre 2004 y 2014 la economía colombiana enfrentó un entorno de altas entradas de capitales y una tendencia a la apreciación del peso. Adicionalmente, a partir de 2008 las tasas de

⁵³ Esta tasa se obtiene al dividir la rentabilidad observada en dólares por el promedio del valor de las reservas netas el 31 de diciembre de 2015 y el 31 de diciembre de 2016. Desde 2015 se excluye el impacto del efecto cambiario en la rentabilidad de las reservas.

interés externas se redujeron de manera significativa. Durante todo este período, el Banco otorgó la liquidez necesaria en el mercado primario fundamentalmente mediante la compra de reservas internacionales. A finales de 2014 se suspendieron estas compras, por lo que se requirió buscar fuentes de expansión monetaria diferentes: en 2015 la principal fuente de expansión de liquidez en el mercado primario fue la reducción de los depósitos del Gobierno en el banco central, mientras que en 2016 fueron las compras de TES (véase Recuadro 3).

El suministro de la liquidez primaria fundamentalmente mediante las compras de divisas ya mencionadas trajo como resultado bajos rendimientos para el Banco, en especial en los años en los cuales el diferencial de tasas de interés internas y externas fue alto, y luego de acumular compras de divisas por montos significativos. En particular, durante el período 2010-2015 el Emisor registró pérdidas como consecuencia, principalmente, del costo acumulado por la intervención cambiaria⁵⁴. En 2016 las mayores tasas de interés externas e internas, la suspensión de las compras de divisas en el mercado cambiario desde finales de 2014 y el mayor portafolio de TES en poder del Banco, llevaron a que su estado de pérdidas y ganancias (PyG) tuviera un cambio, se incrementaran los ingresos, y volviera a tener un resultado del ejercicio positivo, a pesar de que los egresos también aumentaron.

Lo anterior se vio reflejado en la estructura de su balance. El principal rubro de sus activos lo constituyen las reservas internacionales (84% en promedio entre 2004 y 2016). Las compras de divisas dieron lugar a ingresos importantes por los rendimientos de las reservas internacionales en la primera parte de ese período. Sin embargo, a partir de 2008 las tasas de interés externas se redujeron y fueron particularmente bajas desde 2009. Esto, junto

con la apreciación del dólar frente a otras monedas de reserva, originó bajos rendimientos de las reservas internacionales, e incluso negativos en 2013 y 2014. Ya a partir de 2015, y como resultado de las mayores tasas de interés externas, el rendimiento de las reservas volvió a ser positivo y de magnitud significativa para 2016.

Por otra parte, las compras de divisas por parte del Emisor se suspendieron a finales de 2014 y la liquidez primaria pasó a ser otorgada mediante otras fuentes: en 2015 por medio de la reducción de los depósitos del Gobierno en el banco central, y en 2016 mediante compras importantes de TES por parte del Banco. Esto último trajo como resultado un incremento del saldo de dichos títulos en su poder, el cual representó 5% del total del activo en 2016, después de tener una participación prácticamente nula en los tres años anteriores.

Adicionalmente, es importante mencionar que de los egresos más significativos del Banco se encuentran los denominados gastos monetarios (Cuadro 9). Su evolución se relaciona, principalmente, con las fuentes de suministro de liquidez primaria, cuyo comportamiento ya se mencionó y se detalla en el Recuadro 3. Por su parte, los gastos corporativos, en términos reales, se mantuvieron relativamente constantes en los últimos años. Para 2017 se proyecta un crecimiento real de estos, resultado del incremento de aquellos que se encuentran afectados por la variación del salario mínimo, la convención colectiva, por depreciaciones, amortizaciones, impuestos, mantenimiento de activos y proyectos de tecnología, entre otros.

A. Evolución del estado de resultados

En 2016 el Banco de la República registró un resultado operacional de COP 502 mm, producto de ingresos por COP 3.130 mm y egresos por COP 2.628 mm (Cuadro 9). Frente a lo observado el año anterior, los ingresos presentaron un incremento de COP 1.414 mm y los egresos de COP 517 mm.

⁵⁴ Véanse los *Informes de la Junta Directiva del Banco de la República al Congreso de la República* y la nota editorial de la *Revista del Banco de la República* de diciembre de 2013.

Cuadro 9
Estado de resultados del Banco de la República, 2016
(miles de millones de pesos)

	Ejecutado a:		Variaciones anuales	
	2015	2016	Porcentuales	Absolutas
I. Total ingresos (A + B + C)	1.715	3.130	82,4	1.414
A. Ingresos monetarios	1.219	2.635	116,1	1.416
1. Intereses y rendimientos	724	2.595	258,4	1.871
Reservas internacionales	320	1.131	253,4	811
Portafolio de invers. de regul. Monetaria (TES)	29	1.007	3.413,1	979
Op. activas de regulación monetaria (Repos)	375	456	21,7	81
Otras operaciones	0	0	(27,9)	(0)
2. Diferencias en cambio	493	37	(92,5)	(456)
3. Otros ingresos monetarios	3	4	41,1	1
B. Valor facial de la moneda metálica emitida	308	300	(2,7)	(8)
C. Ingresos corporativos	188	194	3,5	7
1. Comisiones	154	160	3,9	6
Servicios bancarios	73	67	(7,9)	(6)
Negocios fiduciarios	81	93	14,5	12
2. Otros ingresos corporativos	34	35	1,8	1
II. Total gastos	2.111	2.628	24,5	517
A. Gastos monetarios	1.380	1.850	34,1	471
1. Intereses y rendimientos	1.089	1.568	44,1	480
Depósitos remunerados - liquidez DGCPTN	572	1.427	149,6	855
Depósitos remunerados de control monetario	510	131	(74,3)	(379)
Depósitos operaciones pasivas de regulación monetaria	7	10	56,9	4
2. Gastos admón. y manejo fondos en el exterior	36	40	12,6	5
3. Comisión de compromiso créd. flexible FMI	30	61	103,1	31
4. Diferencias en cambio	224	180	(19,9)	(45)
5. Otros gastos monetarios	1	1	17,8	0
B. Billetes y monedas	219	215	(2,0)	(4)
C. Gastos corporativos	451	496	10,0	45
1. Gastos de personal	304	332	9,0	27
2. Gastos generales	64	71	10,8	7
3. Otros corporativos	82	93	13,3	11
D. Gastos de pensionados	61	67	9,1	6
III. Resultado operacional (I - II)	(395)	502	-	897

Fuente: Banco de la República.

Los mayores ingresos observados durante 2016 se explican, principalmente, por el rendimiento de las reservas internacionales, del portafolio de inversiones en títulos de tesorería TES en poder del Banco y por los ingresos de las operaciones de liquidez mediante repos. Por su parte, los mayores egresos se explican, en especial, por la mayor remuneración a los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco de la República.

A continuación se explican los rubros que tuvieron mayor incidencia en el estado de resultados en 2016:

- El incremento por el rendimiento de las reservas internacionales se explica por: 1) el rendimiento del portafolio de inversión (COP 1.102 mm), que presentó una rentabilidad promedio en 2016 de 0,77%, frente a 0,43% en 2015; 2) la valorización de las inversiones en oro (COP 17 mm), resultado del aumento del precio internacional del metal (7,3%)⁵⁵, y 3) los rendimientos de los aportes en organismos internacionales, convenio con la Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi) y otros (COP 12 mm) (Cuadro 10 y Gráfico 43)
- Los ingresos por los rendimientos del portafolio de inversiones de regulación monetaria TES ascendieron a COP 1.007 mm.

Cuadro 10
Rendimiento de las inversiones
de las reservas internacionales
(miles de millones de pesos)

	2015	2016
Reservas internacionales	320	1.131
Portafolio	401	1.102
Organismos internacionales, convenio Aladi y otros	6	12
Oro	(87)	17

Fuente: Banco de la República.

⁵⁵ El precio internacional del oro fue de USD 1.159,1 por onza troy al cierre de 2016 y de USD 1.062,3 por onza troy al cierre de 2015.

Gráfico 43
Precio internacional del oro



Fuente: Reuters.

Este resultado se explica por el incremento del saldo del portafolio de TES, que pasó de COP 118 mm en diciembre de 2015, a COP 8.893 mm un año después. Esto es producto de las compras netas realizadas por COP 15.033 mm, la transferencia de títulos recibidos del Gobierno de COP 404 mm para cubrir el resultado operacional de 2015 del banco central y del vencimiento de títulos en poder del Banco por COP 6.705 mm.

- Los ingresos por las operaciones de liquidez mediante repos ascendieron a COP 456 mm, superiores en COP 81 mm con respecto a 2015, resultado de la mayor tasa de remuneración que compensó los menores volúmenes promedio diario de estas operaciones⁵⁶.
- La puesta en circulación de moneda metálica generó ingresos por COP 300 mm, inferior en COP 8 mm (-2,7%) frente a lo observado en 2015.
- El resultado neto de los ingresos y egresos originados por las variaciones de la tasa de cambio del peso frente al dólar sobre

⁵⁶ Los volúmenes promedio diario fueron de COP 6.687 mm en 2016 y de COP 8.254 mm en 2015. La tasa promedio de remuneración observada en 2016 fue de 7,06% efectivo anual (e. a.) y de 4,65% e. a. en 2015.

activos y pasivos en moneda extranjera diferentes a las reservas internacionales fue negativo (-COP 143 mm), producto de la apreciación del peso frente al dólar observada al final del año⁵⁷.

