

Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República

Introducción

Las cifras para 2017 y comienzos de 2018 indican que la economía colombiana está culminando el proceso de ajuste requerido ante la secuencia de choques de los últimos años que afectaron su desempeño macroeconómico. El primer choque, y sin duda el más severo, fue la caída del precio del petróleo a partir del segundo semestre de 2014, lo que produjo un fuerte deterioro de los términos de intercambio, con importantes consecuencias en el crecimiento económico y en los equilibrios externo e interno. Posteriormente, el fenómeno de El Niño a partir de finales de 2015 provocó un alza significativa en los precios de los alimentos, la cual presionó la inflación al consumidor. De igual modo, el desplome en la actividad económica de nuestros principales socios comerciales en la región, afectados también por el choque petrolero o por la caída en el precio de otros bienes básicos (como el cobre), debilitaron la demanda de nuestras exportaciones no tradicionales. Finalmente, la reforma tributaria de 2016, como medida necesaria para la sostenibilidad fiscal, cuyo principal componente fue el incremento del IVA, redujo el ingreso disponible de los hogares, y con ello transitoriamente el crecimiento del consumo.

Los numerosos efectos sobre la economía colombiana de esta secuencia de choques han sido analizados con detenimiento en los anteriores *Informes al Congreso*. Este *Informe* quiere resaltar aspectos diferentes. En primera instancia, la capacidad de la economía para ajustarse sin mayores sobresaltos y evitando situaciones de crisis. En segundo término, el cambio de tendencia de los choques, algunos de los cuales ya desaparecieron y otros continúan perdiendo fuerza.

Quizá la cifra que mejor revela el ajuste macroeconómico es el déficit de la cuenta corriente, que para 2017 fue de USD 10.359 millones (-3,3% del PIB), inferior incluso al déficit registrado en 2013 (USD 12.722 millones; -3,4% del PIB), que fue el último año de elevados precios del petróleo. La magnitud de este ajuste se aprecia mejor cuando se recuerda que en 2015 la cuenta corriente registró un déficit de -6,4% del PIB, el cual se redujo a -4,4% del PIB en 2016. Esto, como resultado de una caída de los egresos externos muy superior a la de los ingresos externos, debido al estancamiento de la demanda interna y a la depreciación de la tasa de cambio. Este desbalance externo continuó corrigiéndose en 2017, pero con la diferencia de que en este último año el ajuste estuvo explicado ya no por la disminución de los egresos, sino por la recuperación de los ingresos externos, que permitió más que compensar el crecimiento de las importaciones y de los egresos por renta factorial.

Una segunda variable que revela el alcance del ajuste es el comportamiento de la inflación. A finales de 2017 la inflación anual al consumidor se situó en 4,09% y al inicio de 2018 continuó descendiendo, al registrar en febrero un nivel de 3,37%, acercándose así a la meta del 3%. El descenso de la inflación ha sido rápido, si se recuerda que menos de dos años atrás, en julio de 2016, alcanzó un pico de 8,97% anual, su nivel más alto desde el año 2000. Varios factores contribuyeron a esta significativa reducción de la inflación, como lo fueron la normalización de las condiciones climáticas y el fin del traspaso de la depreciación de la tasa de cambio a los precios de la economía, en particular a los bienes transables, y el propio debilitamiento de la demanda agregada. Adicionalmente, la oportuna reacción de la política monetaria, como se anotará más adelante, fue otro factor que desempeñó un papel crucial, al revertir el incremento de las expectativas de inflación, que amenazaban con darle persistencia a los choques de precios de carácter transitorio.

Otro ingrediente importante del ajuste macroeconómico ha sido el manejo de las finanzas del Gobierno Nacional. Como es bien conocido, el choque petrolero afectó significativamente el balance fiscal del Gobierno, si se tiene en cuenta que las rentas petroleras alcanzaban en 2013 el equivalente a 3,3% del PIB, lo que aportaba el 19,5% de los ingresos totales de la nación. Para 2016 tales rentas habían desaparecido. Entre esos años el déficit del Gobierno aumentó de 2,4% a 4,0% del PIB, es decir 1,6% del PIB, solo la mitad de la caída de los ingresos petroleros. Ello fue posible gracias a la reforma tributaria de 2014 y al comportamiento del gasto, el cual permaneció constante a un nivel de 19% del PIB. La nueva reforma tributaria que entró en vigencia a partir de 2017 permitió retomar una senda de ajuste del déficit, al reducirse de 4,0% en 2016 a 3,6% en 2017. Según el Plan Financiero del Gobierno, este ajuste continuará en 2018, cuando se proyecta alcanzar un déficit de 3,1% del PIB. Debe anotarse que en el transcurso de estos años, el balance estructural —que des-

cuenta el componente cíclico del déficit— ha cumplido con los límites establecidos por la regla fiscal.

Varios factores que afectaron a la economía empiezan a revertirse. En primer lugar, el entorno internacional para Colombia viene mejorando, a medida que se observa un mayor dinamismo de las economías desarrolladas y varios países latinoamericanos. También se prevé una recuperación de los términos de intercambio gracias al incremento en los precios del petróleo y los de otras materias primas exportadas por el país. A nivel interno se espera un impulso proveniente de la inversión en obras civiles y del incremento en las actividades de exploración y explotación de crudo como respuesta a sus mejores precios. Las reducciones recientes de la tasa de interés de intervención por parte del Banco de la República deberán contribuir en la misma dirección, en la medida en que logren estimular el consumo y la inversión. En este contexto, se espera que la actividad económica empiece a repuntar, como lo advierten los pronósticos del equipo técnico del Banco, el Gobierno y el Fondo Monetario Internacional (FMI), que coinciden en estimar un crecimiento del PIB de 2,7% para el presente año, frente a la expansión de 1,8% registrada en 2017.

De esta manera, todo hace prever que en 2018 la economía colombiana terminará de cerrar una fase de ajuste luego de un choque negativo y se aproximará a su equilibrio de largo plazo caracterizado por una tasa de inflación en la meta y un déficit de la cuenta corriente sostenible, mientras que el crecimiento se acercará a su potencial. A pesar de esto, aún subsisten efectos rezagados del choque a los términos de intercambio, como sucede con la inversión, cuyo crecimiento se redujo durante el proceso de ajuste y en 2017 continuó siendo bajo. El tema reviste particular interés, porque un lento ritmo de la inversión limita el crecimiento potencial y con ello las posibilidades de crecimiento de largo plazo, lo cual no podría ser mejorado con políticas contracíclicas.

El *Informe* incluye un recuadro que describe los canales por los cuales un choque a

los términos de intercambio impacta a la inversión e identifica los tipos de inversión que han sido más afectados. Allí se muestra que la desaceleración de la economía genera situaciones que retroalimentan la caída de la inversión, tales como la pérdida de confianza y el deterioro de las expectativas de crecimiento, las mayores limitaciones presupuestales para la inversión pública y el endurecimiento de las condiciones crediticias. A esto se agrega el encarecimiento de los bienes de capital importado, debido a la devaluación del peso y la caída de las utilidades de las empresas petroleras y mineras. Como era de esperar, la inversión en el sector minero y aquella que depende de bienes de capital importado, como maquinaria industrial y equipo de transporte, han sido las más afectadas. En contraste, la inversión en obras civiles y en vivienda y edificaciones (hasta 2016) han tenido un mejor desempeño, gracias en parte a los programas de infraestructura y a los subsidios a la tasa de interés para la compra de vivienda. Para 2018 se espera que la mejora de los términos de intercambio, las mayores utilidades del sector petrolero y los avances en los programas de infraestructura se reflejen en un mayor dinamismo de la inversión.

Como parte del proceso de ajuste, el crecimiento económico se desaceleró, al igual que ocurrió en otros países exportadores de bienes básicos afectados por choques similares. No obstante, esta desaceleración ha sido moderada, si se considera la magnitud de los choques recibidos. De esta manera, la economía colombiana ha demostrado una vez más su resiliencia, como ya lo había hecho luego de la crisis financiera internacional de 2009 que también afectó su desempeño macroeconómico. Sin embargo, a diferencia de ese choque, que fue fuerte, pero transitorio, en esta ocasión el ajuste de la economía ha resultado ser más prolongado, dada la persistencia del choque a los términos de intercambio y su interacción con los demás choques que se fueron sucediendo. A pesar de ello, el acceso al financiamiento externo y los buenos fundamentos macroeconómicos contribuyeron

a lograr un ajuste ordenado y a amortiguar sus efectos. Dentro de dichos fundamentos se destacan la flexibilidad cambiaria, la regla fiscal, la solidez del sistema financiero, el alto nivel de reservas internacionales y el desmonte de los impuestos a la nómina.

La política monetaria, en el marco del esquema de inflación objetivo, ha desempeñado un papel fundamental en todo el proceso de ajuste. En retrospectiva, el manejo de la tasa de interés de intervención cumplió un ‘ciclo dentro del ciclo’. Luego de iniciarse el choque a los términos de intercambio hacia julio de 2014, la tasa de interés permaneció inalterada en un nivel de 4,5% por algo más de un año. Ello podría parecer paradójico ante las presiones inflacionarias que comenzaban a surgir como resultado del traspaso de la devaluación a los precios de los bienes transables y, posteriormente, por el incremento en los precios de los alimentos que empezaban a ser afectados por el fenómeno de El Niño. No obstante, ambas presiones fueron consideradas de carácter transitorio, como resultado de choques de oferta. Un incremento de la tasa de interés en aquel momento habría acentuado la desaceleración del crecimiento sin lograr impedir el incremento de precios. Fue solo cuando se obtuvo evidencia de que las expectativas de inflación empezaban a desancarse, que la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió iniciar, en septiembre de 2015, un incremento paulatino de la tasa de interés de intervención, hasta llevarla a un nivel de 7,75% en julio de 2016. Haber tolerado un aumento descontrolado de las expectativas de inflación habría reforzado los mecanismos de indexación de precios y salarios, y con ello la inercia inflacionaria. La evidencia muestra que las expectativas de inflación nunca superaron el 5%, a pesar de que la inflación alcanzó un pico de 8,97% en julio de 2016.

A partir de diciembre de 2016, cuando se observó que las expectativas de inflación habían cedido y que los efectos del traspaso de la devaluación a los precios de bienes transables y del fenómeno de El Niño sobre los precios de los alimentos se estaban debilitando, la

JDBR decidió iniciar una reducción progresiva de la tasa de interés de política, que hasta enero de 2018 acumulaba una disminución de 325 puntos básicos (pb). Con esto, se completó el ciclo de aumento y reducción de la tasa de interés en medio del proceso de ajuste.

El incremento de la tasa de interés de intervención antes reseñado moderó el crecimiento de la demanda interna y contuvo las expectativas de inflación, atenuando con ello la inercia inflacionaria durante 2017. A ello se sumó la relativa estabilidad del peso y la normalización de los precios de los alimentos una vez desaparecieron los efectos del fenómeno de El Niño y del paro camionero de junio y julio de 2016. Posteriormente, la reducción de tasas se logró hacer sin que ello interrumpiera el proceso de convergencia de la inflación hacia su meta ni el ajuste requerido de las expectativas de inflación, aún a pesar de las presiones alcistas que resultaron del aumento del impuesto al valor agregado (IVA) y otros impuestos indirectos a comienzos de 2017. En la actualidad, la postura de la política monetaria es moderadamente expansionista, puesto que la tasa de interés real de política se encuentra por debajo de la tasa de interés neutral. Ello permitirá ofrecer un estímulo a la actividad económica que se irá haciendo más visible en los próximos meses, a medida que se terminen de transmitir las recientes rebajas de la tasa de política a la economía en su conjunto.

Como ya se anotó, la inflación de precios al consumidor a finales de febrero registró una tasa de variación anual de 3,37%. Esto muestra un descenso importante durante los primeros dos meses del año frente a la inflación de 4,09% registrada a finales de 2017. Buena parte de esta disminución obedeció a la desaparición del efecto estadístico del aumento del IVA y otros impuestos indirectos, que entraron en vigencia un año atrás. Adicionalmente, a comienzos de año se revirtieron ciertos aumentos puntuales de precios que se presentaron a finales de 2017. Por su parte, la inflación de alimentos continuó reduciéndose a un nivel de 0,94% anual, en tanto que la inflación de transables (sin alimentos) se situó

en 3,11% anual. Estos indicadores confirman que la convergencia de la inflación hacia la meta del 3% viene adquiriendo mayor fuerza.

No obstante, aún es posible identificar la existencia de mecanismos que podrían mantener cierta inercia inflacionaria, haciendo retrasar en alguna medida el proceso de convergencia de la inflación hacia la meta. Tal es el caso de los bienes no transables (sin alimentos), que a finales de febrero registraron una inflación de 5,14% anual como reflejo del incremento del salario mínimo (5,9% para 2018), que presiona al alza los precios de servicios intensivos en trabajo, como salud y educación. Igualmente, el aumento reciente del precio internacional del petróleo, ha inducido alzas en los precios de los combustibles, lo que explica en parte la elevada inflación de regulados de 6,14% anual en febrero. También, subsisten presiones provenientes de las expectativas de inflación, que según encuestas recientes se ubicaban en un rango de 3,3% a 3,6% para diferentes plazos. Finalmente, no deben descartarse posibles repuntes en los precios de los alimentos hacia la segunda mitad de 2018, bien sea por menores siembras o por el efecto de cambios climáticos.

Lo anterior indica que aún a pesar del importante avance observado en la convergencia de la inflación hacia la meta y de la normalización de los precios de los alimentos y bienes transables, es indispensable ser prudente con la política monetaria, a fin de continuar ofreciendo un estímulo a la recuperación de la actividad económica sin comprometer el cumplimiento del objetivo de inflación.

En cuanto al mercado laboral, sobresale el comportamiento de la tasa de desempleo nacional, cuyo nivel se mantuvo relativamente estable (principalmente hasta finales de 2016), a pesar de la desaceleración observada en el crecimiento del PIB. Lo anterior fue examinado en un recuadro del *Informe* de julio de 2017, donde se concluía que la caída en la participación laboral, especialmente en las trece principales ciudades, era la explicación de este suceso. Esto comenzó a cambiar durante el año anterior, cuando

se observó un incremento de la tasa de desempleo nacional desde 9,1% en diciembre de 2016 a 9,5% en el mismo mes de 2017. Ello fue consecuencia de un deterioro de la tasa de ocupación (TO), que no logró ser compensado por la caída de la tasa global de participación (TGP). Algo similar ocurrió en las trece principales ciudades.

La tasa de desempleo nacional es sustancialmente inferior de la que se observa para las trece (o incluso veintitrés) ciudades principales del país. La explicación de ello reside en el bajo desempleo registrado por el DANE para el área rural. Así, por ejemplo, para el trimestre móvil noviembre de 2017 a enero de 2018 la tasa de desempleo en las trece ciudades fue de 10,9%, mientras que para el área rural fue de 5,4%. Para comprender este comportamiento en el presente *Informe* se incluye un recuadro que examina la dinámica del empleo agrícola y la compara con el comportamiento del mercado laboral en las áreas urbanas. Allí se resalta el dinamismo observado en 2017 del empleo agrícola localizado principalmente en las “otras cabeceras” y el área rural (con 182 mil nuevos ocupados), que coloca a la agricultura como la rama de actividad que más generó empleos en el nivel nacional durante el último año.

El escenario central de proyección para 2018 elaborado por el equipo técnico confirma que la economía se estaría aproximando hacia el final del proceso de ajuste. Como se

anotó, para este año se estima un crecimiento del PIB de 2,7%, el cual se corroboró recientemente luego de examinar los indicadores de actividad económica para los dos primeros meses del año. En cuanto a la inflación, se espera que continúe convergiendo hacia la meta del 3%, como lo ha venido haciendo al inicio del presente año. Finalmente, el déficit de la cuenta corriente seguirá acercándose al 3%, luego del buen registro observado a finales de 2017. Estos pronósticos están sujetos a riesgos que se contemplan en escenarios alternativos, los cuales consideran cambios en las condiciones externas, en la trayectoria de la demanda interna, en presiones imprevistas provenientes de los precios de los alimentos, u otros componentes del índice de precios al consumidor. En sus informes periódicos de inflación el Banco de la República mantendrá informando al país sobre el comportamiento de estas variables.

El diagnóstico detallado en hechos y cifras que contiene este *Informe* sobre la situación de la economía colombiana y el manejo de la política monetaria, no solo cumple la función de mecanismo de rendición de cuentas de la JD BR al Honorable Congreso, sino que también ofrece a la opinión pública y a los analistas externos un importante documento de estudio que permite comprender los avances en el ajuste económico y el trabajo que aún falta por hacer. ☉

Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República

1. Contexto internacional

Durante 2017 la actividad económica global mostró un mejor desempeño sustentado en el dinamismo del comercio mundial. Adicionalmente, esto último junto con el aumento en los precios de las materias primas impulsaron la recuperación de las economías emergentes. Pese a la alta incertidumbre de la política mundial, durante 2017 los mercados financieros continuaron presentando niveles de volatilidad históricamente bajos.

Para 2018 se estima un crecimiento mundial mayor a lo observado en 2017, unos niveles de términos de intercambio favorables para las economías emergentes y un acceso al financiamiento mundial estable pese al aumento en su costo por los incrementos de tasas de interés en las principales economías desarrolladas.

La recuperación de la actividad económica mundial continúa fortaleciéndose, especialmente en Europa, Asia y los Estados Unidos. Según la Organización de las Naciones Unidas (ONU), el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional (FMI), durante 2017 la economía mundial habría crecido aproximadamente 3% a precios de mercado¹, lo que refleja una revisión al alza de las proyecciones realizadas al principio de ese año. Asimismo, estos organismos esperan que el crecimiento global para 2018 sea en promedio del 3,1% a precios de mercado² (Cuadro 1.1). Los principales factores que han caracterizado la recuperación de la economía global son: 1) un mayor crecimiento del comercio internacional, respaldado por un aumento de la inversión, especialmente en Asia; 2) un aumento de la producción industrial; 3) un fortalecimiento de los indicadores de confianza, y 4) una mejora de las expectativas de crecimiento en los países emergentes exportadores de materias

¹ Crecimiento en 2017 de 3,66%, en promedio, en términos de paridad de poder adquisitivo.

² Crecimiento esperado en 2018 de 3,76%, en promedio, en términos de paridad de poder adquisitivo.

Cuadro 1.1
Tasas de crecimiento de las regiones según el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional (FMI)
y la Organización de las Naciones Unidas (ONU)
(porcentaje)

	Banco Mundial						FMI						ONU					
	PPA ^{a/}			Precios de mercado			PPA ^{a/}			Precios de mercado			PPA ^{a/}			Precios de mercado		
	2016	2017 ^{b/}	2018 ^{b/}	2016	2017 ^{b/}	2018 ^{b/}	2016	2017 ^{b/}	2018 ^{b/}	2016	2017 ^{b/}	2018 ^{b/}	2016	2017	2018	2016	2017 ^{b/}	2018 ^{b/}
Mundo	3,2	3,7	3,7	2,4	3,0	3,1	3,2	3,7	3,9	2,5	3,2	3,3	3,1	3,6	3,7	2,4	3,0	3,0
Economías avanzadas				1,6	2,3	2,5	1,7	2,3	2,3							1,6	2,2	2,0
Zona del euro				1,8	2,4	2,1	1,8	2,4	2,2							1,8	2,1	2,0
Economías emergentes				3,7	4,3	4,5	4,4	4,7	4,9							3,8	4,3	4,6
Latinoamérica y el Caribe				(1,5)	0,9	2,0	(0,7)	1,3	1,9							(1,3)	1,0	2,0

a/ Paridad de poder adquisitivo.