- Los ingresos recibidos por las comisiones por servicios bancarios y negocios fiduciarios ascendieron a COP 160 mm, superiores en COP 6 mm (3,9%) a los obtenidos en 2015. El incremento se explica por los ingresos de los negocios fiduciarios, que presentaron un crecimiento de COP 12 mm (14,5%), principalmente por la remuneración en la administración de los TES que creció 13,2% anual.

En relación con los egresos, se destaca:

- El gasto por la remuneración a los depósitos para la administración de la liquidez del Gobierno Nacional fue de COP 1.427 mm, superior en COP 855 mm (149,6%) frente al registrado un año atrás. Esto, a causa de los mayores volúmenes promedio de estas operaciones y por la mayor tasa de interés⁵⁸. Este rubro constituye la principal explicación del aumento de los egresos monetarios del Banco durante 2016.
- Los costos por emisión y distribución de especies monetarias fueron de COP 215 mm, y registraron una disminución de 2,0%, COP 4 mm, frente a 2015, por la menor demanda de billetes.
- Los depósitos remunerados de control monetario presentaron una ejecución de

COP 131 mm en 2016 frente a COP 510 mm en 2015⁵⁹.

- La remuneración a los depósitos por operaciones pasivas de regulación monetaria ascendió a COP 10 mm frente a COP 7 mm observada en 2015, presentando un incremento del gasto de 56,9%⁶⁰.
- Los egresos corporativos se situaron en COP 496 mm, con un incremento de 10,0% (4,1% en términos reales) frente a los registrados en 2015, dentro de los cuales se encuentran:
 - Los gastos de personal, COP 332 mm, presentaron una variación de 9,0% (3,1% real)⁶¹. Este gasto involucra los salarios y prestaciones sociales, aportes a seguridad social, servicio médico, auxilios y capacitación formal; se incluyen también otros gastos de empleados, como aportes a cajas de compensación, ICBF y SENA, capacitación continuada y viáticos, entre otros.
 - Los gastos generales, COP 71 mm, registraron una variación de 10,8% (4,8% real), resultado de los mayores gastos en mantenimiento, adecuaciones a las instalaciones y a los equipos⁶², servicios públicos, vigilancia privada, servicio de aseo y servicios de *outsourcing*, asociados con el incremento de la infraestructura del Banco. Así mismo, el aumento del salario mínimo (7,0%) afectó algunos rubros,

⁵⁷ La tasa de cambio finalizó 2016 en COP 3.000,71 por dólar, lo que significó una apreciación del peso de 4,7% frente al cierre de 2015.

⁵⁸ El saldo promedio diario de estos depósitos en el Banco de la República fue de COP 20.367 mm en 2016 y de COP 12.597 mm en 2015 (no incluye la cuenta cajero). La tasa de remuneración promedio anual observada fue de 7,26% e. a. y de 4,54% e. a., respectivamente.

⁵⁹ El saldo promedio de estos depósitos en 2016 fue de COP 10.134,5 mm hasta el 1.º de julio, cuando vencieron. La tasa de remuneración promedio anual fue de 5,49% e. a. en 2016 y de 5,16% e. a. en 2015.

⁶⁰ El saldo promedio fue de COP 183 mm en 2016 frente a COP 179 mm en 2015, la tasa de remuneración promedio fue de 5,87% e. a. y 3,8% e. a., respectivamente.

⁶¹ Incluye lo contemplado en la convención colectiva vigente.

⁶² Equipos de tesorería, corporativo, de seguridad, ascensores, aire acondicionado, comunicación, contraincendio, bombas, motobombas y otros equipos instalados en los edificios del Banco.

como los contratos de mantenimiento y vigilancia.

- Los otros gastos corporativos, COP93 mm, registraron una variación de 13,3% (7,1% real), resultado de mayores depreciaciones, amortizaciones, proyectos de tecnología, impuestos y seguros asociados con la adquisición y renovación de activos. Dentro de este rubro, los gastos culturales (COP9 mm) no registraron variación en términos reales.
- Por último, el gasto neto de pensionados, COP67 mm, presentó una variación de 9,1% (3,2% real). Este gasto es el resultado del costo financiero por concepto de pensiones, servicio médico, auxilios educacionales y el ingreso por el reintegro de pensiones reconocidas por parte de Colpensiones.

B. Constitución de reservas y distribución de utilidades

Los estatutos del Banco establecen que la Junta Directiva debe aprobar los estados financieros correspondientes al ejercicio anual y crear o incrementar una reserva de estabilización monetaria y cambiaria con las utilidades del período, de acuerdo con las previsiones de pérdidas que para los siguientes dos ejercicios muestren las proyecciones del Banco. El remanente de las utilidades, una vez descontada la inversión neta en bienes para la actividad cultural, y apropiadas las demás reservas estatutarias⁶³, será de la nación. Las pérdidas del ejercicio serán cubiertas por el Presupuesto General de la Nación (PGN), siempre y cuando no alcancen a ser enjugadas con la reserva de estabilización monetaria y cambiaria⁶⁴.

⁶³ Otras reservas estatutarias: 1) para protección de activos, 2) de resultados cambiarios y 3) para fluctuaciones de monedas (artículo 61 del Decreto 2520 de 1993 y artículo 1.º del Decreto 2386 de 2015).

⁶⁴ Artículos 34, 60, 62 y 63 del Decreto 2520 de 1993.

En 2015, en desarrollo de la aplicación de las nuevas políticas contables basadas en las NIIF, se realizaron ajustes a los activos, pasivos y patrimonio del Banco, cuyo efecto neto fue un valor negativo de COP153 mm. Atendiendo lo señalado en las NIIF, y de acuerdo con las instrucciones de la Contaduría General de la Nación y de la Superintendencia Financiera, estas pérdidas se contabilizaron en los estados financieros de ese año en el rubro “resultados acumulados en el proceso de convergencia a NIIF”. Teniendo en cuenta que en el ejercicio de 2015 no se produjeron utilidades, y acogiendo los conceptos del Consejo Técnico de la Contaduría Pública, la Junta Directiva del Banco de la República autorizó que las pérdidas por la implementación del nuevo marco contable basado en las NIIF se cubrieran con utilidades futuras mediante cinco cuotas anuales iguales cuando el ejercicio anual presente utilidades.

De acuerdo con lo anterior, el resultado neto a favor del Gobierno Nacional es de COP407 mm, cifra que incorpora el resultado operacional de COP502 mm y las deducciones del ejercicio por la inversión neta para la actividad cultural, COP64 mm⁶⁵, y por la reducción en el patrimonio debido a la implementación de las NIIF, COP31 mm⁶⁶ (Cuadro 11).

C. Estructura financiera

A continuación se explican las variaciones de los principales conceptos del activo, pasivo y patrimonio del Banco de la República al 31 de diciembre de 2016, frente a los saldos

⁶⁵ Este rubro se explica, principalmente, por la inversión neta en bienes inmuebles del área cultural en San Andrés (COP31 mm), Neiva (COP13 mm) y del Museo del Oro en Pasto (COP3 mm), así como la realizada en la donación de la casa y obras de Gómez Campuzano (COP10 mm). En este último caso, de acuerdo con la nueva política contable NIIF, la donación aumentó los ingresos del estado de pérdidas y ganancias. Al descontar esta suma como inversión cultural no tendrá efecto sobre las utilidades que se trasladarán a la nación en 2017.

⁶⁶ Este valor corresponde a la quinta parte de las pérdidas por la implementación del nuevo marco contable basado en las NIIF (COP153,5 mm).

Cuadro 11
Distribución de utilidades
(miles de millones de pesos)

	2016
A. Resultado del ejercicio	502
B. Más utilización de reservas	0
Reserva para fluctuación de monedas	0
Reserva de estabilización monetaria y cambiaria	0
Reserva de resultados cambiarios	0
Reserva para protección de activos	0
C. Menos constitución de reservas	95
Reserva para fluctuación de monedas	0
Reserva de resultados cambiarios	0
Reserva para protección de activos	0
Pérdida por implementación de las NIIF	31
Inversión neta en bienes para la actividad cultural	64
Resultado neto a favor (+) o a cargo del Gobierno nacional (-): A + B - C	407

Fuente: Banco de la República.

registrados el 31 de diciembre del año anterior (Cuadro 12).

Se destaca el valor positivo en los resultados del Banco en 2016. Adicionalmente, se resalta la reducción del saldo en pesos de las reservas internacionales en el activo, como resultado, principalmente, de la apreciación del peso frente a las monedas de reserva. Por su parte, el menor valor de las reservas internacionales fue compensado por el mayor nivel del saldo de TES en poder del Banco, como resultado de las compras netas de estos títulos realizadas durante 2016. Finalmente, se destaca la variación negativa del patrimonio por la cuenta superávit por ajuste de cambio, en la cual se registra la desvalorización del saldo en pesos de las reservas internacionales, por movimientos de la tasa de cambio.