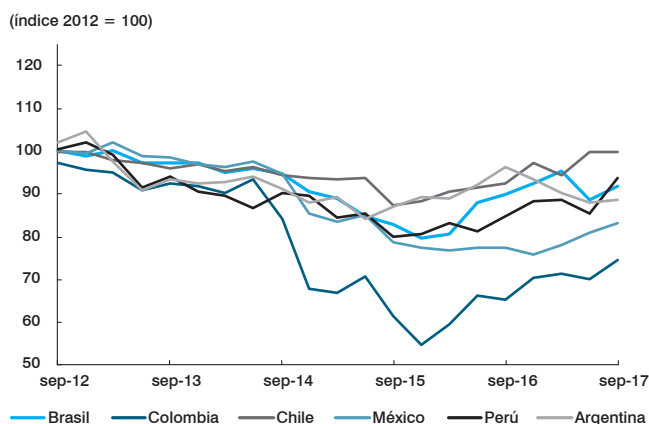
b/ Estimado.

Fuentes: Banco Mundial, FMI y ONU.

primas, especialmente aquellos que exportan petróleo, metales y minerales³, junto con una alta expansión por parte de economías importadoras, como China.

El aumento en los precios de las materias primas ha incrementado los términos de intercambio de Suramérica, los cuales alcanzan, en algunos países, niveles similares a los presentados antes del choque de 2014 (Gráfico 1.1). En el caso del petróleo, para la referencia Brent el precio por barril alcanzó los USD 66,73 a finales de 2017, al presentar un incremento del 22% con respecto al año anterior (Gráfico 1.2). Este aumento sostenido en los precios proviene de la mejora de las perspectivas mundiales de crecimiento, de las condiciones climáticas que atravesaron los Estados Unidos, de la limitación de producción de petróleo bajo el acuerdo de la Organización de Países Exportadores de Petróleo

Gráfico 1.1
Términos de intercambio



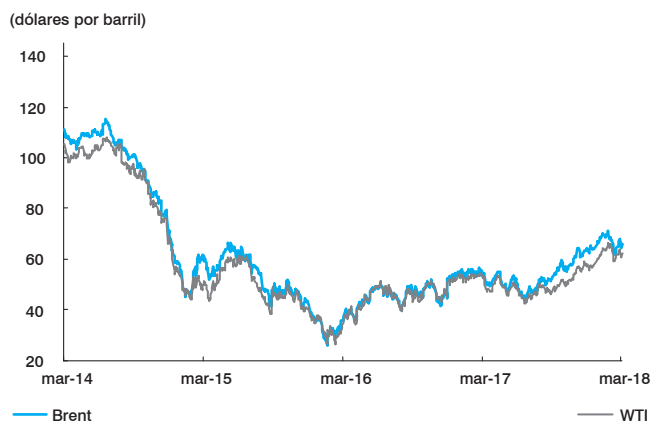
Fuente: Datastream.

(OPEP) y de los conflictos políticos en Medio Oriente. No obstante, los precios de los contratos futuros a cinco años exhibían niveles cercanos a los USD 55,49 por barril, lo que sugiere la posibilidad de un ajuste a la baja en los próximos años.

Así, el mayor dinamismo de la demanda externa y los mayores términos de intercambio observados en 2017 han creado condicio-

³ Según el Banco Mundial, el índice de precios de los metales y minerales aumentó entre 2016 y 2017 un 23%, mientras que el índice de materias primas combustibles aumentó en este mismo período 22%, representado principalmente por el aumento en el precio del petróleo (promedio del precio spot de las referencias Brent, Dubái y WTI).

Gráfico 1.2
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)



Fuente: U.S Energy Information Administration (EIA).

nes favorables para las economías emergentes como la colombiana. Un mayor crecimiento de la economía global genera beneficios mediante diferentes canales. Por ejemplo, una mayor demanda externa puede incentivar las exportaciones y, por ende, el crecimiento de las economías abiertas. El hecho de que Estados Unidos, la economía más grande del mundo, crezca a unas tasas históricamente altas, genera beneficios por medio del aumento de las exportaciones y de mayores flujos de inversión y remesas. De igual manera, el crecimiento de los términos de intercambio beneficia el ingreso nacional de los países exportadores de bienes básicos. Adicionalmente, puede impulsar la inversión en dicho sector, que ha visto un retroceso importante ocasionado por la debilidad de los precios.

Sin embargo, a pesar de que el panorama internacional es en términos generales favorable para 2018, existen varios riesgos que podrían tener efectos negativos sobre las economías emergentes como la colombiana.

El primero está relacionado con el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales inducido por la continuación de la normalización de la política monetaria en las economías desarrolladas y la manera como los mercados financieros se acomodan a esta nueva realidad. Este ajuste podría darse en un contexto de alta volatilidad. Relaciona-

do con esta situación, los altos precios en el mercado de acciones y los bajos niveles de las primas por plazo implícitas en los papeles de los gobiernos de los países avanzados, junto con una aceleración de la normalización de la política monetaria, podrían ocasionar una corrección del mercado y un aumento adicional en la volatilidad.

Otra fuente de incertidumbre es que se desconocen los efectos que podría tener, especialmente para los flujos de capital hacia las economías emergentes, la reforma tributaria en los Estados Unidos. En dicho país se redujo la tasa impositiva del 35% al 21% para las empresas, lo que podría generar un aumento en sus flujos de capital.

Finalmente, también son inciertos los efectos de políticas proteccionistas que podrían llegar a afectar el comercio mundial, como las negociaciones del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), del *brexit* y las tensiones comerciales internacionales por los anuncios recientes por parte del Gobierno estadounidense, de imponer aranceles del 25% y del 10% sobre las importaciones de acero y aluminio, lo cual podría ocasionar contrarrespuestas por parte de la Unión Europea, China y otros socios comerciales.

Cabe anotar que el riesgo proveniente del endurecimiento de las condiciones financieras internacionales y de una contracción de la liquidez global, que se mantiene en niveles históricamente altos⁴, es de mucha relevancia para las economías emergentes de mercado

⁴ Una forma de evaluar la liquidez global es mediante el comportamiento de los créditos bancarios transnacionales. La lógica detrás de esta medición que realiza el BPI sostiene que una mayor liquidez internacional se debería reflejar en una mayor cantidad de créditos bancarios transnacionales. De acuerdo con la información más reciente de las estadísticas bancarias internacionales del BPI, la tasa de crecimiento mundial de estos créditos a septiembre de 2017 fue de 2,1%, lo cual está cercano al promedio de los últimos cinco años (2,6%). Al tomar los flujos bancarios transnacionales a las economías emergentes (como indicador de liquidez hacia este grupo de economías), la tasa de crecimiento a septiembre de 2017 fue de 18,11%, muy superior al promedio de los últimos cinco años (11,9%), lo que sugiere que una alta proporción de la liquidez mundial se ha desplazado a este grupo de economías.

(EEM). Una nota reciente, preparada por el Banco de Pagos Internacionales (BPI)⁵, resalta los siguientes aspectos de las EEM que podrían amplificar el impacto de un endurecimiento de las condiciones financieras internacionales: 1) el aumento de tasas de interés en los Estados Unidos podría estar acompañado de una apreciación del dólar con efectos especialmente negativos en las empresas con alta exposición a esta moneda; 2) el ciclo financiero se mantiene en una fase expansiva en muchas economías emergentes, reflejado en altos crecimientos de los precios de los activos (p. ej.: vivienda) y del crédito, amplificando el tamaño de algunos desbalances acumulados; 3) la inflación de las economías avanzadas podría aumentar más de lo esperado, generando reacciones en los mercados y escenarios de mayor volatilidad; 4) la profundidad y la composición de las inversiones internacionales en los mercados financieros locales podría ampliar el impacto de choques externos y, por último, 5) un limitado nivel de maniobra para el uso de políticas contracíclicas.

Los factores identificados pueden aplicar (en diferentes intensidades) para el caso colombiano. Es de especial relevancia el cuarto punto, al estar relacionado con la participación de inversionistas internacionales en los mercados financieros locales y su toma de riesgo en mercados emergentes. Como se ha venido recalando en las ediciones pasadas de este *Informe*⁶, Colombia ha sido un receptor importante de inversionistas extranjeros en los mercados financieros locales, los cuales pasaron de tener una participación de 3,5% en 2007 a 26,4% una década después. Además de los factores globales asociados con la liquidez

internacional y con las bajas tasas de interés externas, el anuncio de JP Morgan en 2014 de incrementar la participación de Colombia en el índice de deuda emergente GBI-EM Global Diversified (de 3,2% a 8%), junto con algunas simplificaciones a las reglas tributarias, explicaron, en parte, la tendencia creciente de la participación de los extranjeros en el mercado de deuda pública local.

La mayor entrada de extranjeros a los mercados locales genera beneficios en torno al desarrollo de los mercados de capital, forjando una mayor liquidez y ampliando la base de inversionistas. Esto, a su vez, facilita el ajuste gradual y ordenado de la economía ante los choques externos. No obstante, también genera retos desde el punto de vista de la estabilidad macroeconómica y financiera. En primer lugar, aunque los datos de Colombia indican que una porción significativa de las entradas de capital está explicada por inversionistas de largo plazo, como los fondos de pensiones y los fondos soberanos, existe una importante concentración en un número limitado de inversionistas. En segundo lugar, hay evidencia de que los grandes inversionistas institucionales pueden reaccionar mejor que otros cuando enfrentan fuertes choques⁷. Por último, el endurecimiento de la política monetaria en países desarrollados, junto con la implementación de políticas proteccionistas, podrían afectar a las EEM vía una eventual disminución de los flujos de capital hacia estas economías.

A continuación, se analiza el desempeño reciente de la economía global con énfasis en los aspectos más relevantes para Colombia y luego se plantean las perspectivas para 2018.

1.1 Desempeño durante el segundo semestre de 2017

Durante la segunda mitad de 2017 la economía global continuó fortaleciéndose. Para el caso de las economías avanzadas, la expansión estuvo sustentada en un alivio de las presiones

⁵ Nota preparada por el BPI para la reunión bimestral de gobernadores de enero de 2018 titulada: “How Will the Unwinding of Central Bank Asset Purchases Affect Emerging Market Economies (EMEs)?”

⁶ Véase el Recuadro 2: “Participación de extranjeros en el mercado de deuda pública local”, en el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, de marzo de 2017, y el Recuadro 3: “Inversionistas extranjeros en mercados financieros locales de América del Sur”, en el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, de julio de 2017.

⁷ Evidencia de esto es reportada por el FMI en el *Informe de Estabilidad Financiera Global* de 2014.

deflacionarias que se venían presentando en el período 2015-2016, en un aumento significativo del comercio internacional y en un crecimiento de la demanda interna. Para el caso de las economías emergentes, el crecimiento estuvo soportado por la solidez de la demanda interna de China, por el aumento del precio de las materias primas, en especial para los países exportadores de metales, minerales y petróleo, y por el cambio en la fase del ciclo de algunos países como Brasil.

Respecto al contexto externo, el comercio mundial alcanzó un crecimiento de 4,3% en 2017, comparado con el 2,3% del año previo, según cifras del Banco Mundial. Asimismo, el indicador de comercio global⁸ alcanzó un valor de 102,3; es decir, se situó 2,3% por encima de la tendencia de mediano plazo. Este fenómeno fue impulsado por la recuperación de las economías importadoras, como China, que experimentó un crecimiento de 6,9%, lo que se refleja en el aumento de la demanda externa y del ingreso de los hogares, así como por un repunte en la inversión de maquinaria, elementos electrónicos y semiconductores. Sin embargo, se espera que el comercio global crezca a menores niveles en los próximos años como resultado de la baja expansión de la integración de las cadenas de valor, por las crecientes políticas proteccionistas, (p. ej.: la reciente implementación de aranceles al acero y al aluminio por parte de los Estados Unidos), y por la posible desaceleración de China, donde persisten riesgos frente al alto endeudamiento, que según estimaciones del FMI alcanza niveles del 242%⁹ del PIB y que supera su tendencia de largo plazo¹⁰.

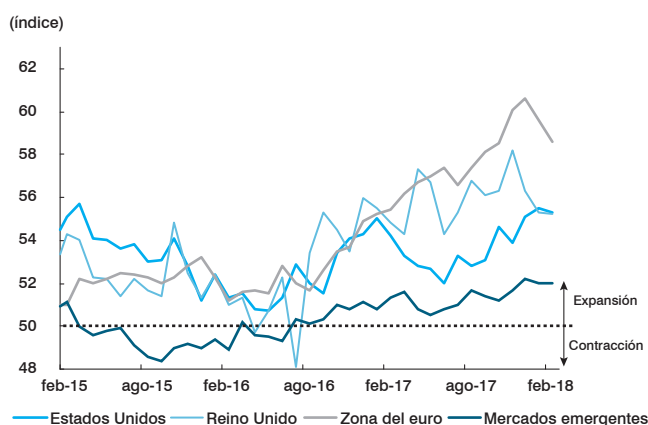
⁸ Valores de 100 indican que el crecimiento se encuentra en la tendencia de mediano plazo, valores superiores a 100 indican que el crecimiento está por encima de la tendencia y valores menores a 100 indican lo contrario.

⁹ Deuda total del sector no financiero con respecto al PIB.

¹⁰ Otros cálculos sugieren algo similar, por ejemplo, el indicador de la brecha de crédito a PIB con respecto a su tendencia de largo plazo propuesto por el BPI muestra un nivel de 18,9% para junio de 2017. Un promedio simple de esta brecha desde 1995 asciende a 6,5%.

Durante 2017 la producción manufacturera¹¹ continuó recuperándose, especialmente en la zona del euro¹² y los Estados Unidos (Gráfico 1.3). Igualmente, la creación de empleo en los principales países avanzados siguió contribuyendo al aumento de la demanda interna y del precio de las materias primas. Para el caso de la zona del euro, la tasa de desempleo alcanzó su nivel más bajo desde 2009 (Gráfico 1.4). Además, el índice de inversión continuó con tendencia alcista (Gráfico 1.5).

Gráfico 1.3
Índices de actividad manufacturera
(PMI: *purchasing managers index*)



Fuente: Bloomberg.

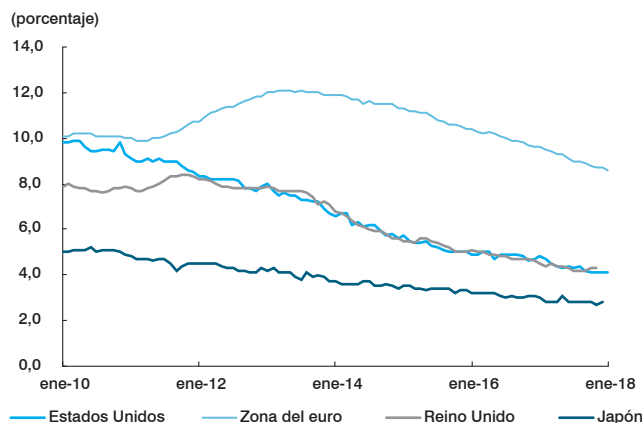
Suramérica logró salir de la recesión de 2016 gracias a la recuperación de Brasil y Argentina, los cuales venían presentando crecimientos negativos (de -3,5% en 2016 a 0,9% en 2017 y de -2,2% en 2016 a 2,9% en 2017, respectivamente)¹³. Según la ONU y el Banco Mundial, se estima que el crecimiento en 2017

¹¹ El PMI tanto para las economías emergentes como para las avanzadas ha aumentado desde mediados de 2016 (para ambos grupos de países el indicador sugiere una expansión de la actividad económica al estar por encima de 50).

¹² El indicador PMI alcanzó para diciembre del 2017 un valor de 60,6, el máximo en diecisiete años.

¹³ Datos y estimaciones de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal).

Gráfico 1.4
Tasa de desempleo



Fuente: Eurostat.

para América Latina y el Caribe haya estado alrededor de 1,0%, y proyectan una aceleración a niveles de 2,0% para el presente año. Durante el segundo semestre de 2017 Brasil logró superar tasas negativas en la inversión, asociadas en alguna medida con las caídas de los precios de bienes básicos a finales de 2014 (Gráfico 1.5.).

En contraste, para Venezuela los pronósticos de crecimiento son mucho menos alen-

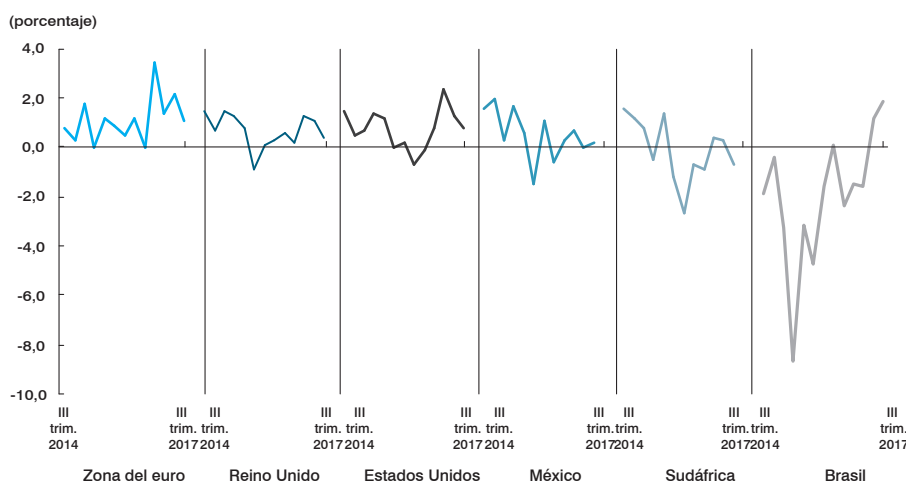
tadores y se sitúan en promedio en -10,4% y -4,9% para 2017 y 2018, respectivamente¹⁴. Las mediciones de inflación siguen presentando tasas de más de tres dígitos; según la ONU, para 2017 la variación de precios fue de 448,8% y de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) alcanzó los 1.133%. Este fenómeno se exacerbó por la inyección de base monetaria destinada al financiamiento del déficit fiscal, que a su vez promovió la depreciación de la moneda. Esta crisis ha desencadenado una gran migración de población venezolana hacia diferentes países, entre ellos Colombia. Según estadísticas migratorias¹⁵, se registró una entrada de 686.363 venezolanos al país en el año 2017.

En general, luego del choque de precios de materias primas y su impacto sobre el ingreso nacional en muchas economías de la región, los ajustes de las economías han generado presiones fiscales importantes con efectos sobre la calificación de riesgo soberano de

¹⁴ Promedio de los pronósticos del Banco Mundial, FMI, Cepal y ONU.

¹⁵ Ingresos de población venezolana a Colombia acumulados de enero hasta noviembre del 2017 (obtenidos de Migración Colombia).

Gráfico 1.5
Tasa de crecimiento de la formación bruta de capital fijo

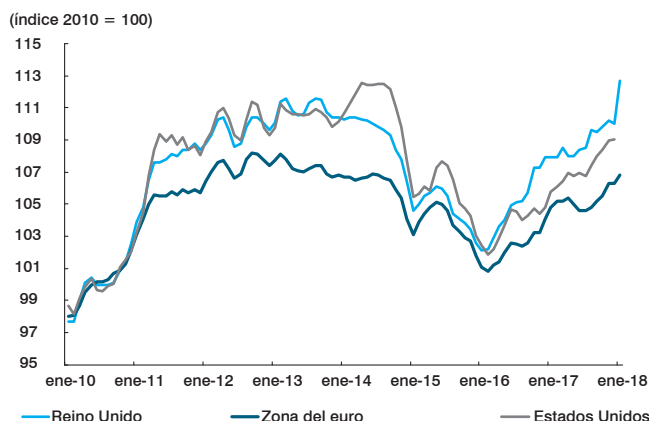


Fuentes: OCDE, FED y Tranding Economics.

algunos países. La calificación soberana de Brasil¹⁶, Costa Rica¹⁷, Ecuador¹⁸, Guatemala¹⁹, Venezuela²⁰ y Colombia²¹ ha sido reducida recientemente por parte de algunas calificadoras de riesgo.