I. Activo

Los activos del Banco de la República registraron un saldo de COP 167.289 mm al cierre

de diciembre de 2016. Esta cifra es superior en COP 7.135 mm (4,5%) al saldo observado un año atrás, cuando los activos ascendieron a COP 160.153 mm. Las principales variaciones de las cuentas del activo se explican, en su orden, por:

- Portafolio de inversiones en moneda nacional: su saldo valorado a precios de mercado fue de COP 8.893 mm en diciembre de 2016, superior en COP 8.775 mm con respecto al cierre de 2015. Lo anterior fue el resultado de: 1) compras de TES por parte del Banco de la República por COP 15.033 mm; 2) el rendimiento de este portafolio por COP 1.007 mm, y 3) traslado de TES por parte del Gobierno al Banco de la República por COP 404 mm para enjugar las pérdidas del Emisor registradas en 2015 (COP 395 mm) y para aumentar la cuenta de superávit por inversión en activos para la actividad cultural (COP 9 mm). Esto se compensó

Cuadro 12
Estado de la situación financiera del Banco de la República clasificado por criterio económico
(miles de millones de pesos)

Cuentas	Diciembre de 2015		Diciembre de 2016		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	160.153	100,0	167.289	100,0	7.135	4,5
Reservas internacionales brutas	147.207	91,9	140.082	83,7	(7.126)	(4,8)
Aportes en organismos internacionales	3.795	2,4	10.109	6,0	6.313	166,3
Inversiones	118	0,1	8.893	5,3	8.775	7.407,0
Sector público regulación monetaria	118	0,1	8.893	5,3	8.775	7.407,0
Cartera de créditos	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Otros créditos	1	0,0	1	0,0	0	3,2
Deterioro	(1)	(0,0)	(1)	(0,0)	(0)	3,2
Pactos de reventa-Apoyos transitorios de liquidez	6.908	4,3	5.813	3,5	(1.094)	(15,8)
Cuentas por cobrar	47	0,0	53	0,0	5	11,3
Otros activos netos	2.077	1,3	2.339	1,4	262	12,6
Pasivo y patrimonio	160.153	100,0	167.289	100,0	7.135	4,5
Pasivo	97.077	60,6	110.428	66,0	13.351	13,8
Pasivos M/E que afectan reservas internacionales	29	0,0	24	0,0	(5)	(16,0)
Base monetaria	82.519	51,5	84.598	50,6	2.079	2,5
Efectivo	54.084	33,8	55.427	33,1	1.343	2,5
Reserva	28.435	17,8	29.172	17,4	737	2,6
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	353	0,2	83	0,0	(269)	(76,4)
Otros depósitos	43	0,0	70	0,0	27	62,7
Gobierno nacional- liquidez DGCPN M/N	4.043	2,5	14.589	8,7	10.546	260,8
Gobierno nacional-DGCPN M/E	241	0,2	266	0,2	24	10,1
Depósitos remunerados de control monetario	4.935	3,1	0	0,0	(4.935)	(100,0)
Obligaciones con organismos internacionales	5.273	3,3	11.453	6,8	6.180	117,2
Cuentas por pagar	226	0,1	82	0,0	(144)	(63,9)
Otros pasivos	(585)	(0,4)	(737)	(0,4)	(152)	26,0
Patrimonio total	63.076	39,4	56.861	34,0	(6.216)	(9,9)
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Superávit	63.721	39,8	56.897	34,0	(6.825)	(10,7)
Liquidación CEC	521	0,3	521	0,3	0	0,0
Ajuste de cambio	63.032	39,4	56.199	33,6	(6.833)	(10,8)
Inversión en activos para actividad cultural y donaciones	169	0,1	177	0,1	9	5,1
Otros resultados integrales	(109)	(0,1)	(397)	(0,2)	(288)	263,0
Resultados	(395)	(0,2)	502	0,3	897	-
Resultados acumulados proceso de convergencia a NIIF	(153)	(0,1)	(153)	(0,1)	0	0,0

Nota: Incluye la cuenta cajero.

Fuente: Banco de la República.

parcialmente con los vencimientos del portafolio de TES en poder del Banco por COP 7.669 mm.

- Aportes en organismos internacionales: los aportes al finalizar diciembre de 2016 ascendieron a COP 10.109 mm, superiores en COP 6.313 mm (166,3%) a los registrados en diciembre de 2015, cuando el saldo fue de COP 3.795 mm. Este incremento se originó fundamentalmente por dos operaciones: 1) el aumento de la posición (cuota) de Colombia en el FMI por DEG 1.271 m⁶⁷, lo cual incrementa el saldo de esta cuenta; 2) por las ventas de DEG 521 m a los Estados Unidos, lo que originó una reducción en el aporte en moneda extranjera en el FMI, contrarrestado con un incremento en el aporte en pesos para mantener el valor de la posición en el mismo organismo.
- Reservas internacionales: al cierre de diciembre de 2016 el saldo de las reservas internacionales brutas, valoradas a precios de mercado, fue de COP 140.082 mm (USD 46.683 m), inferior en COP 7.126 mm (-4,8%) con respecto al dato observado el 31 de diciembre de 2015. Esta reducción se explica, principalmente, por: 1) el ajuste de cambio negativo en COP 6.833 mm, como resultado de las variaciones de la tasa de cambio peso/monedas de reserva; 2) las ventas de divisas del Emisor en el mercado cambiario mediante el mecanismo de opciones *call* para desacumulación por COP 781 mm (USD 255,6 m), y 3) la valoración a precios de mercado en 2016 por COP 353 mm. Lo anterior fue contrarrestado parcialmente por el rendimiento por intereses causados en 2016 por COP 1.448 mm.
- Operaciones repo utilizadas para otorgar liquidez transitoria: presentaron un saldo de COP 5.813 mm al finalizar diciembre

de 2016, lo que significó una reducción de COP 1.094 mm (-15,8 %) con respecto al cierre de 2015.

2. *Pasivo*

Al 31 de diciembre de 2016 el saldo de los pasivos fue de COP 110.428 mm, superior en COP 13.351 mm (13,8%) al registrado al finalizar 2015. A continuación se presentan las principales fuentes de variación:

- Los depósitos en pesos del Gobierno para la administración de su liquidez, constituidos mediante la DGCPN en el Banco de la República: su saldo fue COP 14.589 mm al cierre de diciembre de 2016⁶⁸. Este monto es superior en COP 10.546 mm (260,8%) al registrado en diciembre de 2015.
- Obligaciones con organismos internacionales: en diciembre de 2016 su saldo fue de COP 11.453 mm, superior en COP 6.180 mm (117,2%) al presentado al cierre de 2015. En este caso, la variación obedece a la misma explicación que se dio antes para el incremento de la cuenta del activo “aportes en organismos internacionales”. Este mayor valor del activo tiene como contrapartida un mayor valor del pasivo mediante esta cuenta.
- Base monetaria: el 31 de diciembre de 2016 la base monetaria presentó un saldo de COP 84.598 mm, superior en COP 2.079 mm (2,5%) al registrado al cierre de 2015. Por componentes, el efectivo en circulación presentó un incremento de COP 1.343 mm y la reserva bancaria de COP 737 mm.

3. *Patrimonio*

El patrimonio presentó un saldo de COP 56.861 mm en diciembre de 2016, inferior en COP 6.216 mm (-9,9%) con respecto a la cifra observada en diciembre de 2015. Esta

⁶⁷ El DEG es un activo de reserva internacional creado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) que es utilizado como unidad de cuenta. Su valor está basado actualmente en una canasta de cinco monedas: el dólar estadounidense, el euro, el yen, la libra esterlina y el renminbi chino.

⁶⁸ Incluye la cuenta cajero.

disminución se explica principalmente por: 1) la variación de la cuenta de ajuste de cambio, la cual disminuyó en COP 6.833 mm y tuvo como contrapartida una reducción en pesos de las reservas internacionales brutas, como se explicó anteriormente. Esto fue contrarrestado en parte por la utilidad del ejercicio en 2016 por COP 502 mm y por el traslado de TES del Gobierno al Banco de la República por COP 404 mm.

D. Presupuesto de ingresos y gastos para 2017

El presupuesto para 2017 fue aprobado por la JDBR en diciembre de 2016, previo concepto favorable del Consejo Superior de Política Fiscal (Confis).

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

Para este año se proyecta un resultado operacional de COP 153 mm, producto de ingresos por COP 2.537,1 mm y de egresos por COP 2.384 mm (Cuadro 13).

El presupuesto de ingresos para 2017 contempla un incremento anual de 72,4% frente a lo presupuestado para 2016. Los principales rubros son los siguientes:

- Se proyecta que el ingreso por el rendimiento neto de las reservas internacionales será de COP 1.037 mm frente a COP 720 mm esti-

mados en el presupuesto de 2016. La rentabilidad promedio de las reservas internacionales para 2017 se estima en 0,71%⁶⁹.

- El rendimiento estimado del portafolio de TES en poder del Banco, COP 569 mm, contempla una rentabilidad de 6,8%, de acuerdo con el portafolio base de proyección, las tasas de referencia y márgenes de valoración y los vencimientos correspondientes. No se consideran compras netas de TES para 2017.
- El ingreso estimado por las operaciones de liquidez mediante repos (operaciones activas de regulación monetaria) se proyecta en COP 276 mm frente a COP 147 mm incluidos en el presupuesto en 2016. Esta variación se explica por los mayores volúmenes promedio de estas operaciones y por la mayor tasa de interés de intervención considerados para 2017⁷⁰.
- Se estima que la puesta en circulación de moneda metálica⁷¹ generará ingresos por COP 331 mm, con un incremento anual de 1,6% frente a 2016, resultado de la estimación de la puesta en circulación de 902,7 millones de piezas de moneda metálica.
- El ingreso neto estimado por el ajuste en cambio es resultado de ingresos por COP 137 mm y egresos por COP 85 mm, producto de la variación del dólar frente al peso sobre los activos y pasivos del Banco de la República en moneda extranjera diferentes a reservas internacionales.

⁶⁹ El presupuesto no supone variación del precio internacional del oro.

⁷⁰ El presupuesto de 2017 supone un crecimiento nominal anual de la base monetaria de 5,1%. Los volúmenes promedio diario de repos de expansión proyectados para 2017 son de COP 15.421 mm y la tasa de interés promedio de remuneración considera la tasa de interés de referencia (7,75% e. a.), vigente al momento de elaborar el presupuesto. En 2016 se presupuestaron operaciones repo promedio diarias por COP 2.880 mm y una tasa de interés promedio de 5,25% e. a.

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

Cuadro 13
Presupuesto para 2017 del Banco de la República
(miles de millones de pesos)

	Presupuesto aprobado		Variaciones relativas (B) / (A) - 1
	2016 ^{a/} (A)	2017 (B)	
I. Total ingresos (A + B + C)	1.472	2.537	72,4
A. Ingresos monetarios	978	2.022	106,7
1. Intereses y rendimientos	877	1.882	114,7
Reservas internacionales	720	1.037	44,0
Portafolio de inversiones de regulación monetaria (TES)	9	569	6.039,4
Operaciones activas de regulación monetaria (Repos)	147	276	87,5
Otras operaciones	0	0	113,1
2. Diferencias en cambio	98	137	39,1
3. Otros ingresos monetarios	3	3	(9,4)
B. Moneda metálica emitida	326	331	1,6
C. Ingresos corporativos	168	184	9,4
1. Comisiones	145	161	11,0
Servicios bancarios	68	64	(6,4)
Negocios fiduciarios	77	97	26,4
2. Otros ingresos corporativos	23	23	(1,0)
II. Total gastos (A + B + C + D)	2.915	2.384	(18,2)
A. Gastos monetarios	1.998	1.409	(29,5)
1. Intereses y rendimientos	1.625	1.182	(27,3)
Depósitos remunerados - liquidez DGCPTN	1.469	1.151	(21,6)
Depósitos remunerados de control monetario (DRCM)	132	0	(100,0)
Depósitos de operaciones pasivas de regulación monetaria	24	31	29,2
2. Gastos de administración y manejo fondos en el exterior	47	49	4,9
3. Comisión de compromiso del crédito flexible con el FMI	54	91	67,2
4. Diferencias en cambio	271	85	(68,5)
5. Otros gastos monetarios	1	1	(5,4)
B. Billetes y monedas	323	321	(0,5)
C. Gastos corporativos	528	583	10,5
1. Gastos de personal	340	366	7,8
2. Gastos generales	78	84	8,3
3. Otros corporativos ^{b/}	110	132	20,3
D. Gastos pensionados	67	72	7,5
III. Resultado del ejercicio (I - II)		153	-

a/ El presupuesto de 2016 incluye las adiciones al presupuesto monetario aprobadas en julio y noviembre de 2016 por COP 1.320 mm.
b/ Incluyen impuestos, seguros, depreciaciones, provisiones, amortizaciones, gastos culturales, contribuciones y afiliaciones, entre otros.

Fuente: Banco de la República.

- Las comisiones recibidas por el Banco por servicios bancarios y negocios fiduciarios se estiman en COP 161 mm, superiores en 11,0% frente a las presupuestadas un año atrás, principalmente por el mayor ingreso estimado por la administración de títulos fiduciarios.
- Otros ingresos corporativos se estiman en COP 23 mm, menores en 1,0% a los incluidos en el presupuesto de 2016.

En cuanto a los egresos, para 2017 se proyectan COP 2.384 mm, con una disminución de 18,2% frente al presupuesto de 2016, así:

- La remuneración a los depósitos para la administración de la liquidez del Gobierno en el Banco se estima que ascenderá a COP 1.151 mm, con una disminución de 21,6% frente a la proyectada en 2016, especialmente por los menores volúmenes promedio de estos depósitos⁷².
- El gasto por la comisión de compromiso pagada sobre la línea de crédito flexible (LCF) aprobada por el FMI se estima en COP 91 mm, superior en COP 37 mm a la presupuestada en 2016. Lo anterior se explica por la nueva línea de crédito flexible para Colombia aprobada, por DEG 8,18 mm (aproximadamente USD 11,5 mm)⁷³.
- Los gastos por administración y manejo de fondos en el exterior se estiman en

COP 49 mm en 2017, frente a COP 47 mm presupuestados para 2016⁷⁴.

- Los costos de emisión y distribución de especies monetarias se calculan en COP 321 mm, inferior en 0,5% frente a los estimados un año atrás.
- Los egresos corporativos se proyectan en COP 583 mm, con una variación de 10,5% anual (4,5% real), frente al presupuesto de 2016, de los cuales, COP 366 mm corresponden a gastos de personal y COP 84 mm a gastos generales. Dentro de estos:
 - Los gastos de personal se estiman con un crecimiento anual de 1,9% real, de acuerdo con los incrementos salariales pactados en la convención colectiva vigente.
 - Los gastos generales se estiman con un crecimiento de 2,4% real, los cuales contemplan, entre otros, los gastos por servicios públicos, vigilancia, aseo, mantenimiento de equipos de infraestructura eléctrica, sistemas de aire acondicionado, de tecnología y del área de Tesorería, y los gastos correspondientes a las nuevas sedes culturales; estos gastos están afectados por el incremento del salario mínimo⁷⁵ y por la tasa de cambio.
 - Otros gastos corporativos tales como impuestos, seguros, depreciaciones, deterioro (provisiones) y amortizaciones, contribuciones y afiliaciones, gastos culturales y becas a personas diferentes a empleados, se estiman en COP 132 mm, con un incremento anual de 13,7% real.

⁷² Los volúmenes promedio diarios de depósitos del Gobierno Nacional en el Banco estimados inicialmente para 2016 fueron de COP 6.969,5 mm con una tasa de 5,25% e. a. De acuerdo con los mayores volúmenes de estos depósitos en el Banco y el incremento de la tasa de remuneración durante 2016, se generó un mayor gasto, por lo cual fue necesario realizar dos adiciones presupuestales. En el último trimestre se proyectó un promedio de depósitos de COP 23.280 mm y una tasa de remuneración de 7,75% e. a. El presupuesto de 2017 contempla volúmenes promedio diarios de COP 15.421 mm y una tasa de remuneración de 7,75% e. a., vigente al momento de elaborar el presupuesto.


⁷³ Aprobada el 13 de junio de 2016.

⁷⁴ La proyección de las tarifas por desempeño para 2017, supone que todos los administradores cumplen con el objetivo de 30 puntos básicos de exceso de retorno por año.

⁷⁵ Contratos que involucran mano de obra, tales como vigilancia, aseo, cafetería, los *outsourcing* de servicios generales, servicios informáticos, fotocopiado, microfilmación, atención de usuarios en la Biblioteca Luis Ángel Arango, entre otros.

- Por último, se proyecta que los gastos de pensionados ascenderán a COP72 mm, resultado de cálculos actuariales y estadísticos que incluyen diferentes variables (género, edad, expectativas de vida, tasas de interés, etcétera.).

Las utilidades del Banco proyectadas para 2017 (COP153 mm) son inferiores al resultado observado en 2016 (COP502 mm). Esto se explica principalmente por menores ingresos por rendimiento del portafolio de TES en poder del Banco y de las operaciones

netas de regulación monetaria (repos de expansión menos DRNCE), los cuales no alcanzan a ser compensados por los menores egresos asociados a la reducción de los depósitos promedio del Gobierno en el Emisor. Mientras que en 2016 la principal fuente de expansión de la liquidez primaria fueron las compras netas de TES por parte del Banco, en 2017 se proyecta que los menores depósitos promedio de la DGCPTN en el Emisor sean la principal fuente de expansión de la base monetaria, como lo fueron en 2015 (Recuadro 3). 

Recuadro 3

Evolución de los resultados del Banco de la República, 2004-2016

A diferencia de las empresas del sector privado, donde se busca maximizar utilidades, las decisiones de política adoptadas por el Banco de la República tienen como propósito cumplir con los objetivos que la Constitución y la ley le han asignado. En el ejercicio de sus funciones el Banco incurre en costos, sin que necesariamente los beneficios económicos y sociales para el país, como son mantener una inflación baja y estable, contribuir a la estabilidad macroeconómica y financiera, y mantener un nivel de reservas internacionales que reduzca la vulnerabilidad del país a choques externos, se reflejen en los resultados financieros de la entidad.

Entre 2004 y 2014 la economía colombiana enfrentó un entorno de altas entradas de capitales y una tendencia a la apreciación del peso. Además, a partir de 2008 las tasas de interés externas se redujeron de manera significativa. Durante todo este período, el Emisor otorgó la liquidez necesaria al mercado primario fundamentalmente mediante la compra de reservas internacionales. A finales de 2014 se suspendieron estas compras, lo que hizo necesario fuentes de expansión monetaria diferentes. Así, en 2015

la principal fuente de expansión de la liquidez en el mercado primario fue la reducción de los depósitos del Gobierno en el Banco, mientras que en 2016 fueron las compras de TES.