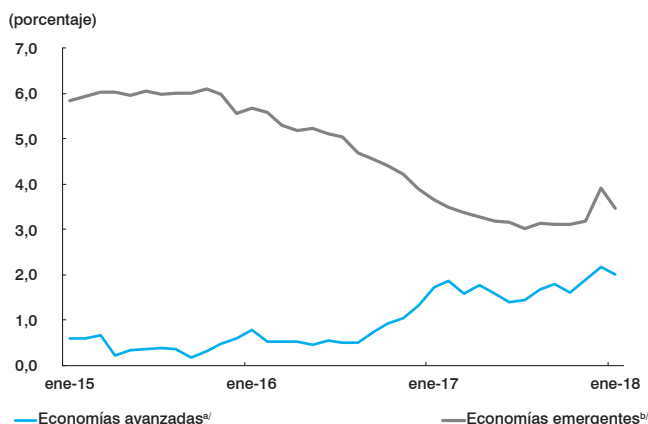
En cuanto al panorama global de los precios, los asociados al productor continúan al alza (Gráfico 1.6), debido en parte al constante aumento de las cotizaciones del petróleo. Algo similar ocurre con los precios al consumidor, donde el aumento reciente en los combustibles empujó al alza el nivel general de inflación en las economías avanzadas (Gráfico 1.7). Aunque la inflación subyacente continúa estando por debajo de los objetivos de los bancos centrales y los salarios continúan en niveles bajos, a pesar del bajo desempleo de estas economías, recientemente la incertidumbre sobre su aumento ha generado algo de preocupación en los mercados. En particular, en los Estados Unidos el último dato de salarios mostró un aumento de 2,9% con respecto a

Gráfico 1.6
Índice de precios al productor



Fuente: OCDE.

Gráfico 1.7
Inflación economías emergentes y avanzadas



a/ Estados Unidos, Reino Unido, Canadá y zona del euro.

b/ Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia, Arabia Saudita, Sudáfrica.

Fuente: OCDE.

¹⁶ El retraso de la aprobación del ajuste fiscal y la reforma en pensiones han provocado una disminución en su calificación crediticia de deuda soberana a largo plazo. Standard & Poor's situó la calificación de BB a BB- en enero de 2018.

¹⁷ El déficit fiscal de Costa Rica, que en 2017 se ubicó en 5,9%, fue la principal causa de disminución de la calificación crediticia a largo plazo por parte de Moody's, de Ba1 a Ba2 y en enero de 2018 Fitch Ratings redujo la perspectiva de estable a negativa.

¹⁸ La creciente deuda del Gobierno y carga de intereses, débil capacidad institucional y falta de flexibilidad monetaria fueron los argumentos para que en junio de 2017 Standard & Poor's disminuyera la calificación crediticia a largo plazo de Ecuador de B a B-.

¹⁹ La perspectiva de crecimiento débil, sumada a una crisis política por graves casos de corrupción, provocaron que a finales de 2017 la calificadoradora Standard & Poor's disminuyera la calificación crediticia de Guatemala de BB a BB-.

²⁰ Standard & Poor's bajó la calificación de la deuda soberana a largo plazo a SD (*default* parcial) tras el impago de USD 200 millones en sus bonos globales. También, la agencia Fitch bajó la calificación crediticia de C a RD (*default* restringido), debido a que acreedores de bonos no habían recibido el pago de intereses por bonos soberanos que vencen en 2019 y 2024.

²¹ En diciembre de 2017 Standard & Poor's redujo la calificación crediticia de Colombia de BBB a BBB-, dado el débil crecimiento de la economía en 2017 y la dependencia de ingresos extraordinarios para compensar el bajo desempeño de la reforma tributaria de 2016.

enero de 2017, el nivel más alto después de la crisis económica, que de trasladarse a los precios podría requerir un endurecimiento de la política monetaria más acelerado.

En ese contexto, la normalización gradual de la política monetaria en las economías desarrolladas ha continuado. Para el caso de los Estados Unidos, durante 2017 el Federal Open Market Committee (FOMC) aumentó el rango objetivo de la tasa de interés en tres

oportunidades, expandiéndola de 0,75%-1,00% a 1,25%-1,50%. A su vez, el Banco de Inglaterra aumentó por primera vez en diez años la tasa de política monetaria a 0,5% en noviembre de 2017.

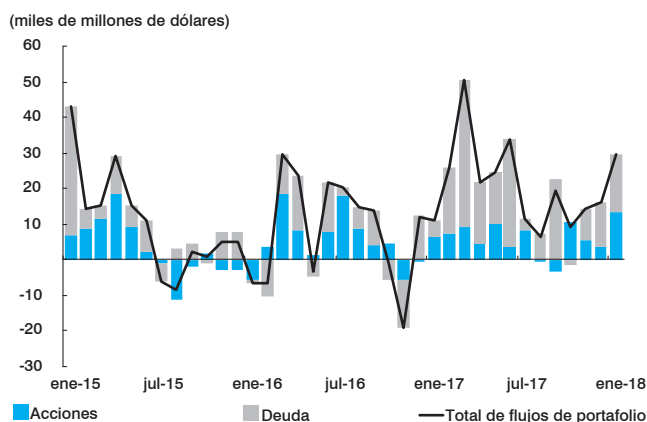
En cuanto a las economías de mercados emergentes, el nivel general de inflación y la inflación subyacente avanzaron en los últimos meses. En Latinoamérica la inflación continúa moderada. Para el caso de Argentina se espera que la inflación siga cediendo, si se reduce el crecimiento de los salarios. Por otro lado, en Brasil la inflación se redujo al 3%, luego de una caída drástica en los precios de alimentos por cuenta de una cosecha excepcional. Algo similar ocurrió en varios países, que vieron reflejado esto en las cifras de los precios de alimentos, con una desaceleración e incluso caídas luego del choque alcista del fenómeno de El Niño de 2016.

A pesar de la alta incertidumbre de la política mundial, durante 2017 los mercados financieros continuaron presentando niveles de volatilidad históricamente bajos (Gráfico 1.8). Los *credit default swaps* (CDS) de la región, por su parte, mantienen dicha tendencia. Sin embargo, luego de que los Estados Unidos reportaran el dato de salarios mencionado, los mercados accionarios corrigieron el impulso que traían y presentaron una corrección por

posibles futuras presiones inflacionarias y su impacto sobre la postura monetaria²².

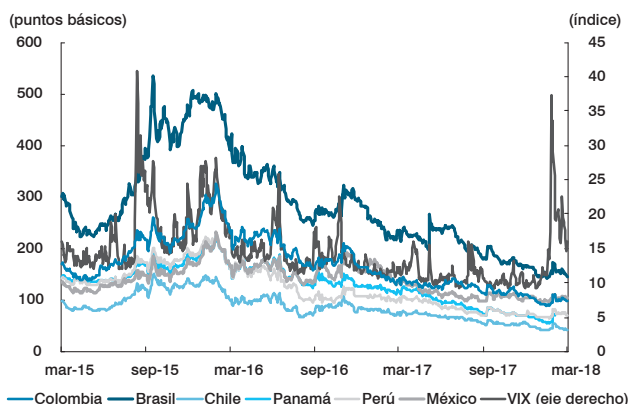
No obstante este contexto internacional, los flujos de capital hacia las EEM continúan. En especial, la demanda por sus bonos continuó al alza y superó los USD 180 mil millones (mm) durante 2017, un aumento importante comparado con los USD 36,2 mm de 2016 de flujos internacionales de deuda (Gráfico 1.9). Por su parte, los flujos de portafolio se situaron en USD 245,1 mm durante 2017 frente a USD 99,3 mm de un año atrás.

Gráfico 1.9
Flujos de portafolio a mercados emergentes



Fuente: Institute of International Finance.

Gráfico 1.8
Índices de volatilidad financiera y CDS de algunos países de la región



Fuente: Bloomberg.

1.2 Perspectivas para 2018

En 2018 se espera que la economía mundial continúe fortaleciéndose, para alcanzar una tasa de crecimiento de 3,1% a precios de mercado, lo cual se explicaría por la aceleración proveniente de las economías avanzadas (2,25%, en promedio, según datos del Banco Mundial y la ONU). Esta proyección refleja la expectativa de que la aceleración de la demanda continuará, especialmente en los Estados Unidos, donde

²² El VIX (índice de volatilidad del mercado de opciones *put* en Chicago) aumentó a niveles superiores a 37, la mayor cifra reportada desde agosto de 2015. El índice de S&P500 cayó más de 10%.

la reforma fiscal podría llegar a impulsar aún más la demanda interna en el corto plazo, generando un mayor crecimiento para sus principales socios comerciales. Sin embargo, esta reforma fiscal podría ocasionar presiones sobre algunas EEM por cuenta de una disminución en los flujos de capitales, dada la repatriación de utilidades por parte de empresas estadounidenses hacia su país de origen.

No obstante, como se ha señalado en informes recientes de diferentes organismos internacionales, el bajo crecimiento de la productividad en las economías avanzadas más importantes (p. e.: los Estados Unidos, Japón y Europa), junto con la presencia de niveles altos de endeudamiento (especialmente de hogares), y la imposibilidad de adoptar reformas estructurales, amenazan el crecimiento de mediano plazo, lo que podría restarle *momentum* a la coyuntura actual.

Para las economías emergentes, la tasa de crecimiento será de 4,55%, una leve aceleración frente al 4,3% observado en 2017. Esta expansión estaría sustentada en unas mejores expectativas de crecimiento para los países exportadores de materias primas, especialmente aquellos productores de petróleo. En América Latina, si bien la recuperación económica mundial se ha transmitido y los precios de las materias primas han beneficiado a los países exportadores, las mejores perspectivas económicas están acompañadas de una alta incertidumbre. Según la Cepal²³, las proyecciones de crecimiento para la región en 2018 son de 2,2%, comparado al 0,8% estimado para 2017.

En general, para la mayoría de países de Latinoamérica se espera una recuperación. Por ejemplo, se pronostica una expansión para México del orden de 2,4% durante 2018, que se explica por las mejores perspectivas que generan la aceleración de la demanda estadounidense, el aumento de los ingresos petroleros y las actividades de reconstrucción derivadas de los desastres del 2017. Para Brasil se espera un

crecimiento de 2,0%, mostrando la dinamización de las exportaciones que redujo el déficit en la cuenta corriente. Para Centroamérica, según la Cepal, se tendrá una tasa de crecimiento cercana a 3,6% en 2018, lo cual se encuentra por encima del 3,3% de 2017. No obstante, el nivel de incertidumbre es elevado por los efectos que sobre los flujos de capital pueda tener la postura monetaria en los países avanzados y las iniciativas recientes en materia tributaria en los Estados Unidos. Adicionalmente, es importante señalar que la incertidumbre se puede ver amplificada por el panorama político y electoral, debido a los procesos presidenciales en muchos países²⁴ de la región.

Dadas estas proyecciones, en el caso del precio del petróleo se espera que sus cotizaciones disminuyan durante 2018 desde los altos niveles alcanzados en los primeros meses del año (cerca de los USD 70 por barril), aunque a un nivel que en promedio sería mayor que el observado en 2017.

En relación con las expectativas en torno a las condiciones financieras internacionales, se espera que las economías avanzadas inicien el camino hacia un endurecimiento de la política monetaria. Es importante tener en cuenta que recientemente, luego de la publicación del dato de salarios de los Estados Unidos de febrero de 2018, que podría sugerir presiones inflacionarias, los mercados accionarios sobrereaccionaron y presentaron una corrección del 10% en diez días. Asimismo, la volatilidad aumentó de manera importante, lo que complica prever si las condiciones financieras podrían cambiar más rápido de lo esperado.

En síntesis, la recuperación económica mundial continuará a lo largo de 2018 como resultado de un entorno externo favorable con un crecimiento del comercio internacional, una alta demanda interna de las economías avanzadas y China. Igualmente, se proyecta que los precios de las materias primas continúen la recuperación iniciada en 2016, pero a una menor tasa que la observada en 2017. No obstante, la incertidumbre persiste,

²³ Pronósticos provenientes del *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe* de noviembre de 2017.

²⁴ Costa Rica, Paraguay, Colombia, México, Brasil y Venezuela.

especialmente por las decisiones de política monetaria en las economías avanzadas, la posible apreciación del dólar, el probable endurecimiento de las condiciones financieras internacionales y los efectos de las presiones comerciales iniciadas por los Estados Unidos sobre el comercio mundial. Igualmente, existe la posibilidad de que el escenario favorable reciente en torno a los precios de los bienes básicos exportados por Colombia, como lo es el petróleo, eventualmente se corrija a la baja²⁵.

2. La economía colombiana: resultados en 2017 y perspectivas para 2018

Los resultados de las cuentas nacionales de 2017 y lo proyectado para el presente año indican que la desaceleración de la economía colombiana habría finalizado el año pasado, y que en 2018 iniciaría un proceso de recuperación.

La reducción del déficit de la cuenta corriente en 2017 y la esperada para 2018 sugieren que el balance externo se seguiría ajustando, gracias al mejor comportamiento de los precios de los bienes básicos y una demanda externa más dinámica.

En 2017 la inflación registró una tendencia decreciente y culminó el año en 4,09%. Se espera que en 2018 esta continúe con su convergencia a la meta del 3%.

Los resultados de las cuentas nacionales de 2017 y lo proyectado para el presente año indican que la desaceleración del producto habría finalizado el año pasado, y que en 2018 la economía colombiana iniciaría un proceso

de recuperación. De igual forma, la reducción del déficit de la cuenta corriente en 2017 y la esperada para 2018 sugieren que el balance externo se seguiría ajustando. Con respecto al comportamiento de los precios, en 2017 la inflación registró una tendencia decreciente y culminó el año en 4,09%. Se espera que en 2018 la inflación continúe con su convergencia a la meta del 3%.

Como se explicará en esta sección, en 2017 se habría consolidado la disolución de varios de los choques adversos²⁶ que afectaron la economía colombiana. En primer lugar, el precio internacional del petróleo se incrementó por segundo año consecutivo, aunque a niveles inferiores a los observados a comienzos de 2014, por lo que los términos de intercambio, el ingreso nacional y la inversión dirigida a ese sector se siguieron recuperando (Recuadro 1). Con respecto a la demanda externa, después de cinco años de continua desaceleración de la actividad económica mundial, en 2017 se presentó un crecimiento más dinámico de los principales socios comerciales del país. Al tiempo, la tasa de cambio real se mantuvo por encima del promedio registrado en los últimos diez años. Estos hechos habrían sido un estímulo para las exportaciones de bienes y servicios de Colombia.

Los mayores precios del petróleo y la mejor dinámica de la demanda externa se reflejaron en un menor déficit de la balanza comercial en dólares en 2017. Las transferencias registraron un crecimiento importante (13,6%), explicado por el incremento de las remesas de los trabajadores. Los egresos netos por renta de los factores aumentaron debido principalmente al mayor giro de utilidades por parte de las empresas petroleras y de carbón. Con estas cifras, la cuenta corriente de la

²⁵ Los precios de los contratos futuros a cinco años mostraban niveles cercanos a los USD 55,49 por barril, lo que sugiere la posibilidad de un ajuste a la baja en los próximos años.

²⁶ El descenso en los precios del petróleo, iniciado desde mediados de 2014, generó una caída en la inversión dirigida hacia ese sector y un deterioro en los términos de intercambio y en el ingreso nacional del país. Al tiempo, la desaceleración de la demanda externa se acentuó y como consecuencia las exportaciones industriales descendieron. Asimismo, la presencia del fuerte fenómeno de El Niño, registrado desde finales de 2015, afectó la producción agrícola e incrementó los precios de los alimentos y de la energía.

balanza de pagos siguió ajustándose, al pasar como porcentaje del producto interno bruto (PIB) de -4,3% en 2016 a -3,3% en 2017.

En Colombia se destacan varios hechos que habrían explicado el comportamiento de la demanda interna en 2017. Aunque el ingreso nacional se recuperó, su crecimiento siguió bajo y con ello el aumento del gasto continuó débil, coherente con la baja dinámica del ingreso. Otro hecho fue el incremento del impuesto al valor agregado (IVA) y de otros impuestos indirectos a comienzos del año pasado, medidas necesarias para conservar la sostenibilidad fiscal del país, pero que afectaron la capacidad de gasto de los hogares. Lo anterior habría sido, en parte, contrarrestado por el descenso de la inflación, que mejoró la capacidad de compra de las familias. También, por las reducciones en la tasa de interés de referencia a lo largo de 2017 (desde 7,75% hasta 4,75%), tendientes a estimular el consumo y la inversión, en un contexto en el cual se presentaban excesos de capacidad instalada de la economía, y con una inflación y sus expectativas que continuaban con su convergencia a la meta. Otro hecho a destacar en 2017 fue la mayor dinámica de la inversión en obras civiles, generada por las administraciones locales y regionales y por el sector petrolero.

Las reducciones en la tasa de interés de política realizadas a lo largo de 2017 se transmitieron a las tasas de interés de los préstamos, principalmente a las de créditos comerciales e hipotecarios y, en menor medida, a los de consumo. El endeudamiento comercial, que a mediados de 2017 completaba un año desacelerándose, se recuperó a final del año, pero registró tasas reales de aumento que se pueden calificar como históricamente bajas. El crecimiento nominal de la cartera dirigida a los hogares (consumo e hipotecario) se moderó y a finales de 2017 todavía presentaba una tasa de crecimiento muy superior a la registrada en el PIB nominal. El anterior comportamiento del crédito se dio en un contexto de deterioro de los indicadores de riesgo de cartera. No obstante, las provisiones y las

medidas de solvencia del sistema financiero siguen en niveles adecuados.

Con todo lo anterior, en 2017 la economía colombiana creció 1,8%, cifra inferior al registro de 2016 (2,0%), a pesar de que el crecimiento de la demanda interna (1,6%) fue mejor que el observado un año atrás (0,5%). Esta aceleración en la absorción se explicó, principalmente, por el mayor ritmo de aumento del consumo público (4,0%), de la inversión en obras civiles (7,1%), de maquinaria y equipo de transporte (3,6%), y del consumo privado (1,7%). Las exportaciones cayeron 0,6% (menos que el año pasado, -1,2%), mientras que las importaciones aumentaron 0,2%.

En materia de precios, los efectos directos de los fuertes choques de oferta, que desviaron la inflación de la meta desde finales de 2014, se diluyeron en 2017. Así, entre finales de 2016 y 2017 la inflación descendió desde 5,75% hasta 4,09%. La mayor desaceleración la registró el grupo de alimentos, en especial aquellos procesados y las comidas fuera del hogar. El índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos, al igual que los otros indicadores de inflación básica, también descendió, aunque en menor medida, afectado por la indexación de precios y por el aumento de los impuestos indirectos a comienzos de año. A diciembre de 2017 el promedio de las cuatro medidas de inflación básica se situó en 4,66%.

Para 2018 los pronósticos del equipo técnico sugieren que el crecimiento económico estaría cercano a 2,7%. Esto supone un precio del petróleo (referencia Brent) que se mantendría en un promedio alrededor de los USD 62 por barril y que la demanda externa seguiría recuperándose. Con esto, se espera una mejor dinámica de las exportaciones en dólares que contribuiría a reducir el déficit de la cuenta corriente a 3,1% del PIB. La inversión en obras civiles, principalmente en vías y en maquinaria y equipo, sería más dinámica. De igual forma, las reducciones en la tasa de interés de referencia realizadas hasta el momento deberían ayudar a la recuperación del consumo y la inversión. Con respecto al comportamiento de los precios, al finalizar el

primer trimestre de 2018 el efecto directo del aumento del IVA sobre la inflación debería haberse diluido. De igual forma, los excesos de capacidad instalada de la economía deberían contribuir a la convergencia de la inflación a la meta del 3%.