El suministro de la liquidez primaria fundamentalmente mediante las compras de divisas ya mencionadas, trajo como resultado bajos rendimientos para el Banco de la República, en especial en los años en los cuales el diferencial de tasas de interés internas y externas fue alto, y luego de acumular compras de divisas por montos significativos. En particular, durante el período 2010-2015 la entidad registró pérdidas como consecuencia, principalmente, del costo acumulado por la intervención cambiaria¹. En 2016, las mayores tasas de interés externas e internas, la suspensión de las compras de divisas en el mercado cambiario desde finales de 2014 y el mayor portafolio de TES en poder del Banco, llevaron a que su estado de

¹ Véanse los *Informes de la Junta Directiva del Banco de la República al Congreso de la República* y la nota editorial de la *Revista del Banco de la República* de diciembre de 2013.

pérdidas y ganancias tuviera un cambio, se incrementarían los ingresos y en 2016 volviera a tener un resultado del ejercicio positivo, a pesar de que los egresos también aumentaron.

En el Cuadro R3.1 se presentan las cifras correspondientes al estado de resultados del Banco de la República para el período 2004-2016 y su desagregación por componente de ingreso y de gasto:

- Por el lado de los ingresos, se resalta que sus principales fuentes las constituyen los rendimientos de activos financieros que el Banco adquiere en desarrollo de sus funciones de política monetaria:
 - a. Reservas internacionales
 - b. Inversiones en TES
 - c. Operaciones de liquidez (repos de expansión)

Cuadro R.3.1
Estado de resultados del Banco de la República
(miles de millones de pesos)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ingresos totales	1.586	1.185	2.739	3.506	2.977	1.300	769	893	1.158	(92)	458	1.715	3.130
Intereses y rendimientos	1.301	905	2.407	3.130	2.505	966	454	565	875	(500)	(379)	724	2.595
Reservas internacionales	835	184	1.922	2.746	2.120	685	272	250	469	(660)	(560)	320	1.131
TES en poder del Banco de la República	322	593	172	67	66	86	75	72	94	29	44	29	1.007
Operaciones de liquidez ^{a/}	131	115	304	305	312	193	106	241	312	131	137	375	456
Otros	13	13	8	11	8	2	1	2	0	0	0	0	0
Otros ingresos monetarios ^{b/}	116	119	151	164	285	98	106	147	141	261	655	804	340
Ingresos corporativos	170	160	182	213	187	236	209	181	143	147	181	188	194
Egresos totales	759	860	1.115	1.521	1.655	1.144	1.040	1.249	1.499	1.616	1.624	2.111	2.628
Intereses y rendimientos	220	446	430	759	956	602	349	586	874	811	934	1.154	1.670
Cuentas de depósito de liquidez DGCPN	86	308	296	535	708	393	271	548	805	406	424	572	1.427
Depósitos de contracción monetaria	9	0	0	86	68	75	28	8	8	18	14	7	10
Encaje en cuentas de depósito	99	110	117	120	163	69	0	0	0	0	0	0	0
Depósitos remunerados de control monetario	0	0	0	0	0	0	0	0	11	344	443	510	131
Otras operaciones ^{c/}	26	28	17	18	16	65	50	30	50	42	53	66	102
Otros egresos monetarios ^{d/}	278	188	166	282	290	247	262	206	245	179	209	444	395
Egresos corporativos ^{e/}	261	225	520	481	410	296	430	457	380	626	481	512	563
Resultado del ejercicio	828	325	1.624	1.985	1.322	155	(272)	(356)	(341)	(1.708)	(1.166)	(395)	502

a/ Repos de expansión y apoyos transitorios de liquidez.

b/ Corresponde, principalmente, a ingresos por diferencias en cambio y moneda emitida.

c/ Principalmente gastos en la administración de las reservas internacionales y por la comisión de compromiso por el crédito flexible con el FMI.

d/ Considera, entre otros, diferencias en cambio y costos de emisión de especies monetarias.

e/ Incluye el gasto de pensionados (neto de rendimiento).

Fuente: Banco de la República.

- Por el lado de los egresos, los intereses y rendimientos de los pasivos no monetarios, en particular de los depósitos del Gobierno en el Emisor, constituyen su mayor gasto, en especial en los últimos años.

También, se observa un cambio estructural reciente en los resultados, puesto que mientras en el período 2010-2015 se presentaron pérdidas, en 2016 esta tendencia cambió, en especial como consecuencia de: 1) un mejor rendimiento de las reservas internacionales, y 2) mayores ingresos por inversiones en TES debido al incremento en el saldo de estos títulos en poder del Banco.

A continuación se presenta el comportamiento de los principales rubros del estado de resultados, descritos anteriormente como los que determinan los ingresos y egresos del Banco. Por el lado de los ingresos:

a. Rendimiento de las reservas internacionales:

Como se ha mencionado, el Banco de la República realizó compras netas significativas de divisas en el mercado cambiario entre 2004-2014. Estas ascendieron a USD33.131 m, en especial por medio del mecanismo de intervención discrecional entre 2004 y 2007 y, posteriormente, mediante las subastas de compra directa entre 2008 y 2014² (Cuadro R3.2).

No obstante, el rendimiento de las reservas internacionales fue bajo durante la mayor parte del período. En particular, este ingreso se redujo significativamente a partir de 2009, como resultado de la disminución de las tasas de interés externas (Gráfico R3.1). Por tanto, la mayor acumulación de reservas internacionales coincidió con bajas tasas de rendimiento, lo que representó una caída importante en los ingresos del Banco por este concepto. Adicionalmente, en 2005 y entre 2012 y 2015 se presentó una apreciación importante del dólar frente a otras monedas de reserva (Gráfico R3.2), lo que

² A partir de diciembre de 2014 el Banco suspendió la intervención en el mercado cambiario mediante las subastas de compra directa.

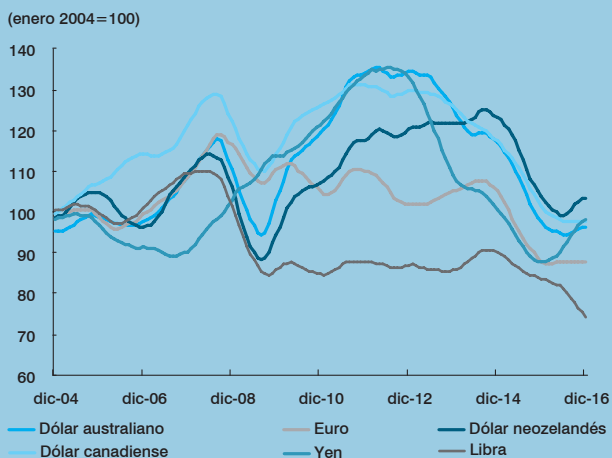
Gráfico R3.1
Tasas de interés de los Estados Unidos y tasa de rendimiento de las reservas internacionales (promedio anual)



a/ Corresponde al rendimiento implícito calculado como la relación entre el valor en dólares del rendimiento de las reservas con respecto al saldo promedio de las reservas internacionales brutas.
Fuentes: Bloomberg y Banco de la República.

ocasionó una desvalorización en dólares del saldo de las reservas internacionales. Esta última se registró en el estado de resultados hasta finales de 2014 y explicó, con el denominado diferencial

Gráfico R3.2
Índice de la tasa de cambio nominal del dólar estadounidense (dólares por moneda) (promedio móvil de 12 meses)



Fuente: Reserva Federal; cálculos del Banco de la República.

Cuadro R3.2
Operaciones de compra-venta de divisas del Banco de la República
(millones de dólares)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2004 - 2014	2004 - 2016
Compras	2.905	4.658	1.781	5.082	2.381	539	3.060	3.720	4.844	6.769	4.058	0	0	39.797	39.797
Opciones <i>put</i>	1.580	0	584	555	965	539	0	0	0	0	0	0	0	4.223	4.223
Subastas de compra directa	0	0	0	0	1.416	0	3.060	3.720	4.844	6.769	4.058	0	0	23.867	23.867
Intervención discrecional	1.325	4.658	1.197	4.527	0	0	0	0	0	0	0	0	0	11.708	11.708
Ventas	500	3.250	1.944	369	235	369	0	0	0	0	0	0	256	6.666	6.922
Opciones <i>call</i>	0	0	944	369	235	369	0	0	0	0	0	0	256	1.916	2.172
Gobierno Nacional	500	3.250	1.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4.750	4.750
Compras netas	2.405	1.408	(164)	4.713	2.147	171	3.060	3.720	4.844	6.769	4.058	0	(256)	33.131	32.875
Memo ítem (miles de millones de pesos)															
Efecto de las compras de divisas en la base monetaria	6.194	3.239	(482)	10.335	3.899	265	5.822	6.790	8.695	12.586	7.914	0	(781)	65.257	64.476
Variación anual de la base monetaria	2.647	3.542	4.228	5.383	3.778	3.352	5.330	6.464	5.124	8.630	4.578	12.848	2.079	53.056	67.984

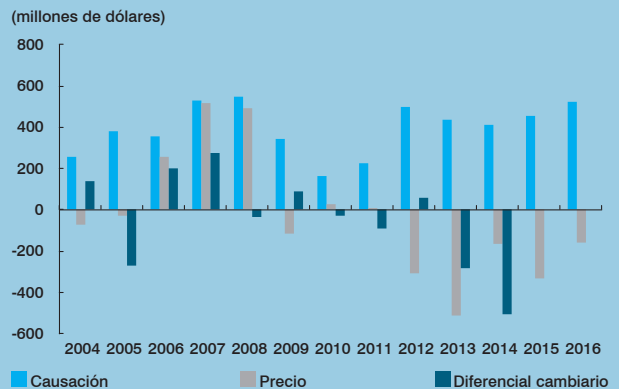
Fuente: Banco de la República.

cambiario, un rendimiento negativo de las reservas internacionales, en especial en 2013 y 2014 (Gráfico R3.3)³.