2.1 Actividad económica

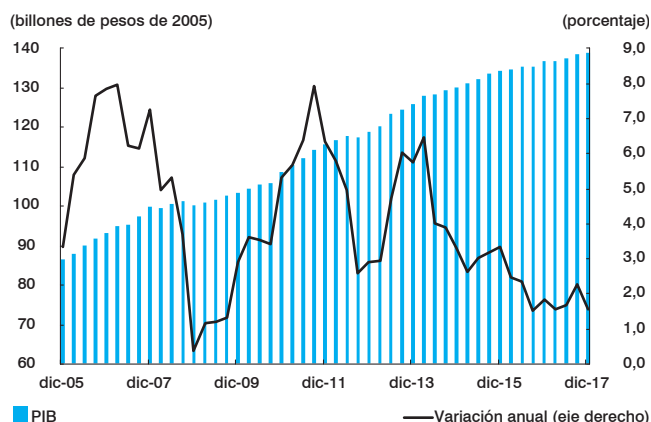
2.1.1 Evolución de la actividad económica en 2017

De acuerdo con la información de las cuentas nacionales publicadas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), el año pasado el PIB registró una expansión de 1,8% anual (Gráfico 2.1). Esta cifra representó una leve desaceleración con respecto a lo registrado en 2016 (2,0%). Este resultado se dio en un contexto donde el consumo total mantuvo tasas de crecimiento similares a las de 2016, la inversión dejó de caer, y las importaciones no se contrajeron, como ocurrió en el pasado.

Estas cifras, junto con los pronósticos para 2018 que se muestran más adelante, apuntan a que la desaceleración de la economía colombiana tocó fondo en 2016 y 2017. Durante este último año, el proceso de ajuste de la economía a unos niveles de términos de intercambio más bajos avanzó de manera importante, como lo sugieren el crecimiento moderado del gasto y el cierre en el déficit en la cuenta corriente.

El resultado de crecimiento del PIB para todo 2017 fue apoyado por un mejor desempeño de la demanda externa, de condiciones financieras favorables en el plano internacional y de mayores términos de intercambio, en especial por mayores precios del petróleo y del carbón. Sin embargo, los valores de estos últimos siguen siendo inferiores a los observados a mediados de 2014, cuando su caída golpeó de manera significativa al ingreso nacional. La mejora de las condiciones externas, junto con un crecimiento moderado de la demanda interna, hicieron posible un cierre del desbalance externo, adicional al que se observó en 2016.

Gráfico 2.1
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En el ámbito interno, y como se mencionará en la sección 2.3, el descenso de la inflación contribuyó a mantener el poder adquisitivo del ingreso de las familias, a pesar del efecto negativo que tuvo el incremento del IVA y de otros impuestos indirectos sobre el consumo privado. A lo anterior se sumó una mayor inversión en obras civiles y una aceleración del consumo público, lo que aportó de manera positiva al crecimiento moderado de la economía colombiana. De esta manera, el incremento de la demanda interna se aceleró en 2017, con un aumento leve en el nivel de las importaciones, algo que contrastó con la fuerte contracción observada en 2016 para este rubro.

Es importante señalar que la reducción de la inflación permitió un manejo más expansivo de la política monetaria a lo largo de 2017. Si bien la transmisión de los descensos de la tasa de interés de referencia fue parcial hacia algunas tasas de mercado, esta reducción significó un alivio a la dinámica del ingreso disponible de la economía. Dado el rezago con el que opera la política monetaria, se espera que dicha transmisión se complete en 2018, cuando el efecto del descenso de tasas sobre la actividad real deberá ser mayor.

Todo lo anterior contribuyó para que el año completo presentara una expansión de la demanda interna de 1,6% frente a 2016, año para el cual se registró un crecimiento de apenas 0,5% anual. Como se desprende del análisis de los diferentes rubros que la componen, la aceleración de la absorción se dio principalmente por un mejor desempeño de la inversión. El consumo agregado, por su parte, se expandió a un ritmo algo mayor que el del año anterior. No obstante, su composición sí fue diferente: mientras que el componente privado creció levemente por encima de lo observado un año atrás, el público reportó aumentos significativamente más altos que los registrados en el pasado (Cuadro 2.1). En este sentido, el

incremento del IVA y los efectos acumulados del cambio en los precios relativos mediante un abaratamiento de los bienes no transables en relación con los transables continuaron limitando las posibilidades de expansión no solo del consumo privado, en particular de bienes de consumo duradero y semiduradero, sino también la de bienes de capital importado.

Así las cosas, las mayores desaceleraciones dentro del consumo privado se dieron en el renglón de consumo semidurable. Los consumos de bienes no durables y de servicios lo hicieron marginalmente, mientras que el de bienes durables no cayó. En principio, la mejora en la oferta agrícola (producto de la superación del fenómeno de El Niño) y

Cuadro 2.1
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2016	2017				2017
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
Consumo total	1,7	2,0	2,3	2,9	1,6	2,2
Consumo de hogares	1,5	1,6	2,0	2,5	0,9	1,7
Bienes no durables	2,2	1,1	2,0	2,9	2,0	2,0
Bienes semidurables	0,8	(3,6)	(3,3)	(1,5)	(1,0)	(2,4)
Bienes durables	(1,0)	7,1	(1,7)	6,7	(8,2)	0,7
Servicios	2,6	2,7	2,6	1,9	1,1	2,1
Consumo final del Gobierno	2,4	3,8	3,5	4,4	4,2	4,0
Formación bruta de capital	(3,3)	(0,9)	0,7	0,0	0,5	0,1
Formación bruta de capital fijo	(2,7)	(1,7)	1,5	0,3	0,3	0,1
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	6,0	1,9	(4,9)	(2,2)	3,4	(0,5)
Maquinaria y equipo	(8,2)	(0,9)	4,3	6,7	4,5	3,6
Equipo de transporte	(31,3)	(3,6)	(2,1)	(0,2)	(13,1)	(5,0)
Construcción y edificaciones	6,4	(8,0)	(8,2)	(15,9)	(13,1)	(11,3)
Obras civiles	(0,4)	3,5	7,2	9,1	8,7	7,1
Servicios	(2,7)	(3,1)	1,4	0,9	4,2	0,8
Demanda interna	0,5	1,4	1,8	2,1	1,3	1,6
Exportaciones totales	(1,2)	(5,9)	2,6	5,0	(3,8)	(0,6)
Importaciones totales	(7,3)	(1,1)	4,4	1,9	(4,0)	0,2
PIB	2,0	1,5	1,7	2,3	1,6	1,8

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

el subsecuente descenso de los precios de los alimentos habrían permitido que el consumo de bienes no durables mantuviera una tasa de crecimiento algo similar a la de 2016. El consumo de servicios, por su parte, se habría visto afectado hacia finales del año, en parte por los choques de oferta en el sector de transporte aéreo. Por su lado, el incremento del IVA, la depreciación acumulada del peso frente al dólar y una base alta de comparación hacia finales de 2016, en particular para el caso del consumo durable, llevaron a que el consumo privado de bienes durables y semidurables mostraran los registros más bajos dentro del gasto de los hogares. Por otro lado, la mayor dinámica del consumo público obedeció a un buen nivel de ejecución de los gobiernos regionales y locales, que habría más que compensado el proceso gradual de ajuste del gasto por parte del Gobierno Nacional Central (GNC).

Con respecto al desempeño de la formación bruta de capital, 2017 fue un año en el cual su recuperación fue el resultado de un mejor comportamiento de algunos de sus componentes. Mientras que las inversiones en obras civiles y en maquinaria y equipo registraron expansiones importantes, las inversiones en construcción de edificaciones y en equipo de transporte mostraron sendas caídas.

En el caso de las obras civiles, el buen comportamiento de este rubro estuvo relacionado con la mayor cantidad de desembolsos de recursos para la ejecución de obras de ingeniería por parte de los gobiernos locales y regionales, así como por el aumento de las inversiones en exploración y explotación de diferentes firmas del sector petrolero. En 2017 el gasto en distintos proyectos de carreteras no aportó a la expansión del PIB, tal como lo habían pronosticado las autoridades del sector de infraestructura, el equipo técnico del Banco de la República y los analistas del mercado a comienzos del año anterior.

En relación con el deterioro de la construcción de edificaciones, varios factores contribuyeron a las caídas. Para este componente

de la inversión se observó un escaso dinamismo de la actividad constructora en el renglón no residencial, así como un incremento en la acumulación de oferta disponible y un debilitamiento de la demanda de oficinas, locales comerciales, y de vivienda de ingresos altos. Para la inversión en equipo de transporte, la depreciación acumulada del tipo de cambio, el acervo acumulado de este tipo de capital y la alta base de comparación hacia finales de 2016 contribuyeron a su mal desempeño.

Con respecto a las cuentas de comercio exterior, los resultados de 2017 revelaron que la corrección del déficit de balanza comercial fue propiciada más por un mejoramiento de los precios que por un aumento de las cantidades exportadas. En efecto, las ventas al exterior en pesos constantes registraron una leve caída, aunque este resultado fue mejor que el observado en 2016. Si bien las cifras en dólares mostraron incrementos significativamente más altos, esto obedeció a la dinámica de los precios internacionales, más que a las cantidades transadas. La caída estuvo ligada con el débil comportamiento de las producciones de petróleo, carbón y café, principalmente. En contraste, las importaciones reales se expandieron a una tasa de 0,2% anual. Como se reportó, esta dinámica habría sido consistente con la recuperación de la formación bruta de capital.

Por el lado de la oferta, los sectores que más crecieron durante 2017 fueron la agricultura (4,9%) y los servicios financieros (3,8%). Por el contrario, la minería (-3,6%) fue la rama que mostró la mayor contracción, seguida de industria (-1,0%), construcción (-0,7%) y transporte (-0,1%) (Cuadro 2.2).

En ese entorno, para 2017 el PIB de las actividades transables mostró una expansión de 0,5%, similar a la registrada un año atrás (0,4%). Sin embargo, al excluir la minería, el PIB de dichas actividades creció 1,3% (2,2% en 2016). Adicionalmente, el PIB de las ramas no transables también mostró una desaceleración de 3,1% en 2016 a 2,6% en 2017.

La agricultura mostró un comportamiento favorable luego de sufrir choques que

Cuadro 2.2
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica

	2016	2017				2017
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	1,6	8,6	4,0	6,3	1,0	4,9
Explotación de minas y canteras	(7,0)	(8,5)	(4,9)	(1,0)	0,5	(3,6)
Industria manufacturera	3,4	1,2	(3,1)	(0,9)	(1,4)	(1,0)
Electricidad, gas y agua	(0,8)	(1,1)	1,4	2,0	2,3	1,1
Construcción	4,5	(1,4)	0,9	(1,8)	(0,6)	(0,7)
Edificaciones	6,0	(7,1)	(7,6)	(14,7)	(12,4)	(10,4)
Obras civiles	2,6	3,4	7,2	9,1	8,7	7,1
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	2,6	0,4	1,9	2,2	0,3	1,2
Transporte, almacenamiento y comunicación	0,6	(0,6)	0,8	0,5	(1,0)	(0,1)
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	4,4	3,9	3,9	4,0	3,4	3,8
Servicios sociales, comunales y personales	2,0	3,2	3,3	3,6	3,7	3,4
Subtotal valor agregado	2,2	1,4	1,4	2,0	1,3	1,5
Impuestos menos subsidios	0,6	2,5	3,9	5,2	3,9	3,9
PIB	2,0	1,5	1,7	2,3	1,6	1,8

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

afectaron la oferta agrícola, tales como el fenómeno de El Niño y el paro camionero durante buena parte de 2016 (Recuadro 2). Dentro de esta rama de actividad se destacó el fuerte dinamismo de los otros productos agrícolas, el cual se explica tanto por el incremento de los cultivos transitorios (8,1%) como por los permanentes (8,9%). Adicionalmente, la producción pecuaria y caza creció 4,1% apoyada en las actividades relacionadas con leche, aves y huevos. En contraste, se observó una disminución de la producción de café de 1,7% anual, que según el gremio se explica por problemas en la recolección del grano hacia finales de año por un aumento en el nivel de lluvias.

Aunque los servicios financieros continuaron mostrando una expansión por encima

del resto de sectores, se observó una desaceleración, al pasar de 4,4% en 2016 a 3,8% en 2017. Teniendo en cuenta su alta participación en el PIB (21,2%), este sector siguió siendo uno de los que más aportó a la expansión de la economía. Dentro de esta actividad se destaca el crecimiento de la intermediación financiera (6,7%) y de las actividades inmobiliarias y de alquiler de vivienda (2,8%).

En contraste, la minería mostró una fuerte contracción en 2017 (-3,6%), luego de haberse contraído 7,0% un año atrás. Dentro de este rubro, tanto la producción de petróleo como la de carbón mostraron retrocesos que se explican por el proceso de ajuste que sufrió el sector luego de la caída de los precios internacionales de dichos productos y de la subsecuente disminución en los niveles de in-

versión mineroenergética. De hecho, se debe señalar cómo este sector pasó de crecer en promedio un 9,3% entre 2008 y 2013, a caer en promedio un 2,9% entre 2014 y 2017.

La industria manufacturera total reportó un pobre desempeño durante 2017 al caer 1,0%. Al excluir refinación de petróleo se contrajo 2,5%. Según la encuesta de la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI), los empresarios atribuyen este deterioro tanto a una baja demanda interna y externa, como al encarecimiento de los insumos de producción de carácter importado. Es relevante mencionar que lo anterior contrarrestó el efecto positivo que se espera en principio podría tener la depreciación acumulada en esta producción. Asimismo, aunque en los últimos años se han firmado varios tratados comerciales y se estimuló la búsqueda de nuevos mercados, en la actualidad existen limitaciones a la expansión de la oferta exportable por cuenta de una baja demanda externa y por las dificultades de las firmas para aprovechar una tasa de cambio competitiva.

Por último, como se mencionó, la construcción mostró un retroceso que obedece principalmente al deterioro de las edificaciones, lo cual contrarrestó el dinamismo de las obras civiles. De igual forma, el PIB de transporte mostró una contracción de 0,1%. Es importante señalar que esta actividad se redujo un 1,0% en el cuarto trimestre, lo que se explica por el efecto negativo que el paro de Avianca tuvo sobre el transporte aéreo, el cual registró una variación anual de -5,5% para dicho trimestre.

2.1.2 Perspectivas de la actividad económica para 2018

La información disponible permite pensar en que una parte importante del ajuste de la economía colombiana al choque a los términos de intercambio ya se superó en 2017. Para este año se prevé un mejor desempeño del crecimiento del PIB, pues los factores fundamentales (tanto externos como internos) que determinan su comportamiento muestran señales

claras de recuperación. En este contexto, el equipo técnico del Banco de la República, en su pronóstico central, estima un crecimiento económico de 2,7% anual. Los riesgos sobre este pronóstico se encuentran más balanceados, lo que refleja el comportamiento reciente de los precios del petróleo y la mejoría de las condiciones del entorno internacional. Así, la economía colombiana ganaría dinamismo paulatinamente en 2018, con un crecimiento que se acercaría a una tasa más cercana a lo que sería el ritmo de expansión potencial de largo plazo, estimado en cerca del 3,3%²⁷.

Las perspectivas de crecimiento del PIB para este año están relacionadas con los supuestos del desempeño de los factores externos. Así, en 2018 se prevé una recuperación del crecimiento económico de nuestros principales socios comerciales frente a lo registrado el año pasado. En particular, se contempla un mayor dinamismo de las economías desarrolladas, acompañado de una recuperación (aunque menor) del crecimiento de la mayoría de los países latinoamericanos. La conjunción de ambos factores supone una contribución positiva de la demanda externa al crecimiento de la economía colombiana.

Por otro lado, aunque los importantes incrementos en los primeros meses de 2018 del precio del petróleo podrían ser de carácter transitorio, los pronósticos de crecimiento del PIB para todo 2018 suponen un aumento de este y de otros precios internacionales de materias primas exportadas por el país. En particular, se espera que el precio internacional del petróleo Brent (referencia para Colombia) se ubique en USD 62 en promedio para todo el año, lo que representa un aumento del 9,5% frente al dato de 2017.

Al contemplar dicha recuperación de los precios del crudo, se observaría tanto una

²⁷ Este estimativo corresponde a un promedio de distintas metodologías utilizadas por el Banco de la República para calcular el PIB potencial. En particular, la aproximación, que corresponde a la de función de producción, sugiere que el crecimiento del PIB potencial habría sido del 3,40% en 2017 y que será del 3,43% en 2018.

mejora en el nivel de los términos de intercambio frente al año pasado, como también un impulso a las actividades de exploración y explotación de crudo en el territorio colombiano. Adicionalmente, esto contribuiría a un mejor desempeño del ingreso nacional bruto disponible y de las cuentas fiscales del GNC en el mediano y largo plazos. La mayor demanda externa y el incremento en el nivel de los términos de intercambio promovería un mejor desempeño de las exportaciones netas en dólares, lo que a su vez continuaría ayudando al ajuste del déficit comercial y de la cuenta corriente.

La recuperación estimada también supone que la economía colombiana seguiría siendo financiada sin mayor inconveniente por el ahorro externo durante 2018, y que las entradas de flujos de capitales se mantendrían en niveles relativamente estables. Esto, teniendo en cuenta que las recientes revisiones a la baja por parte de las calificadoras de riesgo a la perspectiva de la deuda pública colombiana no se trasladaron a los indicadores de riesgo-país. Cabe señalar que en este aspecto existen algunos riesgos y no se descartan incrementos en el costo del crédito externo, dada la normalización de la postura de política monetaria en las economías avanzadas.

En el plano interno se espera que las dinámicas del gasto del GNC y de la inversión en obras civiles tengan una contribución positiva a la expansión del producto en 2018. En el primer caso, para el año en curso se espera un crecimiento algo más bajo que lo que se habría observado para todo 2017. Esto sería resultado, en gran medida, de los efectos del calendario electoral y del ajuste que se espera en las cuentas fiscales por parte del GNC, acorde con lo contemplado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) y de conformidad con el déficit permitido por la regla fiscal. No obstante, se espera una mayor ejecución por parte de los gobiernos regionales y locales frente al año pasado.

En cuanto a la inversión en obras civiles, se proyectan expansiones de magnitudes importantes para este tipo de gasto, como las

observadas en 2017. Esto, debido a un mayor gasto de infraestructura por parte de los gobiernos regionales, que a su vez complementaría el buen dinamismo esperado para la inversión en actividades de exploración y explotación del sector petrolero y, en menor medida, la inversión en vías terciarias y otras carreteras en el marco de las 4G.

El crecimiento de 2018 debe resultar favorecido por una reducción adicional de la inflación y por las acciones recientes de política monetaria, todo lo cual impulsaría la dinámica del ingreso disponible real de la economía, y con ello el gasto. Esto, siempre y cuando las tasas de mercado continúen reaccionando al ciclo bajista, acumulado hasta la fecha, de la tasa de intervención del Banco de la República. No obstante, existe el riesgo de que los altos niveles de endeudamiento de los agentes de la economía y el deterioro reciente de la cartera actúen como limitantes a la expansión de la demanda por medio de este canal.

Para este año se espera que el consumo privado mantenga un dinamismo modesto, similar al registrado para el agregado de 2017. Como ya se comentó, si bien una menor inflación y una postura de política monetaria más expansiva representan un alivio a la capacidad de compra y a la dinámica del ingreso disponible de los hogares que son deudores netos, la alta carga financiera de los hogares y los aún bajos niveles de confianza restringirían su desempeño durante 2018. Esto sería especialmente relevante para los renglones de consumo durable y semidurable que, en ambos casos, registrarían tasas de crecimiento por debajo de sus promedios históricos.

Con todo lo anterior, las proyecciones para 2018 de crecimiento del PIB presentadas en este *Informe* tienen implícita una aceleración del ritmo de expansión de la demanda interna frente a lo observado en 2017. Este mejor comportamiento ocurriría, principalmente, en un contexto de mayores tasas de crecimiento de la formación bruta de capital. Además de la ya reseñada contribución de las obras civiles, los beneficios de la reducción de la carga tributaria a las firmas aprobada en la

reforma tributaria deberían desempeñar un papel importante sobre la inversión privada. Con lo anterior, se esperan aumentos en los rubros de maquinaria para la industria y de equipo de transporte. En contraste, para la inversión en construcción de edificaciones se observaría de nuevo un comportamiento mediocre, debido al escaso dinamismo que ha exhibido la demanda de este mercado en el período reciente, lo que ha producido un exceso de oferta en el sector de edificaciones (locales, oficinas y vivienda de ingresos altos).

Con respecto a las cuentas de comercio exterior, los pronósticos de crecimiento del PIB para el año en curso suponen una contribución positiva de la demanda externa a la actividad económica. Las ventas al exterior deberían ser impulsadas por mejores desempeños tanto de bienes básicos como de aquellos clasificados como no tradicionales. Las exportaciones de servicios, en particular del sector turismo, también tendrían un papel relevante. Las importaciones, por su parte, registrarían tasas de crecimiento positivas. Estas serían resultado de una mayor expansión de la demanda interna intensiva en bienes y servicios provenientes del exterior. En particular, las compras de bienes de capital serían necesarias para encarrilar la dinámica del PIB hacia su senda de crecimiento potencial.

Desde el punto de vista sectorial, la recuperación de la demanda interna favorecería la producción de bienes y servicios transables y no transables, al tiempo que un mayor dinamismo de los socios comerciales permitiría estimular el aparato productivo transable y con ello se consolidaría el proceso de ajuste gradual del crecimiento que ha tenido la economía colombiana en los últimos años. Adicionalmente, el nivel competitivo de la tasa de cambio también debería ayudar a dicho proceso.

Con respecto a las actividades agropecuarias, los pronósticos de las agencias internacionales, como la Administración Nacional Oceánica y Atmosférica (NOAA, por su sigla en inglés), apuntan a unas mejores condiciones climáticas, lo que permite prever un

desempeño favorable del sector. Asimismo, las proyecciones de los precios de los alimentos internacionales indican unos niveles algo superiores que los observados en 2017, que también estimularían la siembra de dichos productos. Además, se espera que las mejoras en las condiciones de seguridad en las zonas rurales también permitan un buen desempeño del sector agrícola. No obstante, existe el riesgo de que el descenso de los precios internos de los alimentos observado en 2017 desestime la siembra de productos agrícolas, lo que, a su vez, limitaría la expansión del PIB de este sector.

En el PIB de la minería, por su parte, para todo 2018 se estima una expansión estimulada por precios más altos del petróleo y del carbón, luego de dos años en los cuales la producción se contrajo, producto de la caída en sus cotizaciones. Los recientes aumentos de estos precios, de mantenerse en los niveles observados en enero de 2018, implicarían un significativo repunte frente a los niveles registrados en promedio durante 2017. No obstante, se podrían observar algunas reducciones en la segunda mitad del año, ya que para gran parte de analistas el incremento observado a inicios de 2018 es transitorio. Es importante señalar que, pese a lo anterior, las estimaciones apuntan a un precio promedio en 2018 que sería superior al de 2017. Adicionalmente, la dinámica de los precios internacionales permitiría que los flujos de inversión mineroenergética crezcan, de tal manera que se estima un mejor desempeño de los proyectos de inversión frente a lo ejecutado el año anterior.

En el caso de la industria manufacturera, se espera que para 2018 buena parte de las subramas que la componen se recuperen, acorde con el mejor dinamismo proyectado para la demanda interna y para los socios comerciales que compren bienes de origen industrial. Todo ello se daría en un contexto en el cual la tasa de cambio se mantendría estable, de tal forma que permita a los empresarios: 1) aprovechar aspectos de competitividad frente a la dinámica de la demanda externa, y 2) pla-

near y acceder a bienes de capital importados e insumos de producción.

Por último, el crecimiento esperado de las obras civiles seguirá estimulando la producción no transable y contribuirá de manera importante al crecimiento del PIB de este y el próximo año. Es importante señalar que la inversión en obras civiles para la minería permitiría prever un crecimiento favorable del sector. Además, este renglón tiene encadenamientos productivos con ramas como la industria y el transporte, por lo que también debe contribuir a un mejor dinamismo en estos grupos.

2.2 Mercado laboral

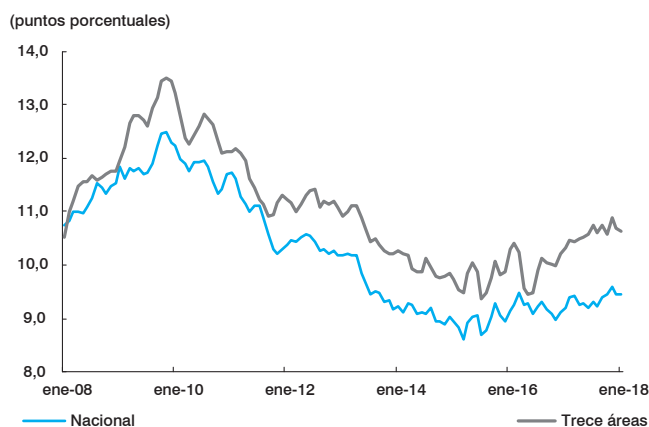
En términos generales, durante 2017 el mercado laboral se deterioró como consecuencia de la desaceleración económica iniciada en 2015 y que habría tocado fondo el año pasado. La tasa de desempleo (TD) nacional aumentó en 2017, y comenzó a dar señales de una tendencia creciente. Dicho comportamiento persistió a lo largo del año en la TD urbana (Recuadro 3). En cuanto a los niveles de empleo, aunque crecieron en promedio durante 2017 presentaron disminuciones durante la segunda mitad del año, tanto en el total nacional como en el área urbana. Finalmente, teniendo en cuenta que la aceleración del crecimiento prevista para 2018 es moderada y sus efectos en el mercado laboral tienen algún rezago, se espera que este año continúe el deterioro de las condiciones de dicho mercado, aunque a un ritmo menor que el observado en 2017.

2.2.1 Desempleo²⁸

De acuerdo con la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), la TD

aumentó durante 2017. Las series de trimestre móvil²⁹ muestran una marcada tendencia ascendente para las trece principales áreas metropolitanas. Para el nacional, la TD parece haber empezado a seguir este comportamiento, aunque su aumento ha sido más moderado (Gráfico 2.2).

Gráfico 2.2
Tasa de desempleo
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

2.2.2 Oferta y demanda de trabajo

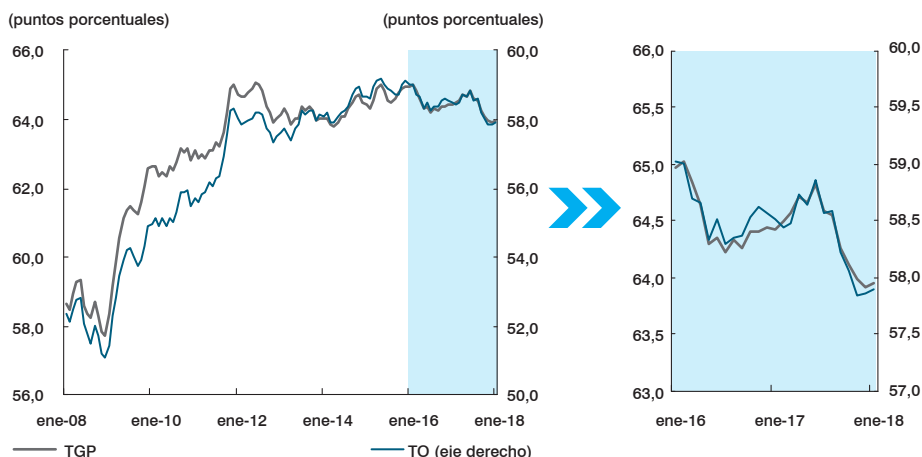
El comportamiento del desempleo puede explicarse a partir de la interacción entre la oferta laboral, representada por la tasa global de participación (TGP), y la demanda, expresada por la tasa de ocupación (TO). En el total nacional, tanto la TGP como la TO presentaron leves aumentos durante el primer semestre de 2017; no obstante, en el segundo semestre ambas cayeron. Así, el incremento en la TD nacional desde mediados del año es consecuencia de un deterioro en la TO que no fue compensado por la caída en la TGP (Gráfico 2.3, panel A). En las trece áreas, por su parte, las series desestacionalizadas de la TGP y la

²⁸ Las series del mercado laboral presentan estacionalidad; es decir, sus valores son sistemáticamente más altos o bajos dependiendo de la época del año. Por tanto, este fenómeno debe corregirse 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.

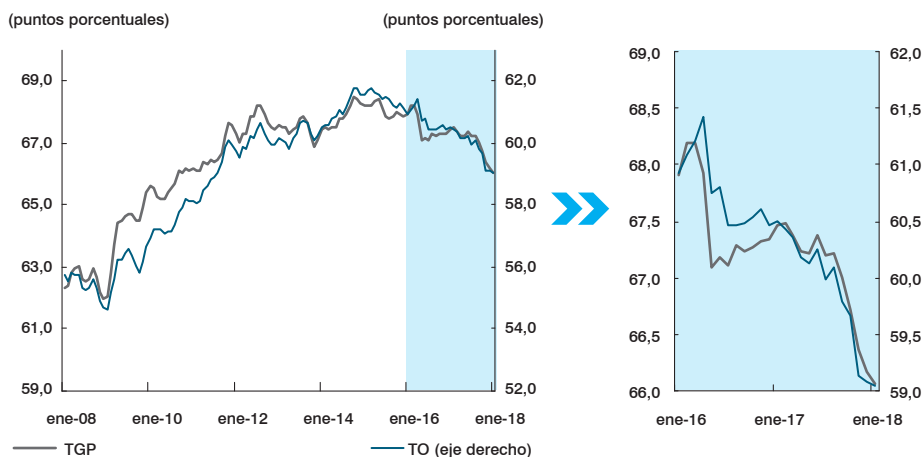
²⁹ Las series trimestre móvil tienen errores menores con respecto a las series mensuales, por lo que presentan una menor variabilidad.

Gráfico 2.3
Tasa global de participación (TGP) y tasa de ocupación (TO)
(series desestacionalizadas)

A. Total nacional



B. Trece áreas



Fuente: DANE (GEIH).

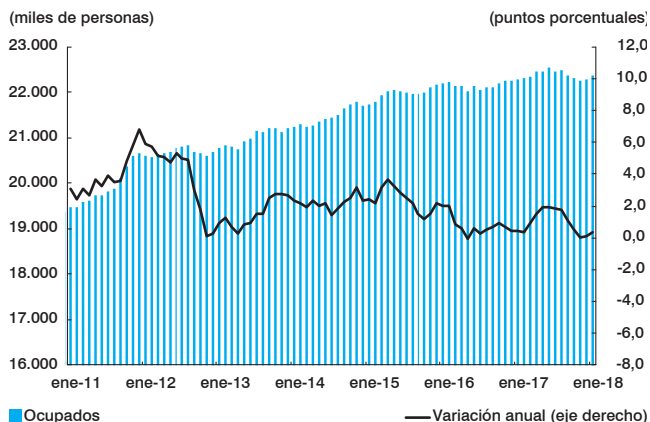
TO presentaron disminuciones a lo largo de todo 2017. En este dominio geográfico también la disminución de la TO superó la caída de la TGP, por lo cual la TD presentó un incremento anual (Gráfico 2.3, panel B).

La disminución en la TO durante 2017 refleja las reducciones observadas en los niveles de empleo tanto en el total nacional como

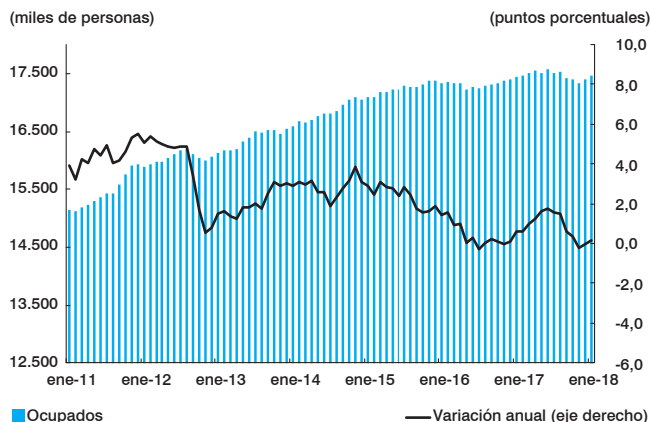
en las trece áreas en el segundo semestre, en su orden. No obstante, para el promedio del año, el empleo presentó tasas de crecimiento anual positivas durante 2017 en estos dominios: el número de ocupados creció 1,0% y 0,1% anual en el total nacional y en las trece áreas, respectivamente (Gráfico 2.4.). Respecto a la TGP, sus reducciones a nivel nacional

Gráfico 2.4
Número de ocupados desestacionalizados y variación anual

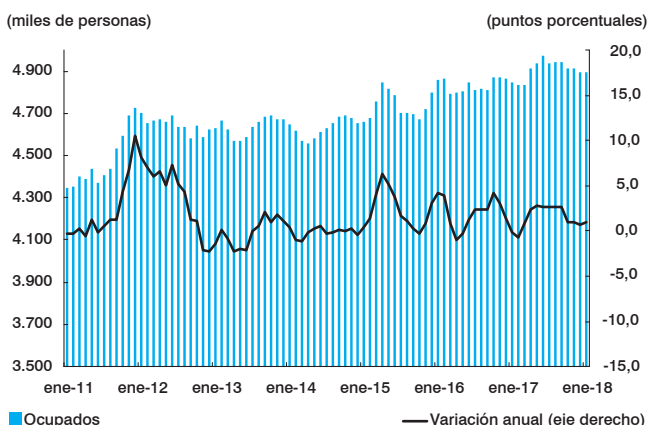
A. Total nacional



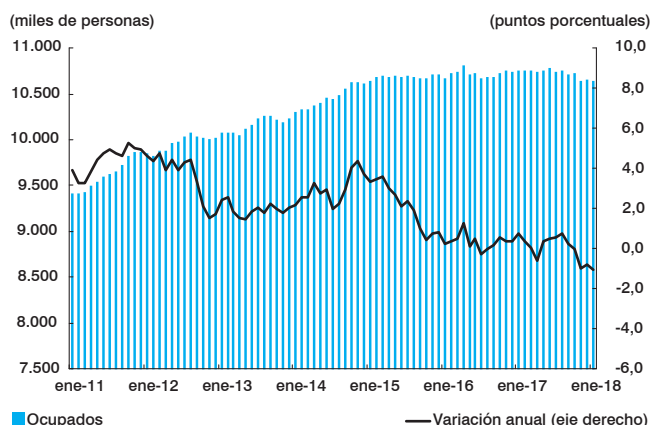
B. Cabeceras urbanas



C. Áreas rurales



D. Trece principales áreas metropolitanas



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

y urbano fueron generalizadas en todos los grupos poblacionales, pero se concentraron en los menores de 25 años y mayores de 45 en ambos dominios.

Por rama de actividad económica se observa que, en promedio, durante 2017 la creación de empleo nacional fue impulsada principalmente por el sector de agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, la industria manufacturera, y el sector de actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler. Se destaca el efecto compensador del empleo en

las áreas rurales durante el primer semestre de 2017. Entre las ramas que restaron, de forma significativa, a la generación de empleo en 2017, se encuentran el sector de comercio, hoteles y restaurantes, y el de construcción.

2.2.3 Calidad del empleo y condiciones del mercado laboral

Aun con el bajo dinamismo del mercado laboral observado durante 2017, los indicadores de calidad del empleo en las trece áreas no

presentaron un deterioro importante en el año. En particular, el número de empleados asalariados aumentó levemente y la formalidad³⁰ se mantuvo prácticamente estable. Los aumentos 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.

En el total nacional, el número de asalariados aumentó en promedio 0,7% anual a lo largo de 2017, mientras que el de no asalariados creció 1,3% anual. Para las trece áreas, el empleo asalariado creció en promedio 0,9% anual, en tanto que el no asalariado cayó 0,8% anual. No obstante, desde mediados de 2017 se observaron reducciones en el número de no asalariados en ambos dominios geográficos (Gráfico 2.5). Por su parte, también en las trece áreas durante 2017, las tasas de crecimiento del empleo formal e informal fueron 0,5% y -0,3% anual, respectivamente.

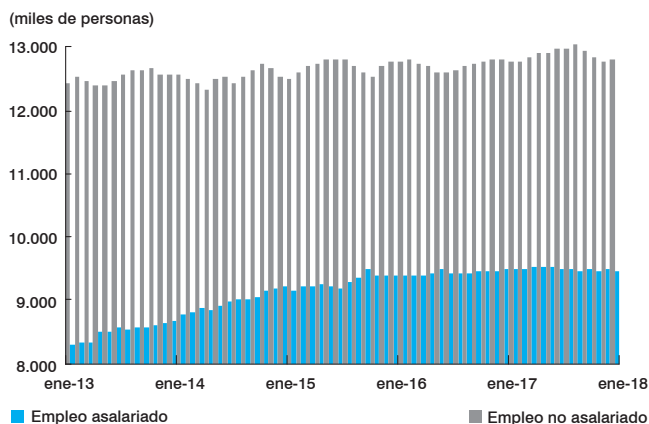
2.2.4 Costos laborales y salariales

Durante 2017 los ajustes salariales fueron superiores a la meta de inflación. Entre enero y diciembre los salarios nominales del comercio y de la industria aumentaron en promedio 5,7% anual (Gráfico 2.6, panel A). En cuanto a la construcción pesada y de vivienda, los salarios nominales registraron una expansión anual promedio de 4,3% y 5,7%, respectivamente. En ambos casos, estas tasas permanecieron relativamente estables a lo largo del año, después de los reajustes del primer tri-

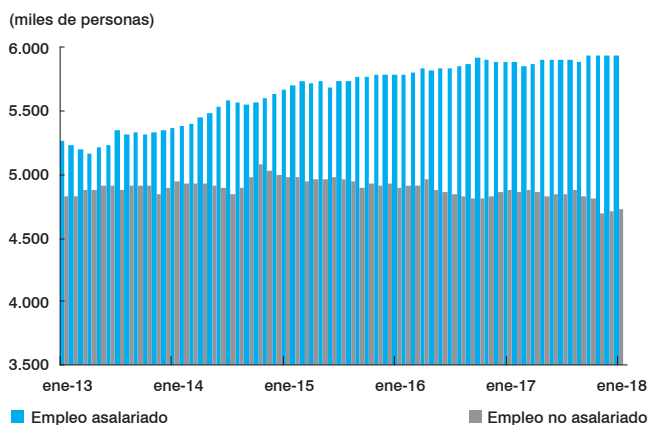
³⁰ Se considera asalariado a todo trabajador u obrero de empresas particulares y del Gobierno. Por su parte, según la definición del DANE, fundamentada en resoluciones de la Organización Internacional del Trabajo (OIT) de las Naciones Unidas, son informales los empleadores y trabajadores en empresas de hasta cinco trabajadores, los trabajadores familiares sin remuneración, los trabajadores sin remuneración en empresas o negocios de otros hogares, los empleados domésticos, los jornaleros o peones, y los trabajadores por cuenta propia que laboran en establecimientos hasta de cinco personas, excepto los independientes profesionales (DANE, 2009).