Todo lo anterior resultó en un bajo o incluso negativo rendimiento de las reservas internacionales, en especial entre 2009 y 2015. Por otra parte, en la medida en que dichas reservas constituyen la mayor proporción del activo del

³ La variación del saldo de las reservas internacionales originado por cambios en el precio del dólar frente a otras monedas se denomina diferencial cambiario. Este resultado se incluyó dentro del estado de resultados del Banco hasta diciembre de 2014. A partir de diciembre de 2015 su registro se modificó (Decreto 2386 del 11 de diciembre de 2015), y ahora este resultado forma parte de una cuenta patrimonial, junto con el de la variación de las reservas internacionales por cambios en la tasa de cambio peso/dólar, sin afectar el PyG.

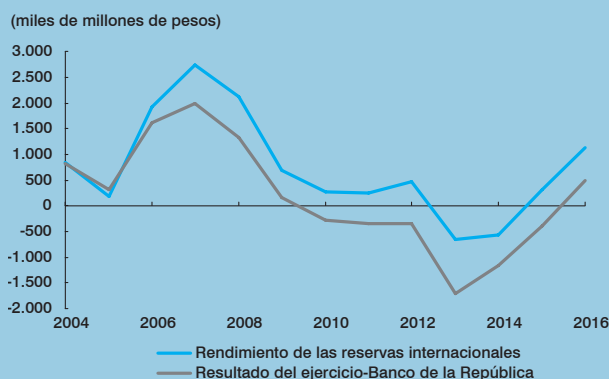
Gráfico R3.3
Rendimiento de las reservas internacionales por componente



Fuente: Banco de la República.

Banco (84% en promedio entre 2004 y 2016), su rendimiento presenta una estrecha relación con el resultado total en el estado de pérdidas y ganancias (PyG) (Gráfico R3.4).

Gráfico R3.4
Rendimiento de las reservas internacionales y resultados del ejercicio del Banco de la República



Fuente: Banco de la República.

Finalmente, en 2016 aumentó nuevamente el rendimiento de las reservas internacionales, como resultado del aumento en las tasas de interés externas, que tuvo un efecto causación positivo predominante sobre el efecto precio negativo (Gráfico R3.3), consecuencia de la baja duración del portafolio de reservas internacionales del Banco⁴.

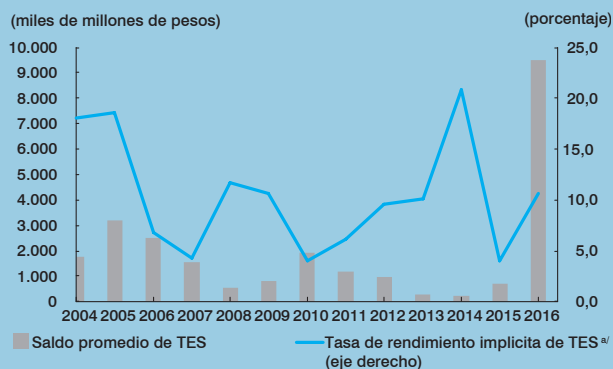
b. Rendimiento de las inversiones en poder del Banco de la República

El efecto expansionista de las compras netas de divisas por parte del Banco, superior al incremento de la base monetaria, hizo necesaria la implementación de mecanismos de esterilización que tuvieran un efecto contraccionista neto en la liquidez primaria del mercado (Cuadro R3.2). En parte, esta contracción se presentó mediante la venta neta de TES en poder del Emisor entre 2004 y 2014, excepto en los años 2005 y 2009. Esto trajo como resultado una reducción sistemática de su saldo dentro de los

activos del Banco y, por tanto, una reducción de sus ingresos en el PyG, en especial a partir de 2006 (Gráfico R3.5).

Por otra parte, se observa un cambio estructural que se presentó en el ingreso por rendimiento de TES en poder del Banco en 2016. Esto estuvo estrechamente ligado al tipo de instrumento mediante el cual el Emisor otorgó la liquidez en el mercado primario durante ese año (Cuadro R3.3). En 2016 la mayor expansión de la base monetaria se produjo por medio de las compras netas de TES por parte del Banco. Esto se tradujo en un mayor saldo de estos títulos en su poder, con un máximo de COP 15.669 mm en mayo de 2016 y de COP 8.893 mm para finales de ese mismo año (en promedio COP 9.511 mm para el año completo). Lo anterior marcó un cambio de tendencia en el estado de resultados, puesto que han vuelto a ser significativos los ingresos por rendimientos por TES en su poder⁵.

Gráfico R3.5
Saldo promedio de TES y tasa anual de rendimiento implícita de los TES en poder del Banco de la República



a/ Corresponde al rendimiento implícito calculado como la relación entre el valor del rendimiento de los TES en poder del Banco con respecto al saldo promedio mensual de estos títulos en su poder.

Fuente: Banco de la República.

⁵ Esto podría reflejarse en un estimativo del costo de la intervención cambiaria. En particular, se podría comparar el rendimiento obtenido de las compras netas de divisas realizadas por el Banco entre 2004 y 2014, con el rendimiento que se habría obtenido en caso de que esta liquidez primaria se hubiera otorgado mediante la compra de TES por parte del Emisor. En ambos casos se utilizan las tasas implícitas promedio observadas para el rendimiento de reservas y de TES en poder del Banco. Al realizar este cálculo, el costo acumulado de la intervención se estima en COP 16,1 b para el período 2004-2014.

⁴ Véase el Anexo de este Informe.

Cuadro R3.3
Fuentes de la base monetaria
(miles de millones de pesos)

Concepto	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2004 - 2014	2004 - 2016
I. Gobierno	(237)	(2.668)	2.000	(2.117)	3.559	169	(769)	(2.363)	(2.914)	(5.972)	(6.330)	11.717	(5.622)	(17.641)	(11.545)
Traslado utilidades ^{a/}	802	0	793	0	1.415	0	0	0	0	0	0	0	0	3.010	3.010
Depósitos administración de la liquidez	(1.039)	(2.668)	1.207	(2.117)	2.144	169	(769)	(2.363)	(872)	1.971	(3.221)	3.559	(10.556)	(7.558)	(14.555)
Depósitos remunerados de control monetario	0	0	0	0	0	0	0	0	(2.041)	(7.943)	(3.108)	8.158	4.935	(13.093)	0
II. TES regulación en poder del BR	(2.524)	897	(326)	(1.161)	(496)	2.444	(2.446)	(325)	(442)	(1.037)	(1.369)	(36)	7.364	(6.785)	543
Compras definitivas	1.023	5.230	633	60	653	3.000	0	0	0	1.091	0	1.860	15.033	11.690	28.583
Ventas definitivas	(2.972)	(4.000)	(430)	(660)	(960)	(499)	(1.999)	0	0	(1.111)	(1.236)	0	0	(13.867)	(13.867)
Vencimiento	(575)	(334)	(529)	(561)	(189)	(57)	(448)	(325)	(442)	(1.016)	(133)	(1.896)	(7.669)	(4.608)	(14.173)
III. Operaciones de liquidez^{b/}	(1.058)	1.539	2.586	(1.492)	(5.221)	(293)	1.974	1.534	(1.255)	2.017	2.914	(259)	(825)	3.244	2.160
Expansión	(1.086)	1.539	2.586	(1.233)	(3.856)	(1.087)	2.079	1.210	(1.220)	1.557	2.799	23	(1.094)	3.287	2.215
Contracción	28	0	0	(259)	(1.365)	794	(105)	323	(35)	460	115	(282)	269	(43)	(55)
IV. Divisas	6.194	3.239	(482)	10.335	3.899	265	5.822	6.790	8.695	12.586	7.914	0	(781)	65.257	64.476
V. Otros^{c/}	272	536	450	(182)	2.037	766	750	828	1.039	1.035	1.449	1.425	1.943	8.981	12.349
Variación total de la base monetaria	2.647	3.542	4.228	5.383	3.778	3.352	5.330	6.464	5.124	8.630	4.578	12.848	2.079	53.056	67.984
Saldo de la base monetaria	19.262	22.804	27.032	32.415	36.193	39.545	44.875	51.339	56.463	65.093	69.671	82.519	84.598	69.671	84.598

Nota: Valores positivos implican expansión de la base monetaria y negativos contracción de la misma.

a/ Incluye la cuenta cajero.

b/ Incluye operaciones a un día y a mediano plazo.

c/ Dentro de los otros se encuentra, principalmente, el efecto monetario del PyG del Banco y los depósitos por endeudamiento externo e inversión de portafolio.

Fuente: Banco de la República.

c. *Ingreso por rendimiento de operaciones de liquidez (repos de expansión)*

Al igual que en el caso de TES en poder del Banco, las operaciones de expansión mediante repos presentaron un aumento significativo en su saldo promedio durante 2015 y 2016. Por ello, su ingreso dentro de los resultados del Emisor aumentó (Gráfico R3.6).

Por el lado de los egresos:

a. *Remuneración de los depósitos del Gobierno en el Banco*

De acuerdo con el esquema de suministro de liquidez aprobado por la JDBR en su sesión del 3

de junio de 2005, se estableció que la totalidad de los excedentes de liquidez en pesos del Gobierno se manejaría en cuentas de depósito en el banco central⁶. Este esquema empezó a operar plenamente el 22 de junio del mismo año, y por ello se aprecia un incremento a partir de 2005 en la remuneración en las cuentas de depósito de la DGCPTN. Adicionalmente, en noviembre de 2012 se implementó la colocación de TES de control monetario, cuyos recursos también se mantuvieron en cuentas de depósito remuneradas en el Banco, de acuerdo con lo establecido en la reglamentación (RE-DODM-276).

⁶ Resolución externa DODM-276.

Gráfico R3.6

Saldo promedio de operaciones de expansión y tasa anual de rendimiento implícita de estas operaciones



a/ Corresponde al rendimiento implícito calculado como la relación entre el valor los ingresos del Banco de la República por operaciones de liquidez con respecto al saldo promedio diario de los repos de expansión.

Fuente: Banco de la República.

Entre 2004 y 2014 los depósitos totales del Gobierno en pesos en el Banco se incrementaron en COP17.641 mm (COP13.093 mm provenientes de los denominados depósitos remunerados de control monetario, como resultado de la colocación de TES por parte del Gobierno para tal fin) (Cuadro R3.3 y Gráfico R3.7).

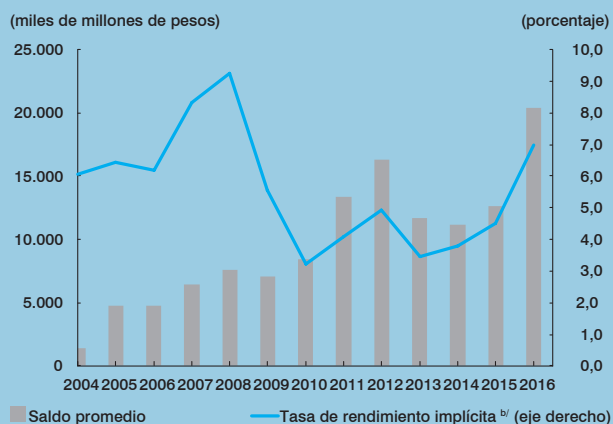
El aumento de estos depósitos representó un drenaje de liquidez en el mercado primario y aumentó el egreso registrado en el PyG del Emisor por su remuneración (Gráfico R3.8).

En conclusión, los resultados del Banco de la República se han visto fuertemente influenciados por las fuentes de expansión de la base monetaria y sus correspondientes mecanismos de esterilización.

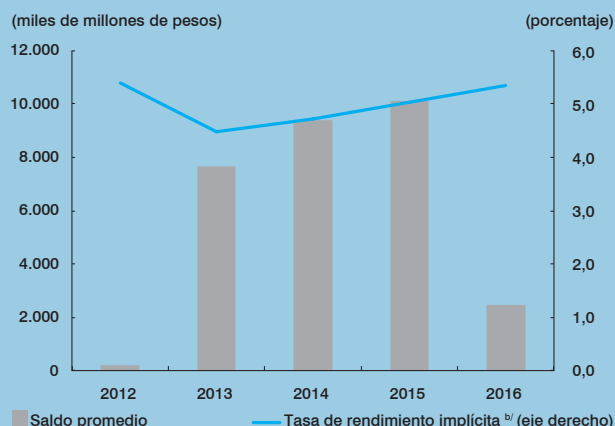
Gráfico R3.7

Saldo promedio y tasa anual de rendimiento implícita de los depósitos del Gobierno en el Banco de la República

A. Para la administración de su liquidez^{a/}



B. Depósitos de control monetario

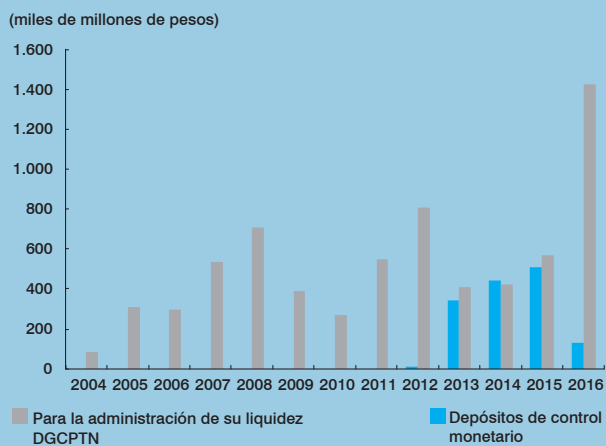


a/ Incluye la cuenta cajero.

b/ Corresponde al rendimiento implícito calculado como la relación entre el valor de los egresos del Banco de la República por remuneración a los depósitos de control monetario con respecto al saldo promedio diario de estos depósitos en el Banco de la República.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico R3.8
Remuneración total a los depósitos del Gobierno en el Banco de la República



Fuente: Banco de la República.

Participación del Banco de la República en el Banco de Pagos Internacionales

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

La incorporación del Banco de la República al BIS ha permitido su participación en reuniones periódicas en las cuales se examinan los acontecimientos recientes y las perspectivas de la economía global y de los mercados financieros. Estas reuniones son un foro de discusión para intercambiar puntos de vista y experiencias en temas de especial relevancia para la comunidad de bancos centrales, lo cual contribuye a entender mejor los desafíos que afectan a varios países y a implementar medidas de política apropiadas. Así mismo, el Banco participa en diversos grupos consultivos coordinados por el BIS que fomentan la cooperación internacional y la investigación en asuntos relacionados con las políticas de los bancos centrales y otros temas que inciden en la estabilidad macroeconómica y financiera.

En el marco de las actividades coordinadas por 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, el Banco participó en proyectos de investigación y conferencias en diversas áreas de banca central. Entre ellas, el Comité Científico del CCA (que comprende a los economistas jefe de los respectivos bancos centrales) organizó la red anual de investigación, que se enfoca en estudiar las implicaciones sobre la estabilidad macroeconómica y financiera de la dinámica de los precios de bienes básicos³. Asimismo, en el Comité Consultivo de Directores de Estabilidad Financiera el Banco participa en una red de investigación de estabilidad financiera sobre la evaluación de políticas macroprudenciales, utilizando datos de registros de crédito⁴. Algunos de los documentos presentados en estas conferencias serán publicados por el BIS en su serie de documentos de trabajo y, posteriormente, en una revista académica.

Por otra parte, el Banco hace parte del Grupo Consultivo de Directores de Operaciones (GCDO), una red de representantes de los bancos centrales responsables de las operaciones de mercado abierto y de mercado cambiario. En el marco de este grupo consultivo, en 2016 se conformó un grupo de trabajo para estudiar la liquidez en el mercado cambiario de los países de la región, cuyos resultados serán publicados este año.

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

³ La agenda de la conferencia y las presentaciones están disponibles en: <http://www.bis.org/events/ccacloseconf2016/agenda.htm>

⁴ La agenda de la conferencia y las presentaciones están disponibles en: <http://www.bis.org/events/ccacgdfsconf2016/agenda.htm>

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).



Políticas de administración del portafolio de inversión de las reservas internacionales

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

1. Políticas de gestión de riesgo

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

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

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

Riesgo crediticio: solamente se invierte en activos que cuenten con altas calificaciones crediticias según las principales agencias calificadoras, dado que estas inversiones tienen una baja probabilidad de incumplimiento en sus pagos. La calificación crediticia mínima para gobiernos y entidades relacionadas con gobiernos es A-. Con respecto a los emisores privados la calificación mínima es A+. 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. Adicionalmente, se limitan las exposiciones máximas por sector y por emisor con el fin de acotar el impacto de eventos crediticios sobre el valor del portafolio.

Riesgo cambiario: el artículo 14 de la Ley 31 de 1992 destaca que las inversiones de las reservas se harán “en activos denominados en moneda de reserva libremente convertibles o en oro”. El Banco de la República, así como la mayoría de los bancos centrales del mundo, tiene monedas diferentes al dólar estadounidense en su composición cambiaria con el fin de cubrirse del riesgo de aumento de los precios de las importaciones, como consecuencia de la apreciación de las monedas de los países de los cuales provienen dichas compras. Teniendo en cuenta que las cotizaciones de las monedas son altamente volátiles, y con frecuencia no tienen tendencias definidas en el largo plazo, el impacto del riesgo cambiario se registra directamente en el patrimonio (numeral 4 del artículo 62 del Decreto 2520 de 1993, Estatutos del Banco de la República), aumentando los años cuando las monedas se fortalecen frente al peso, y disminuyendo los años en que se debilitan.

Riesgo de contraparte: para disminuir la exposición que se tiene a las contrapartes, las

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

operaciones se liquidan mediante mecanismos pago contra entrega, los cuales buscan que el intercambio de papeles por efectivo o el intercambio de pagos en una operación de divisas se hagan simultáneamente, con el fin de eliminar la posibilidad de que una de las partes del negocio incumpla. Adicionalmente, se requiere que las contrapartes para la negociación de renta fija sean creadoras de mercado y que las contrapartes para la negociación de divisas cuenten con altas calificaciones crediticias. Las contrapartes de divisas deben tener una calificación crediticia mínima de A- si cuentan con un contrato marco ISDA². Si no se cuenta con dicho contrato, la calificación mínima es A+.