Gráfico 2.5
Empleo por tipo de ocupación
(trimestre móvil desestacionalizado)

A. Total nacional



B. Trece áreas



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

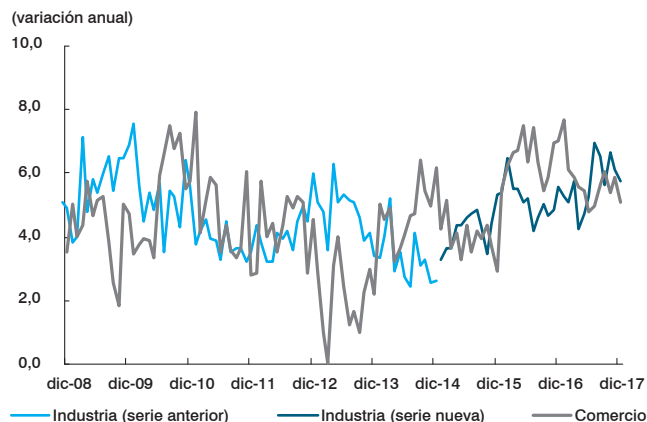
mestre (Gráfico 2.6, panel B). Sin embargo, existe alguna evidencia que sugiere que los aumentos en la productividad laboral podrían dar cuenta de la diferencia entre los ajustes de los salarios nominales y la inflación.

2.2.5 Perspectivas para 2018

Pese a que se prevé una recuperación de la actividad económica para 2018, los indicadores

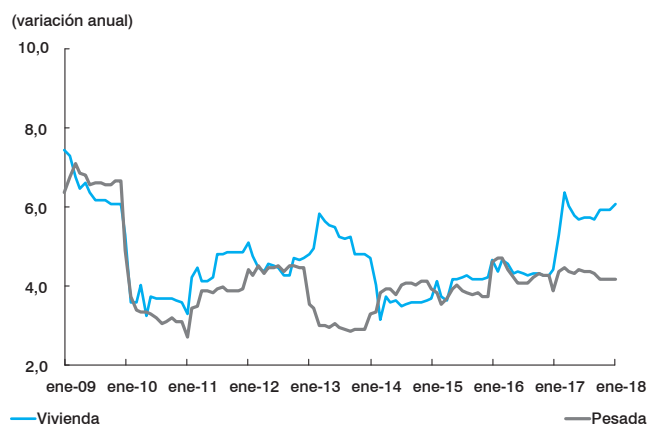
Gráfico 2.6
Índice de salarios nominales

A. Industria y comercio



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

B. Construcción pesada y de vivienda



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

del mercado laboral pueden deteriorarse durante este año, aunque a un ritmo menor que en 2017. De manera particular, la TD podría continuar su aumento en 2018, pero se espera que dicho incremento sea más moderado. Lo anterior debido a que la aceleración del crecimiento prevista para 2018 es moderada y a que

existe un rezago entre dicha recuperación y su consecuente reacción en el mercado laboral.

La información sobre los salarios nominales a diciembre de 2017 indica que estos se siguen ajustando a tasas superiores a la meta de inflación, tendencia que pudo continuar a inicios de 2018, dado el incremento del salario mínimo para el año en curso (5,9%).

En resumen, dado que no se prevé una mejora significativa en las condiciones del mercado laboral, no deberían observarse presiones de consideración sobre los salarios y, por este canal, sobre los precios. Sin embargo, el ajuste del salario mínimo, dada la importancia que reviste en el mercado laboral, podría ser fuente de algunas presiones alcistas sobre los precios, en especial de servicios como salud y educación. Cabe señalar que lo anterior no debería interrumpir el proceso de convergencia de la inflación a la meta a lo largo del año.

2.3 Inflación

Durante 2017 la inflación anual total continuó convergiendo a la meta de 3,0% establecida por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR). Una tendencia similar se observó en los diferentes indicadores de inflación básica, aunque en este caso el descenso fue más lento. Una base de comparación baja en el segundo semestre de 2016, gracias al buen comportamiento de los precios de los alimentos y algunos choques de oferta inesperados que se hicieron presentes a finales de año, indujeron alzas en la inflación en la segunda mitad del año. Sin embargo, se considera que estos eventos tendrán un impacto de corto plazo sobre los precios al consumidor y deberán revertirse a comienzos de 2018.

La política monetaria ejecutada entre septiembre de 2015 y agosto de 2016 (con un aumento total de 325 puntos base [pb] en la tasa de interés), dirigida a garantizar la reducción gradual de la inflación a su meta, ayudó a moderar el crecimiento de la demanda interna, conducir el descenso de las expectativas de inflación y reducir el protagonismo

de los diversos mecanismos de indexación, atenuando con ello la inercia inflacionaria durante 2017. A ello se sumó la presencia de excesos de capacidad productiva como resultado de la demanda agregada débil, la relativa estabilidad del peso y la normalización de los precios de los alimentos una vez se superaron los efectos del fenómeno de El Niño y del paro camionero de 2016. Estos factores compensaron las presiones alcistas que resultaron del aumento de los impuestos indirectos a comienzos de año.

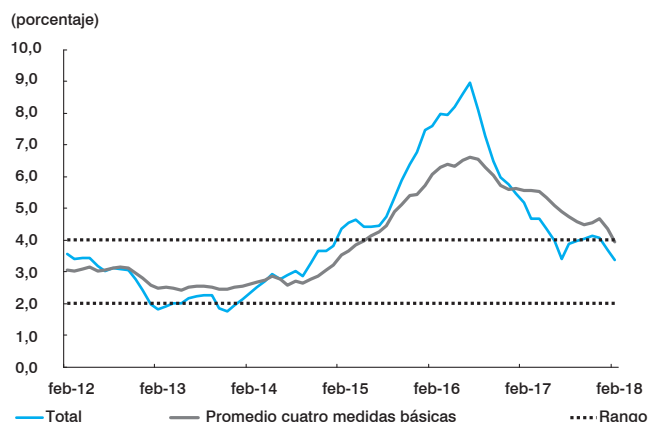
Pese a que para 2018 la economía colombiana deberá mostrar mayor dinamismo, los excesos de capacidad productiva no desaparecerán, por lo que las presiones de demanda sobre los precios continuarán siendo limitadas. Además, la recuperación económica se debería dar en un entorno externo favorable, con presiones moderadas provenientes del tipo de cambio. Todo esto debe contribuir a que la inflación siga su camino de convergencia a la meta del 3,0%, aunque a un ritmo algo más lento que el previsto antes.

2.3.1 La inflación en 2017

Al cierre de 2017 la inflación anual al consumidor se situó en 4,09%, lo que significó un descenso significativo con respecto a lo observado un año atrás (5,75%). La inflación básica también disminuyó de manera importante en el último año, aunque en menor magnitud. El promedio de los cuatro indicadores utilizados por el Banco de la República se situó en diciembre de este año en 4,66% frente a un registro de 5,60% a finales de 2016 (Gráfico 2.7). A pesar de las disminuciones generalizadas de los indicadores en el transcurso del año, ninguno de ellos logró terminar en diciembre por debajo del 4,0% (Cuadro 2.3).

La inflación al consumidor tuvo un descenso marcado en los primeros siete meses del año, situándose en 3,40% en julio, el nivel más bajo alcanzado desde comienzos de 2010. A partir de agosto se aceleró y superó ligeramente el 4% durante los últimos meses del año. El quiebre en la tendencia había sido

Gráfico 2.7
Inflación total al consumidor e inflación básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

anticipado por los modelos del Banco y por los analistas del mercado. Sin embargo, el resultado de finales de año superó en algo los pronósticos del equipo técnico.

La tendencia decreciente de la primera mitad del año se explica principalmente por los precios de los alimentos, los cuales buscaron retornar a niveles normales después de las fuertes alzas registradas desde mediados de 2015 y hasta agosto de 2016, como resultado del efecto del fenómeno de El Niño y del paro camionero. De hecho, el impacto de estos choques terminó de desvanecerse en la primera mitad de 2017, con lo que la variación anual de alimentos se redujo sustancialmente, hasta situarse en solo 0,20% en julio, 702 pb menos que a finales de 2016. Los precios de los alimentos perecederos, los de los procesados, y en menor medida los de las comidas fuera del hogar, contribuyeron a dicha caída en el primer semestre, principalmente.

La buena dinámica de la inflación de alimentos gracias a la recuperación de las cosechas ocurrió, además, en un contexto de debilidad económica, con una demanda agregada que creció muy por debajo de su tasa potencial de largo plazo. Todo esto limitó los ajustes de precios en general. Por otro lado, el traspaso de la depreciación acumulada de años

Cuadro 2.3
Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica
A febrero de 2018

Descripción	Ponderación	Dic-16	Mar-17	Jun-17	Jul-17	Sep-17	Dic-17	Ene-18	Feb-18
Total	100,00	5,75	4,69	3,99	3,40	3,97	4,09	3,68	3,37
Sin alimentos	71,79	5,14	5,13	5,12	4,79	4,71	5,01	4,61	4,40
Transables	26,00	5,31	5,59	4,41	4,09	3,41	3,79	3,16	2,50
No transables	30,52	4,85	5,33	5,21	5,20	5,21	5,49	5,37	4,95
Regulados	15,26	5,44	4,05	6,01	5,03	5,68	5,86	5,27	6,14
Alimentos	28,21	7,22	3,65	1,37	0,20	2,22	1,92	1,49	0,94
Perecederos	3,88	(6,63)	(13,09)	(14,72)	(16,92)	(0,32)	5,84	6,50	5,86
Procesados	16,26	10,74	6,28	3,29	2,24	0,84	(0,91)	(1,27)	(1,81)
Comidas fuera del hogar	8,07	8,54	8,94	7,62	7,10	6,01	5,21	4,05	3,51
Indicadores de inflación básica									
Sin alimentos		5,14	5,13	5,12	4,79	4,71	5,01	4,61	4,40
Núcleo 20		6,18	6,01	5,31	5,22	4,87	4,87	4,72	4,27
IPC sin perecederos, ni combustibles ni servicios públicos		6,03	5,61	5,07	4,88	4,31	4,02	3,68	3,26
Inflación sin alimentos ni regulados		5,05	5,44	4,87	4,72	4,44	4,76	4,42	3,91
Promedio de los indicadores de inflación básica		5,60	5,55	5,09	4,90	4,58	4,66	4,36	3,96

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

anteriores se completó en su mayor parte en 2016, por lo que no fue un factor que incidiera de manera relevante en su comportamiento.

Las pocas presiones de demanda y de orden cambiario hicieron posible que la variación anual del IPC de transables (sin alimentos ni regulados) disminuyera en los tres primeros trimestres del año (Cuadro 2.3), pese a que esta canasta soportó una parte considerable del aumento de los impuestos indirectos (y sobre todo del IVA) que conllevó la reforma tributaria y la Ley de Licores. El impacto de estas medidas sobre la variación anual del IPC de transables habría sido de 100 pb y sobre la inflación anual total de 50 pb, de acuerdo con estimaciones del equipo técnico del Banco de la República. El aumento de estos impuestos representó un choque por una sola vez en el nivel de precios, que se concentró en los meses de febrero y marzo de 2017,

y que por tanto afecta la inflación anual por doce meses a partir de esas fechas, como se menciona más adelante.

Pese a que en 2017, y particularmente durante los primeros tres trimestres del año, primaron factores bajistas sobre los precios, como los ya identificados, la inflación al consumidor, y en particular la inflación básica, siguió evidenciando una persistencia importante que hizo que se mantuviera por encima de la meta. Circunstancias como los aumentos del salario mínimo en 7,0% (decretada a finales de 2016 y que entró en vigencia en 2017) y la práctica de indexación de precios a la tasa de inflación pasada más que a la meta del 3,0%, fueron una manifestación de este problema a lo largo del año. Estas serían las principales razones por las cuales la variación anual del IPC de no transables (sin alimentos ni regulados) se resistió a caer durante el año (Cuadro 2.3).

Los precios de los regulados tampoco contribuyeron al descenso de la inflación al consumidor durante 2017, lo que a su vez estuvo acompañado de una volatilidad importante en la dinámica entre trimestres (Cuadro 2.3). Las principales presiones al alza en regulados se concentraron en los precios de los combustibles y en las tarifas de acueducto. En el primer caso, los aumentos obedecieron al mayor precio internacional del petróleo en 2017 frente a 2016 y al incremento de los impuestos indirectos para este rubro (impuesto verde), dada la entrada en vigencia de la reforma tributaria. El IPC de combustibles presentó una variación anual a diciembre de este año de 9,94%, significativamente superior a la de finales del año anterior (1,83%). En el caso del IPC de acueducto, los ajustes (que pasaron de 4,92% a finales de 2016 a 8,07% a finales de 2017) se atribuyen principalmente a la activación de mecanismos de indexación y a la revisión de tarifas en algunas ciudades para permitir un aumento de la cobertura. Por otro lado, las tarifas de energía eléctrica presentaron una reducción en la magnitud de sus ajustes (a 2,07% para diciembre de 2017 frente a 6,00% en igual mes de 2016) gracias a que se superó el choque originado en el fenómeno de El Niño. No obstante, este descenso no compensó las alzas en los otros dos ítems.

A partir de agosto la inflación anual al consumidor experimentó un aumento moderado que hasta noviembre obedeció en buena parte al repunte de la variación anual del IPC de alimentos. Este comportamiento fue el resultado de la muy baja base de comparación estadística en igual período de 2016, cuando los precios se redujeron fuertemente como respuesta a la normalización de las condiciones de oferta y al aumento de la oferta de alimentos que esta situación trajo. Hacia el segundo semestre de 2017 el ciclo agrícola, ya en condiciones de normalidad, implicó menores rebajas en precios e incluso en algunos casos leves aumentos, como ha sido usual.

Hacia noviembre y diciembre, circunstancias puntuales, difíciles de anticipar, y con efectos de corto plazo en los precios, impac-

taron las subcanastas de transables y no transables y reforzaron el aumento de la inflación anual a niveles un poco superiores a los previstos. Esto implicó, específicamente, aumentos en precios de tiquetes aéreos y en boletas de fútbol de cierta consideración, que no se habían visto en igual período del año pasado, y los cuales deberían revertirse total o parcialmente en 2018.

2.3.2 *Perspectivas para 2018*

Acorde con lo esperado por los analistas del mercado y el equipo técnico del Banco de la República, en los primeros dos meses de 2018 se presentó una disminución significativa de la inflación anual del consumidor, situándose en 3,37% (Cuadro 2.3). El año comenzó con importantes descensos en las principales canastas que componen el IPC. Buena parte de la disminución obedece a la desaparición del choque de impuestos indirectos asociado con la pasada reforma tributaria (sobre todo en febrero) y a la reversión de aquellos aumentos puntuales observados en noviembre y diciembre pasados (boletas de fútbol y pasajes aéreos). Adicionalmente, la oferta agropecuaria ha tenido un comportamiento satisfactorio a comienzos de año, permitiendo una variación del IPC de alimentos baja e inferior a la esperada.

Los pronósticos del equipo técnico del Banco de la República apuntan a que la inflación anual al consumidor seguirá convergiendo paulatinamente a la meta de 3,0% durante 2018. En marzo y quizá en abril deberán observarse de nuevo descensos significativos, ya que el efecto alcista sobre la inflación anual por el aumento de los impuestos deberá terminar de disiparse en estos dos meses. El mayor descenso deberá observarse en el IPC de transables (sin alimentos ni regulados) toda vez que fue esta subcanasta la más golpeada por el aumento del IVA en 2017. Algo similar se espera para el IPC de no transables, el cual debería mostrar una reducción de importancia por el mismo concepto.

El crecimiento económico pronosticado para 2018, aunque mayor que el de 2017, no va

a impedir que sigan presentándose excesos de capacidad productiva y una brecha del producto negativa. Por tanto, las presiones de demanda sobre los precios seguirán siendo escasas, lo cual debe ayudar a reducir la inflación básica vía menores ajustes en los precios de transables y no transables y de las comidas fuera del hogar en el caso del IPC de alimentos.

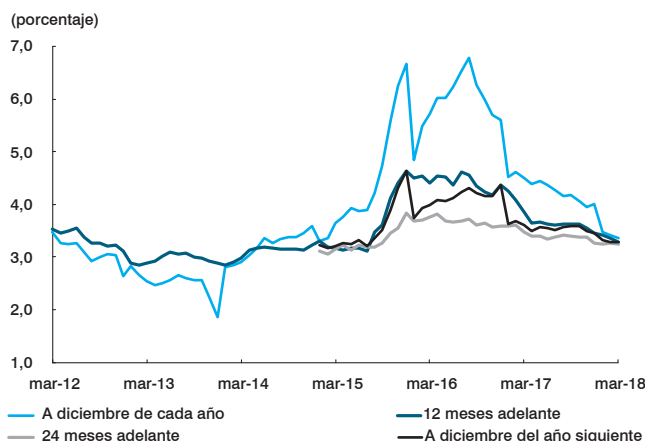
Para 2018 tampoco se prevén presiones importantes al alza por cuenta del tipo de cambio. En un entorno de mayor crecimiento mundial, mejores términos de intercambio y una política monetaria en las economías avanzadas que se ajusta gradualmente, el peso colombiano debería presentar estabilidad.

Pese a la amplia presencia de factores bajistas sobre la inflación en 2018, subsisten indicios que sugieren que esta podría mantener una importante inercia, con amplios mecanismos de indexación aún activos que retrasarían el proceso de convergencia hacia el 3,0%. Tal es el caso de los precios de la subcanasta de indexados, cuya variación anual se redujo en los dos primeros meses del año (de 6,96% en diciembre a 6,18% en febrero), pero aún se mantiene significativamente por encima del 3,0%. Además, las expectativas de inflación a varios horizontes se mantenían a comienzos de febrero cerca al 3,5%, de acuerdo con las diferentes mediciones (gráficos 2.8, 2.9 y 2.10).

De igual manera, el incremento del salario mínimo para este año de 5,9%, cifra relativamente alta cuando se tiene en cuenta la inflación de finales de 2017 y las posibles ganancias en productividad laboral (del 1,0%, según las estimaciones usuales), puede conducir a ajustes de precios superiores a la meta en el caso del precio de los servicios intensivos en trabajo. Algo de esto pudo estarse viendo en los servicios de educación y salud en los primeros dos meses del año, para los cuales el DANE ha reportado variaciones anuales del orden del 6,0%. Estos aumentos han impedido un descenso mayor de la variación anual de no transables, la cual seguiría mostrando una rigidez importante, con niveles por encima del 4,0% a finales de 2018.

Gráfico 2.8

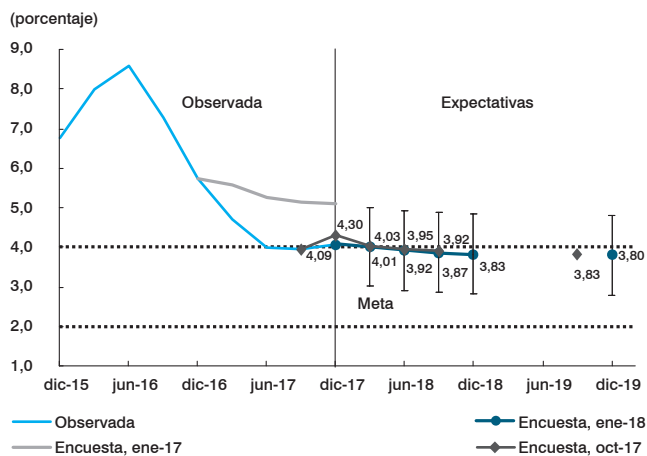
Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 2.9

Inflación observada y expectativas de inflación (a tres, seis, nueve, doce y veinticuatro meses) (inflación anual)

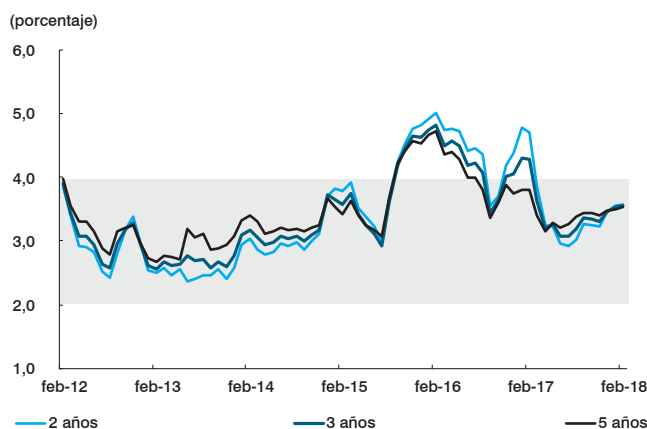


Nota: alrededor de cada expectativa, se presenta su respectiva desviación estándar.

Fuentes: DANE y Banco de la República
(Encuesta trimestral de expectativas).

Por último, el IPC de regulados también deberá mantener ajustes altos en relación con la meta del 3,0% a lo largo del año y no muy diferentes a los que se observaron en 2017. Una

Gráfico 2.10
Break even inflation (BEI) a dos, tres y cinco años^{a/}



a/ Promedio mensual.
Fuente: Banco de la República.

razón para ello es el mayor precio internacional que se espera para los combustibles, lo cual se debe traducir en aumentos de alguna consideración en los precios internos respectivos, en ausencia de una apreciación significativa del peso que los compense, como se espera que ocurra. Adicionalmente, se contemplan ajustes superiores al 3,0% en el caso de las tarifas del transporte público según decisiones ya ejecutadas por parte de las autoridades de Bogotá y en las tarifas de energía eléctrica, por cambios regulatorios que entrarían en vigencia a partir del segundo trimestre del año.

El pronóstico de inflación descrito enfrenta riesgos al alza y a la baja por igual. En el primer caso por cuenta del precio de los alimentos, los cuales pueden llegar a ser más altos que los previstos si se presenta algún choque de oferta originado en el clima o si los bajos precios relativos de hoy en día desestiman excesivamente las siembras. También, por cuenta de una depreciación mayor del peso como resultado de un ajuste más rápido de la política monetaria en las economías avanzadas o de un deterioro de la confianza por factores internos o externos.

En cuanto a los riesgos a la baja, estos podrían originarse en un precio internacional

del petróleo que podría sostenerse en los niveles observados en el primer bimestre por más tiempo de lo previsto. Un precio alto para el petróleo debe inducir una apreciación del peso que genere presiones a la baja sobre los precios al consumidor. Este efecto predominaría sobre la presión alcista que un mayor precio internacional ejerce sobre el costo interno de los combustibles.

2.4 Tasas de interés y sector financiero

2.4.1 Comportamiento de las tasas de interés durante 2017

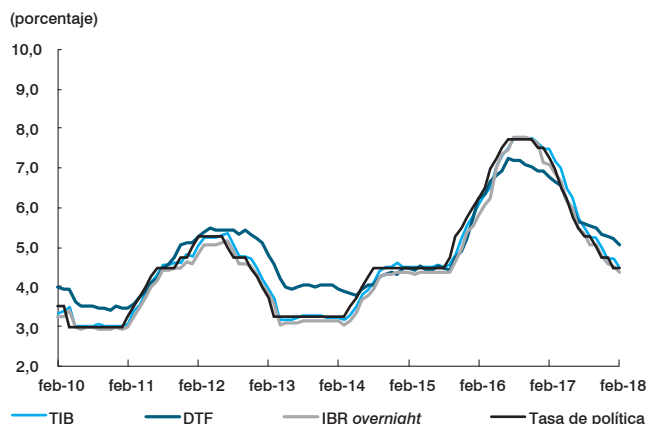
2.4.1.1 Tasas de interés bancarias

A partir de diciembre de 2016 la JDBR comenzó a reducir gradualmente su tasa de interés de política. De esta forma, al finalizar 2017 la tasa de intervención se situó en 4,75%, cifra inferior en 300 pb al registro de un año atrás. En enero de 2018 la JDBR decidió realizar otra disminución de 25 pb y situar la tasa de política en 4,50% (Gráfico 2.11). Estos descensos se han transmitido con diferente intensidad a las tasas activas y pasivas, principalmente a las de créditos comerciales y, en menor medida, a las tasas de los depósitos y las de hogares. En particular, las tasas de créditos de consumo han reaccionado de forma más lenta.

El ciclo a la baja en la tasa de política se transmitió a las tasas de corto plazo. En el período de reducción de la tasa repo a un día, la tasa de interés interbancaria (TIB) al mismo plazo se redujo 335 pb y el indicador bancario de referencia (IBR) *overnight* en 340 pb (Gráfico 2.11). En las mismas fechas, las de captación disminuyeron un poco menos, en parte porque ya habían presentado descensos desde el último trimestre de 2016, en un contexto de mayor disponibilidad de liquidez originado por las ventas de TES por parte de los bancos. El descenso en la inflación y una posible anticipación en el cambio de la postura de la política monetaria también habrían contribuido a este comportamiento. Las tasas de captación a plazos más largos se han reducido más que

Gráfico 2.11

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



a/ Tasa de política según la fecha de la reunión de la JDBR.

b/ Se utiliza la tasa promedio del mes.

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

las de corto plazo. La tasa agregada de CDT se redujo 200 pb y la DTF 195 pb en el mismo período.

En las tasas activas, las de créditos comerciales bajaron más que la tasa de política (a diciembre de 2017) (Cuadro 2.4). Con respecto a las tasas de créditos de consumo (incluye tarjeta de crédito), los descensos se presentaron con mayor intensidad durante el segundo semestre del año, en parte como consecuencia del cambio en la periodicidad de cálculo y publicación de la tasa de usura. Sin embargo, estas reducciones han sido inferiores a las de la tasa de política. A diciembre de 2017 se presentaron disminuciones en las tasas de interés de créditos comerciales (tesorería -416 pb, preferenciales -356 pb y ordinario -326 pb), de tarjetas de crédito (-251 pb), consumo (-99 pb) e hipotecaria (-185 pb). En contraste, a febrero de 2018 se presentaron incrementos transitorios en las tasas de consumo y ordinarios. Esto último, como resultado de la estacionalidad que presentan estas tasas en el primer mes del año, debido en parte a los bajos montos prestados, en especial en el segmento de libranzas y tarjetas

de crédito consecuencia del aumento en la tasa de usura en febrero.

En términos reales, también se han dado disminuciones en las tasas de interés de préstamos y depósitos. En las tasas activas, al descontar el promedio de varias medidas de expectativas de inflación³¹ (tasas de interés reales *ex ante*), tanto las tasas comerciales como las de hogares y de depósitos se redujeron desde el cambio en la postura de política monetaria. Sin embargo, con el repunte observado en las tasas de tarjetas de crédito en lo corrido del año, esta tasa real ha tenido un leve incremento a febrero.

Cuando se deflacta con la inflación total, las tasas reales comerciales registraron una reducción durante el año 2017, mientras que las de consumo y de depósitos a plazos presentaron un aumento. En lo corrido del año todas las tasas reales activas (créditos comerciales y de hogares) y las de depósitos (DTF, CDT) presentaron un incremento con información a febrero (Gráfico 2.12).

2.4.1.2 Mercado de deuda pública

Durante 2017 el precio³² de los títulos emitidos por el Gobierno (TES) aumentó acorde con los movimientos de la tasa de referencia de política monetaria, la reducción de la inflación, el incremento en la participación de extranjeros y la continuidad de las condiciones de liquidez mundial (Gráfico 2.13). En ese año los extranjeros aumentaron su porcentaje de participación en el mercado local de TES de 25% para el cierre de 2016 a 26,6% en 2017.

³¹ Específicamente, se descuenta el promedio de cinco medidas de expectativas de inflación: a un año obtenida de la encuesta a analistas financieros, a un año obtenida de la encuesta trimestral de expectativas económicas, *break even inflation* a dos y tres años y *forward break even inflation* de dos a tres años.

³² 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 2.4
Principales tasas de interés nominales del sistema financiero y sensibilidades (porcentaje)

Fecha	Tasa de interés de política (a fin de mes)	Tasas pasivas (promedio mensual)				Tasas activas (promedio mensual)						
		DTF	CDT	Pasiva ponderada ^{a/}	IBR tres meses ^{a/}	Consumo	Hogares Hipotecario ^{b/}	Tarjeta de crédito ^{c/}	Ordinario	Preferencial	Tesorería	Total activas ^{d/}
Ene-16	6,00	5,74	6,46	4,62	6,32	18,63	11,62	28,34	12,65	9,55	10,27	12,93
Feb-16	6,25	6,25	7,07	4,78	6,58	18,45	11,87	28,14	12,61	10,70	10,63	13,33
Mar-16	6,50	6,35	7,46	4,96	6,72	18,49	11,99	28,28	13,55	10,67	11,43	13,91
Abr-16	7,00	6,65	7,64	5,18	6,98	18,73	12,19	29,24	14,25	11,43	11,80	14,77
May-16	7,25	6,83	7,76	6,45	7,38	19,01	12,43	29,46	14,29	11,44	12,11	14,82
Jun-16	7,50	6,91	7,86	6,24	7,54	19,14	12,49	29,44	14,31	11,71	12,10	14,77
Jul-16	7,75	7,26	7,95	6,54	7,69	19,27	12,63	30,28	14,71	12,02	11,96	15,28
Ago-16	7,75	7,19	8,04	5,78	7,82	19,54	12,73	30,45	14,72	12,14	12,32	15,23
Sep-16	7,75	7,18	7,79	6,06	7,74	19,57	12,78	30,60	14,63	12,07	11,84	15,34
Oct-16	7,75	7,09	7,52	5,66	7,71	19,84	12,70	31,38	14,47	11,97	12,03	15,41
Nov-16	7,75	7,01	7,51	5,44	7,63	19,64	12,68	31,39	14,59	11,99	12,32	15,52
Dic-16	7,50	6,92	7,41	5,29	7,20	19,39	12,59	31,52	14,06	11,58	11,86	14,45
Ene-17	7,50	6,94	7,41	6,02	7,33	20,88	12,45	31,87	14,30	11,27	12,22	15,11
Feb-17	7,25	6,78	7,43	5,63	7,03	20,03	12,56	31,69	13,79	11,37	12,03	14,87
Mar-17	7,00	6,65	7,08	5,16	6,64	19,78	12,42	31,61	13,84	11,22	11,96	15,13
Abr-17	6,50	6,53	6,84	5,36	6,20	19,87	12,38	31,71	13,71	10,65	11,26	14,47
May-17	6,25	6,17	6,54	5,05	5,87	19,78	12,36	31,54	13,37	10,09	10,68	14,02
Jun-17	5,75	5,96	6,31	4,23	5,50	19,47	12,02	31,18	12,89	9,75	10,57	13,50
Jul-17	5,50	5,65	6,00	4,38	5,35	19,39	11,57	31,16	12,64	9,47	10,27	13,58
Ago-17	5,25	5,58	6,06	4,52	5,19	18,91	11,29	30,97	12,27	9,14	9,47	13,27
Sep-17	5,25	5,52	5,97	4,12	5,15	18,87	11,01	30,19	12,04	8,77	9,17	12,69
Oct-17	5,00	5,46	5,93	4,95	4,95	18,88	10,91	29,93	12,13	8,79	8,79	13,05
Nov-17	4,75	5,35	5,82	3,70	4,56	18,67	10,90	29,40	11,72	8,72	9,11	12,87
Dic-17	4,75	5,28	5,55	3,69	4,66	18,66	10,83	28,89	11,33	8,43	8,16	11,66
Ene-18	4,50	5,21	5,59	3,84	4,48	19,25	10,74	29,37	11,59	8,28	8,04	12,53
Feb-18	4,50	5,07	5,50	3,96	4,41	18,60	10,82	29,55	11,32	7,92	7,99	12,06
Diferencia (pb) nov/16 vs. dic/17	(300)	(173)	(196)	(175)	(298)	(99)	(185)	(251)	(326)	(356)	(416)	(386)
Diferencia (pb) nov/16 vs. feb/18	(325)	(195)	(200)	(148)	(322)	(105)	(185)	(185)	(326)	(408)	(434)	(346)
Sensibilidad (pb) nov/16 vs. dic/17		0,58	0,65	0,58	0,99	0,33	0,62	0,84	1,09	1,19	1,39	1,29
Sensibilidad (pb) nov/16 vs. feb/18		0,60	0,62	0,46	0,99	0,32	0,57	0,57	1,00	1,25	1,33	1,06

a/ Dato a fin de mes.

b/ 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.

c/ No incluye consumos a un mes ni avances.

d/ Corresponde al promedio ponderado por monto de los créditos de consumo, ordinario, preferencial y tesorería. La ponderación del crédito de tesorería corresponde a la quinta parte de su desembolso semanal.

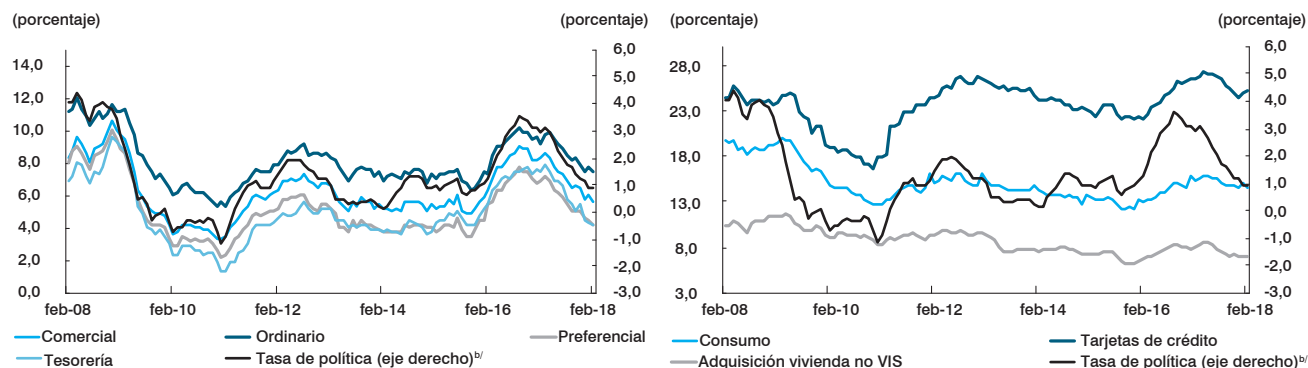
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Gráfico 2.12
Tasas de interés reales de los créditos

A. Tasas de interés reales *ex ante*^{a/}

i. Tasas de interés de créditos a las empresas

ii. Tasas de interés de créditos a los hogares



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

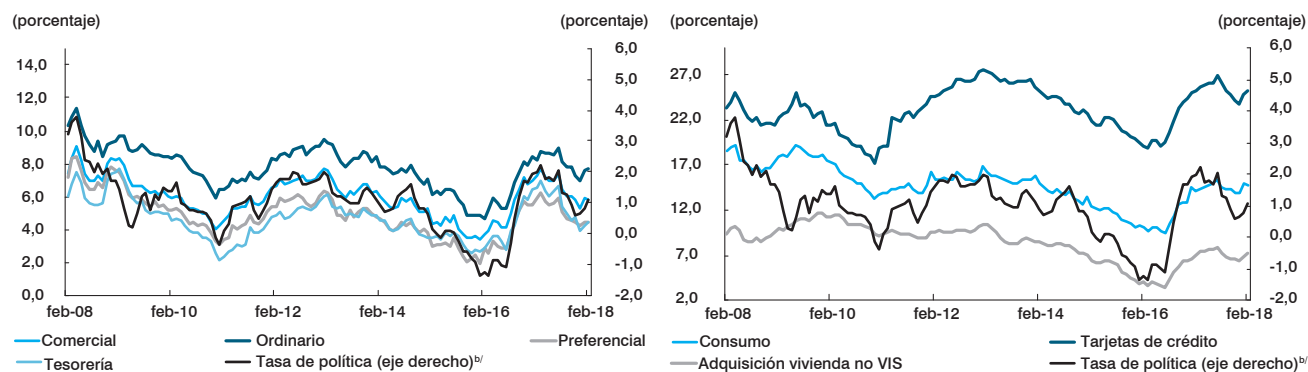
b/ La tasa de política corresponde a la establecida por la JDBR en la reunión del mes; las demás tasas corresponden a las promedios del mes (ponderadas por monto).

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

B. Tasas de interés reales *ex post*^{a/}

i. Tasas de interés de créditos a las empresas

ii. Tasas de interés de créditos a los hogares



a/ Se utiliza el IPC total como deflactor.

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

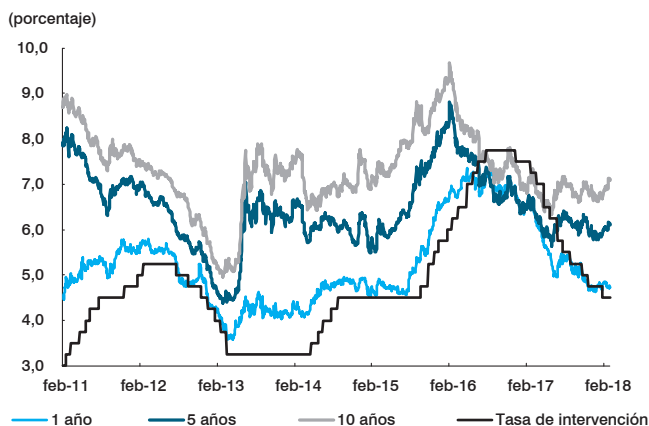
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República

El mercado mostró un buen dinamismo durante 2017. El monto promedio diario anual negociado en los sistemas SEN y MEC de los títulos de deuda pública colombiana para el

2017 fue de COP6,2 billones (b), cifra superior a lo observado en 2016 de COP3,77 b. En lo corrido de 2018, el monto promedio diario se ubicó en COP6,3 b al 28 de febrero.

Gráfico 2.13

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



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

En los primeros meses del año se han presentado desvalorizaciones ante la expectativa de finalización del ciclo de recortes de la tasa de política monetaria y de incrementos en las tasas de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed).

2.4.2 Principales cuentas de los establecimientos de crédito

En este apartado se examina el comportamiento en lo corrido del año de los depósitos (pasivos sujetos a encaje), la cartera y las inversiones del sistema financiero, que corresponden a los rubros más significativos del estado de situación financiera de los establecimientos de crédito (EC).

Durante 2017, y en especial en los primeros tres trimestres, el balance de los EC continuó con la tendencia a la desaceleración que traía desde el año anterior, consistente con un menor dinamismo de la economía. Así, la cartera y los pasivos sujetos a encaje (PSE), que son los principales rubros del activo y del pasivo, tuvieron crecimientos bajos, comparables con los de finales de 2009 y principios de 2010.

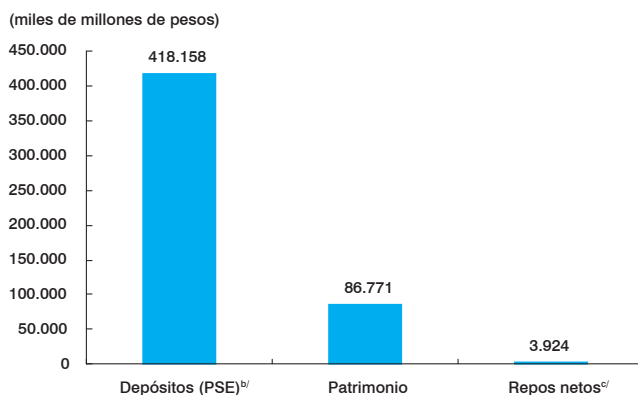
Los PSE, que son los depósitos que tienen los distintos agentes en los EC y constitu-

yen su fuente más importante de recursos, se desaceleraron entre enero y septiembre. En el último trimestre, y en especial en las últimas semanas, creció un poco su tasa de aumento. Al cierre del año registraron un saldo de COP 418.158 mm y un incremento anual de 7,3% (3,1% en términos reales) (Gráfico 2.14).