2. Tramos del portafolio de inversión

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

El tramo de corto plazo tiene como propósito cubrir las necesidades potenciales de liquidez de las reservas en doce meses. En la actualidad está conformado por el capital de trabajo y un portafolio pasivo. El primero es el portafolio al cual ingresan los recursos que provienen de la intervención en el mercado cambiario y sus inversiones se concentran en activos de muy corto plazo denominados en dólares. Dado que el objetivo de este tramo es dar liquidez inmediata para propósitos de intervención en el mercado cambiario, el capital de trabajo está concentrado en depósitos e inversiones que se pueden liquidar en un día con un costo muy bajo. El nivel del capital de trabajo puede ubicarse entre USD 390 m y USD 2.000 m³. El portafolio pasivo es el principal compo-

nente del tramo de corto plazo. Este portafolio se caracteriza por invertir en un mayor número de instrumentos y tener un plazo y un perfil de rentabilidad esperado superior al del capital de trabajo, buscando que el rendimiento esperado del portafolio, excluyendo el componente cambiario, sea positivo en doce meses con un nivel de confianza del 95%. El portafolio pasivo está invertido en múltiples monedas con el fin de replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país y busca tener una rentabilidad similar a la del índice de referencia⁴. A diciembre de 2016 el valor del tramo de corto plazo era USD 30.400,32 m, de los cuales USD 1.282,13 m corresponden al capital de trabajo y USD 29.118,19 m al portafolio pasivo.

El tramo de mediano plazo se ejecuta con un plazo y un perfil de rentabilidad esperado superior al del tramo de corto plazo. Su objetivo es maximizar la rentabilidad ajustada por riesgo en dólares estadounidenses, la moneda en la cual se valoran las reservas internacionales, para la porción del portafolio que se considera menos probable de utilizar en un plazo de doce meses. Al tener un tramo de mediano plazo se busca aumentar la rentabilidad esperada de las reservas internacionales en el largo plazo, manteniendo un portafolio conservador. Se busca que el rendimiento esperado en dólares estadounidenses de este tramo sea positivo, con una probabilidad del 95% en un horizonte de tres años. Actualmente, el tramo de mediano plazo está conformado por portafolios de manejo activo que buscan generar una rentabilidad más alta que el índice de referencia⁵. A diciembre de 2016 el valor del tramo de mediano plazo ascendía a USD 14.519,33 m.

El último tramo corresponde a las inversiones de las reservas internacionales en oro físico certificado que se puede negociar fácilmente en mercados internacionales. El oro permite

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

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

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

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

diversificar el portafolio de inversión, ya que su precio se comporta de forma diferente al de los títulos en los cuales se invierten los tramos de corto y mediano plazos. A diciembre de 2016 el valor de mercado del oro en las reservas ascendía a USD 214,65 m.

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

3. Índices de referencia

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

Para construir el índice del tramo de corto plazo⁸ se determina, en primer lugar, una composición cambiaria objetivo, la cual busca replicar el comportamiento de los egresos de

la balanza de pagos del país⁹. Se busca que las monedas diferentes al dólar se aprecien en períodos en los que aumenta el valor en dólares de los pagos externos del país, lo cual implica que el valor de estas divisas puede reducirse frente al dólar en períodos en que el valor en dólares de los pagos externos disminuye. La composición cambiaria aprobada del tramo de corto plazo es 83% dólares estadounidenses, 7% dólares australianos, 5% dólares canadienses, 3% dólares neozelandeses y 2% coronas noruegas. Una vez definida la composición cambiaria, se incluye la restricción de tener retornos positivos en un horizonte de doce meses con un 95% de confianza, excluyendo el efecto cambiario. Con base en la restricción de composición cambiaria y la restricción de retornos positivos en doce meses, se busca el portafolio que maximiza la rentabilidad ajustada por riesgo¹⁰.

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

El Gráfico A1.1 muestra los índices de referencia de los tramos de corto y mediano

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

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

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

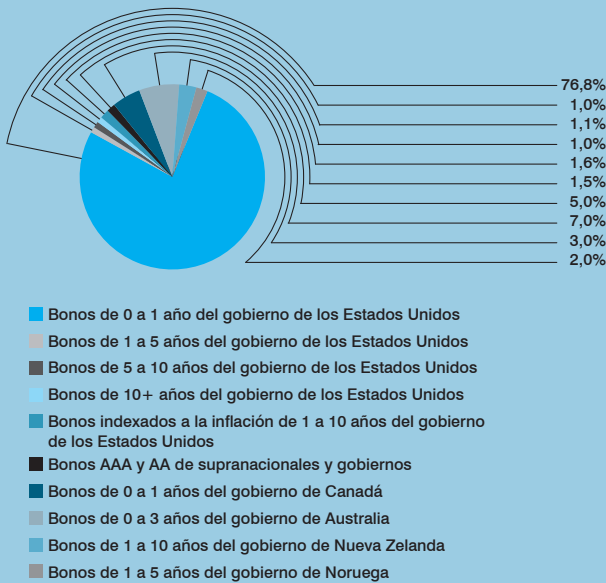
⁹ Véase el recuadro “Nueva composición cambiaria del portafolio de reservas internacionales” en el *Informe al Congreso* de marzo de 2012 para una explicación detallada de la metodología de composición cambiaria de las reservas.

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

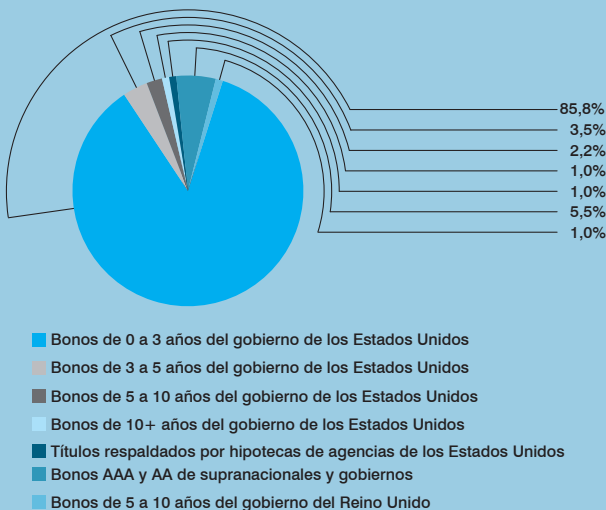
Gráfico A1.1

Composición del índice de referencia de los tramos de corto y mediano plazos del portafolio de inversión (información al 31 de diciembre de 2016)

A. Tramo de corto plazo



B. Tramo de mediano plazo



Fuente: Banco de la República.

plazos¹¹. Los dos portafolios tienen un nivel de riesgo de mercado bajo. La duración modificada del índice del tramo de corto plazo es 1,03 y la del tramo de mediano plazo es 2,05¹².

4. Programa de administración externa

El Banco de la República gestiona directamente el tramo de corto plazo, un portafolio del tramo de mediano plazo y el tramo del oro (USD 32.423,53 m o 71,84% del portafolio de inversión). El resto de los recursos del tramo de mediano plazo es gestionado por administradores externos de portafolios.

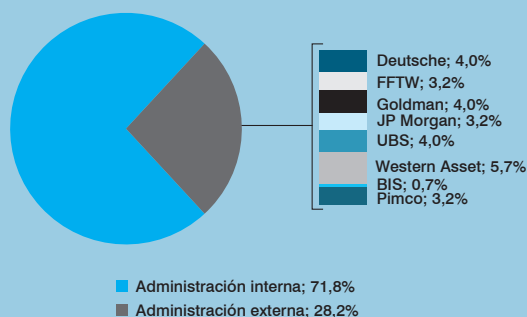
Al finalizar diciembre de 2016 el programa de administración externa ascendía a USD 12.710,77 m (28,16% del portafolio de inversión). El propósito de utilizar administradores externos es generar retornos superiores al índice de referencia y capacitar a los funcionarios del Banco en la gestión de inversiones internacionales. Las firmas escogidas para participar en el programa tienen una alta capacidad de análisis de los mercados financieros y una infraestructura sofisticada que pueden ser aprovechadas en la definición de estrategias de inversión.

En la actualidad, las firmas privadas que participan en el programa de administración externa son: Deutsche Bank Asset Management, Fisher Francis Trees & Watts (FFTW) (propiedad de BNP Paribas), Goldman Sachs Asset Management, JPMorgan Asset Management, UBS Global Asset Management, Pacific Investment Management Company y Western Asset Management (Gráfico A1.2). Las firmas

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

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

Gráfico A1.2
Composición del portafolio de inversión
(información al 31 de diciembre de 2016)



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

privadas que participan en el programa son escogidas mediante procesos competitivos y son evaluadas permanentemente. Los recursos que manejan estas entidades se encuentran en las cuentas de custodia del Banco de la República y los contratos de los administradores se pueden cancelar cuando se considere necesario. De acuerdo con los resultados obtenidos por cada administrador desde su contratación, se modifica el monto administrado o se revisa su continuidad en el programa. Las inversiones en los fondos administrados por el Banco de Pagos Internacionales (BIS) también se consideran parte del programa de administración externa. A estos fondos solamente tienen acceso los bancos centrales y entidades multilaterales, y que tienen como propósito hacer inversiones en activos apropiados para las reservas internacionales mundiales, en un esfuerzo cooperativo entre diferentes países¹³.

¹³ En la actualidad se invierte en un fondo de títulos indexados a la inflación emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos (USD 103,07 m), un fondo de títulos emitidos por el gobierno de China (USD 101,69 m) y un fondo de títulos emitidos por el gobierno de Corea (USD 97,05 m).