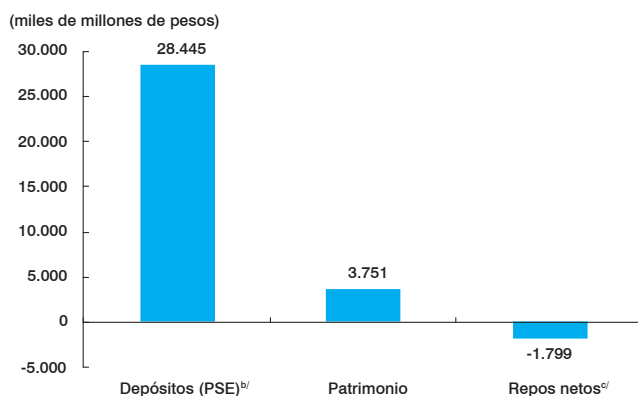
Gráfico 2.14

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

A. Saldos al cierre de 2017



B. Variaciones anuales al cierre de 2017



a/ Los saldos presentados corresponden al viernes 29 de diciembre de 2017 y las variaciones anuales se calculan con respecto al viernes 30 de diciembre de 2016.

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

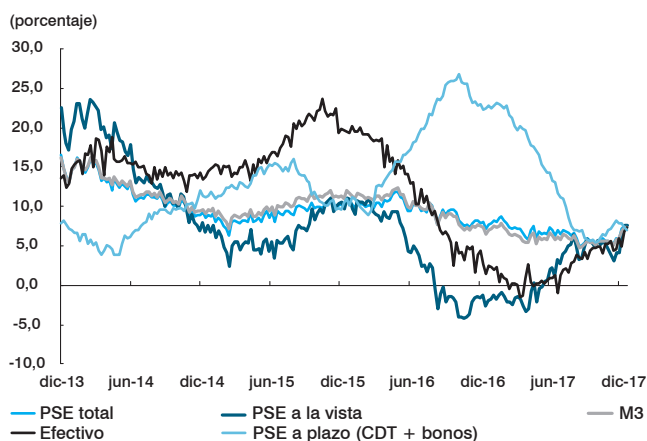
c/ Netos de depósitos remunerados no constitutivos de encaje.

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

Por tipo de depósito, los pasivos a plazo (CDT + bonos) redujeron su tasa de crecimiento en los primeros tres trimestres, al tiempo que la de los depósitos a la vista aumentó, manteniendo la tendencia que traían del segundo semestre de 2016, cuando empezó el descenso en la inflación y finalizó el ciclo de alzas en la tasa de interés de referencia. En los últimos meses del año estos dos tipos de depósitos mostraron tasas de aumento más estables (Gráfico 2.15).

La desaceleración de los PSE también se reflejó en el M3 (PSE más efectivo), que es el agregado monetario que comprende el conjunto de activos financieros que los agentes pueden utilizar para realizar pagos en moneda legal. El efectivo, que es el otro componente de este agregado, a partir de mayo empezó a recuperar su tasa de expansión, con lo que al cierre del año los PSE, el efectivo y el M3 crecían a una tasa similar (7,3%, 7,4% y 7,3%, y en términos reales, 3,09%, 3,13% y 3,08%, respectivamente)³³.

Gráfico 2.15
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.

³³ Al cierre de 2017 el saldo del M3 fue de COP 477.656 mm, el de los PSE de COP 418.158 mm y el del efectivo de COP 59.498 mm.

Por el lado del activo, la cartera bruta en moneda legal también mantuvo la tendencia a la desaceleración que traía desde el año 2016. Su saldo³⁴ ascendió a COP 404.576 (mm), con una variación anual de 7,2% (2,9% en términos reales). Por otro lado, las inversiones presentaron un incremento de 11,9% (7,5% real), con lo que el saldo fue de COP 82.290 mm al finalizar diciembre (Gráfico 2.16).

Por modalidades, el comportamiento de la cartera bruta obedeció, principalmente, a la falta de dinamismo de la cartera comercial y microcrédito (4,8% anual, correspondiente a 0,7% real), a pesar de que las tasas de los créditos comerciales bajaron más que la tasa de política (véase la sección 2.4.1). Los créditos a los hogares, por su parte, también disminuyeron su crecimiento. Para estos últimos fue más marcada la desaceleración de los destinados a consumo (de 13% al cierre de 2016 a 9,6% al cierre de 2017)³⁵ que la de los destinados a vivienda (de 13,8% a 11,8%)³⁶, los cuales mostraron una tasa de expansión relativamente estable a partir de agosto. En el último trimestre el crecimiento de la cartera aumentó un poco, como consecuencia de alguna recuperación en los créditos comerciales (Gráfico 2.17)³⁷.

La cartera en moneda extranjera, la cual es otorgada casi en su totalidad a empresas, también mantuvo la tendencia que traía de 2016. Su saldo en dólares mantuvo decrecimientos anuales durante todo 2017, finalizando con una caída en diciembre de 10,5% (Gráfico 2.18).

³⁴ Este saldo presenta ajustes por *leasing* operativo.

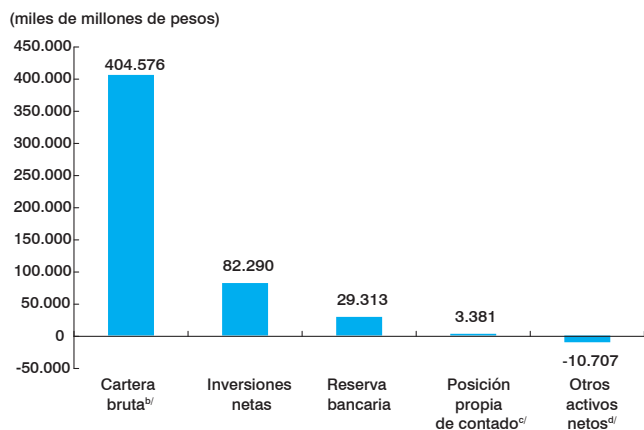
³⁵ En términos reales, de 7,5% anual a 4,4% anual.

³⁶ En este caso, la cartera hipotecaria presenta ajustes por titularización. En términos reales, la cartera hipotecaria ajustada pasó de crecer 8,2% al cierre de 2016 a 6,4% en igual fecha de 2017.

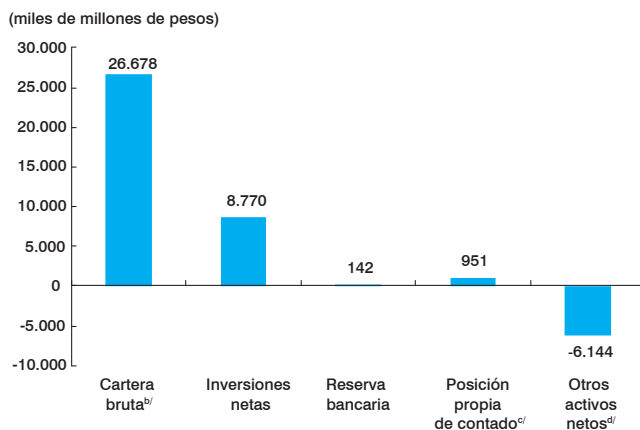
³⁷ Cabe mencionar que, además, en noviembre desaparece el efecto estadístico relacionado con la fusión de Bancolombia con Leasing Bancolombia a finales de 2016, que tuvo un impacto a la baja en el crecimiento de la cartera comercial. Esto, debido a que Bancolombia tenía prestada cartera a Leasing Bancolombia a un plazo mayor a un año y, por tanto, estos créditos estaban registrados en la cartera comercial.

Gráfico 2.16
Principales activos de los establecimientos de crédito^{a/}

A. Saldos al cierre de 2017



B. Variaciones anuales al cierre de 2017



a/ Los saldos presentados corresponden al viernes 29 de diciembre de 2017 y las variaciones anuales se calculan con respecto al viernes 30 de diciembre de 2016.

b/ Corresponde al saldo de cartera de balance de los establecimientos de crédito. No incluye los préstamos a empleados.

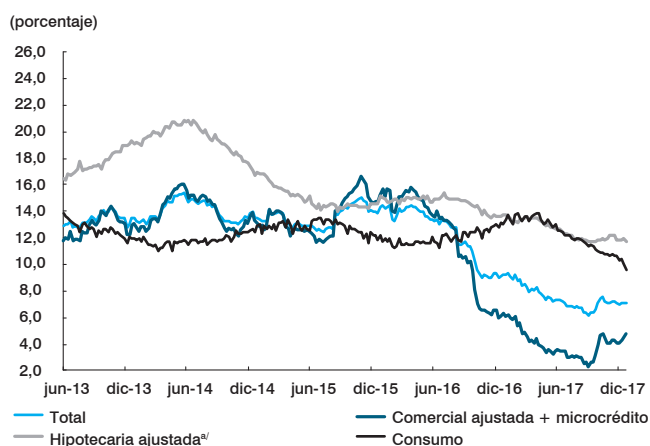
c/ No incluye comisionistas de bolsa. Las variaciones absolutas corresponden a las variaciones en dólares multiplicadas por la tasa de cambio promedio del período.

d/ Neto de pasivos diferentes de repos netos de depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE) y PSE.

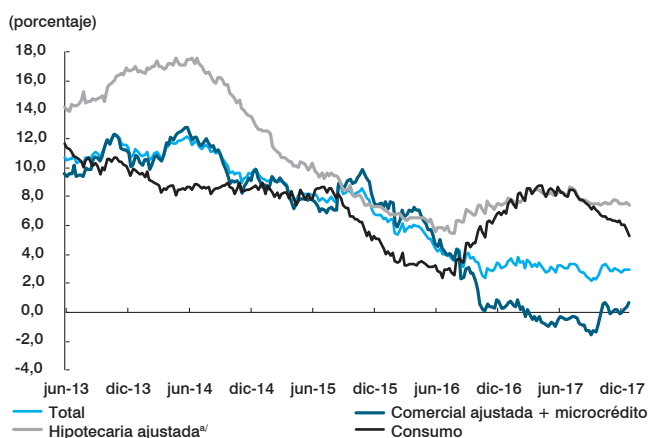
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.17
Crecimiento anual de la cartera por tipo (moneda nacional)

A. Crecimiento nominal



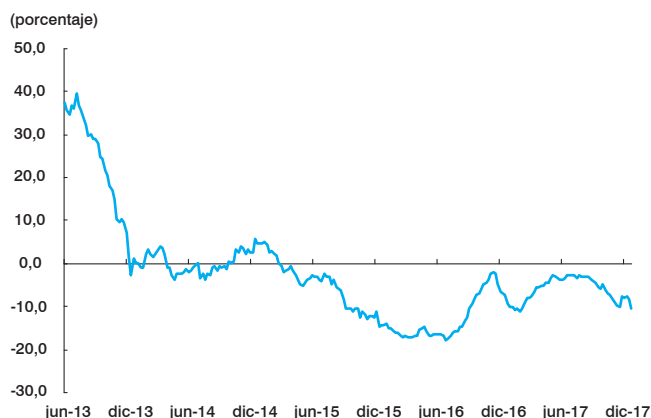
B. Crecimiento real (deflactado con el IPC total)



a/ Incluye titularizaciones de cartera hipotecaria.

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

Gráfico 2.18
Crecimiento anual de la cartera en moneda extranjera
(expresada en dólares)



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

De acuerdo con la *Encuesta sobre la situación del crédito*³⁸, el bajo dinamismo de la cartera obedeció tanto a factores de oferta como de demanda. Según dicha encuesta, durante el año los establecimientos de crédito enfrentaron una menor demanda por préstamos en todas las modalidades y, a su vez, incrementaron sus exigencias para otorgar nuevos créditos (Recuadro 4). Lo anterior es coherente con el menor crecimiento de la economía y con el deterioro de la cartera observado durante el año (véase la sección 2.4.3).

2.4.3 Algunas medidas de riesgo del sistema financiero³⁹

Al cierre de 2017 los EC mantuvieron indicadores sólidos de solvencia y liquidez, pese a factores como la desaceleración económica observada desde 2014. Esta desaceleración se ha visto reflejada en un menor crecimiento

de la cartera total, y un mayor aumento en las carteras riesgosa y vencida. Ello ha impactado los indicadores de riesgo de crédito que, desde mediados de 2016, han mostrado deterioros que superan el promedio de los últimos cinco años.

Acorde con el menor ritmo de expansión de la cartera de los EC, la tasa de crecimiento de las fuentes de financiamiento continuó en niveles cercanos a cero. En contraste, se observa un aumento en las inversiones, impulsado principalmente por las valorizaciones en el mercado de deuda pública. Como consecuencia de estos choques se observa un menor nivel de rentabilidad para los EC.

2.4.3.1 Riesgo de crédito

En 2017 se observaron aumentos pronunciados de los indicadores de riesgo de crédito, en especial los que corresponden a la cartera comercial. Estos incrementos se explican, principalmente, por la desaceleración económica y por el deterioro de deudores importantes dentro de esta modalidad que se han visto afectados por choques en sus respectivos sectores.

Entre diciembre de 2016 y el mismo mes de 2017 la cartera riesgosa se aceleró, al pasar de crecer 22,0% a 27,0% en términos reales (Gráfico 2.19). Este comportamiento se explicó, en especial, por la dinámica de la cartera comercial en riesgo, la cual presentó una tasa de crecimiento de 30,5%. Adicionalmente, la cartera de vivienda fue la que registró la mayor aceleración, al mostrar una variación anual de 16,7 pp.

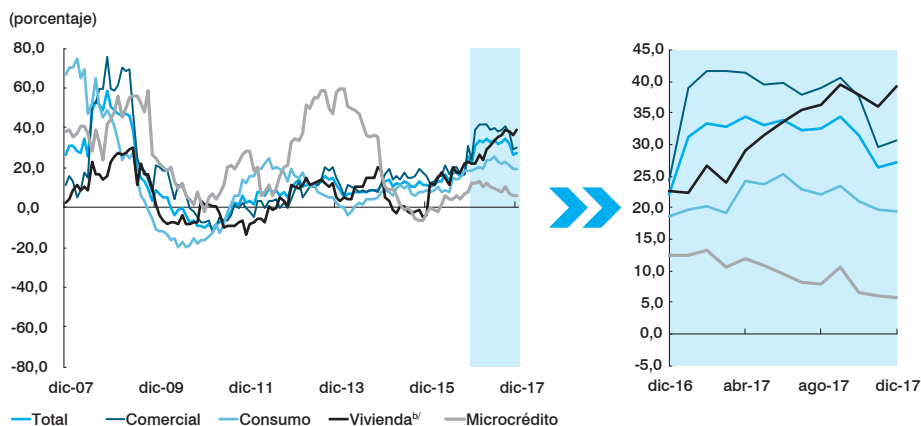
La aceleración de la cartera riesgosa y la estabilidad en el crecimiento de la cartera bruta generaron un incremento en el indicador de calidad por riesgo (ICR)⁴⁰ total en el período de análisis: este indicador aumentó 2,0 pp,

³⁸ Disponible en <http://www.banrep.gov.co/es/reporte-de-la-situacion-del-credito-en-colombia>

³⁹ La información de esta sección se obtiene de los balances reportados por las entidades financieras a la Superintendencia Financiera de Colombia.

⁴⁰ El ICR se define como la proporción entre la cartera riesgosa y la total (la cartera riesgosa corresponde a todos los créditos con calificación diferentes de A, en una escala que va de A a E, donde A es la mejor calificación).

Gráfico 2.19
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.

alcanzando un valor de 9,9% en diciembre de 2017, cifra similar al máximo registrado en mayo de 2009. Por modalidad, todas las carteras mostraron deterioros entre diciembre de 2016 y el mismo mes de 2017, destacándose el de la comercial, cuyo indicador se incrementó 2,8 pp (Cuadro 2.5).

En relación con la materialización del riesgo de crédito, la tasa de crecimiento de la

cartera vencida aumentó 21,8 pp anualmente entre diciembre de 2016 y un año después, ubicándose en 36,0% en dicho mes. La modalidad que registró la mayor tasa de crecimiento fue la comercial (56,8%), seguida por la de vivienda (32,5%), consumo (21,7%) y microcrédito (10,0%). Esta última categoría es la única que reportó una desaceleración en el período de análisis (Gráfico 2.20).

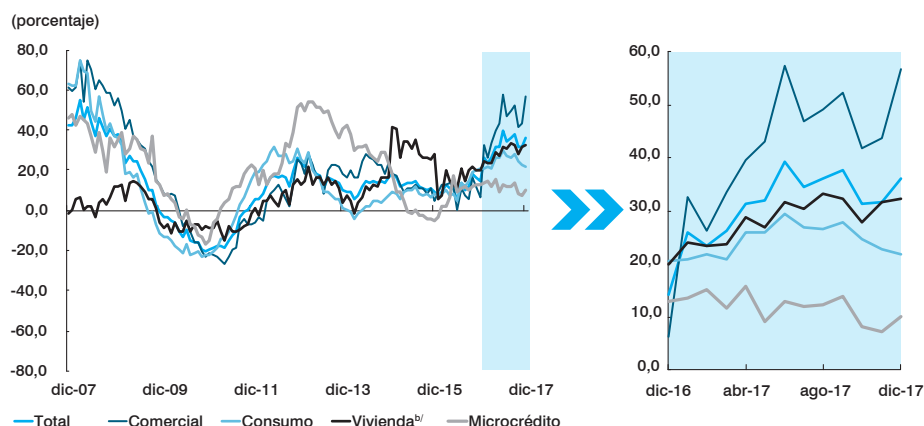
Cuadro 2.5
Indicadores de riesgo de crédito por modalidad
(porcentaje)

Modalidad	Indicador de calidad por riesgo (ICR)			Indicador de calidad por mora (ICM) sin castigos			Indicador de calidad por mora (ICM) con castigos		
	Dic-16	Dic-17	Promedio dic-2016 a dic-2017 ^{a/}	Dic-16	Dic-17	Promedio dic-2016 a dic-2017 ^{a/}	Dic-16	Dic-17	Promedio dic-2016 a dic-2017 ^{a/}
Cartera total	7,9	9,9	9,4	3,6	4,8	4,7	7,7	9,2	9,0
Comercial	8,6	11,4	10,7	2,3	3,7	3,6	5,0	6,6	6,4
Consumo	7,8	8,9	8,7	5,0	5,8	5,8	12,8	14,2	14,0
Vivienda	4,1	5,4	4,9	5,5	6,8	6,8	6,0	7,2	7,2
Microcrédito	11,8	12,1	11,8	7,2	7,7	7,7	14,3	14,6	14,8

a/ Promedio de datos mensuales.

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

Gráfico 2.20
Crecimiento real 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 debe 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.

Base monetaria

Al cierre de 2017 el saldo de la base monetaria se ubicó en COP 88.811 mm, con un crecimiento nominal anual de 5,0%, equivalente a un aumento de COP 4.213 mm. Por componentes, el aumento de la base monetaria se explica por el comportamiento del efectivo, el cual se incrementó 7,3% (COP 4.071 mm), mientras que el saldo de la reserva bancaria fue similar al del cierre de 2016 (aumentó en COP 142 mm, equivalente a 0,5%).

En el primer semestre, tanto el efectivo como la reserva tuvieron crecimientos bajos (0,6% y -2,9% anual en promedio, respectivamente). Para ese momento, la inflación y las tasas de interés ya estaban descendiendo, pero aún se encontraban en niveles relativamente altos que pudieron desincentivar la tenencia de efectivo y depósitos a la vista en favor de los depósitos

a plazo¹. Estos últimos depósitos tienen un coeficiente de encaje menor al de los depósitos a la vista, lo que resultó en una reserva requerida más baja². En el segundo semestre el crecimiento del efectivo y de la reserva se recuperaron (en promedio, crecieron 4,2% en ambos casos).

Por fuentes, en 2017, al igual que el año anterior, el principal factor expansionista de la base monetaria fue las compras netas de TES por parte del Banco por COP 2.821 mm (resultado de compras por COP 3.899 mm y vencimientos y cupones por COP 1.078 mm). Cabe recordar que el Banco de la República había utilizado las

¹ Véanse las secciones 2.3 y 2.4, así como los *Informes al Congreso* de marzo y junio del año pasado.

² Véase la Resolución Externa 5 de 2008.

ventas definitivas de TES como mecanismo de esterilización durante los años en los que realizó de forma sostenida compras de divisas en el mercado cambiario y llevó el saldo de estos títulos en poder del Banco a mínimos históricos³.

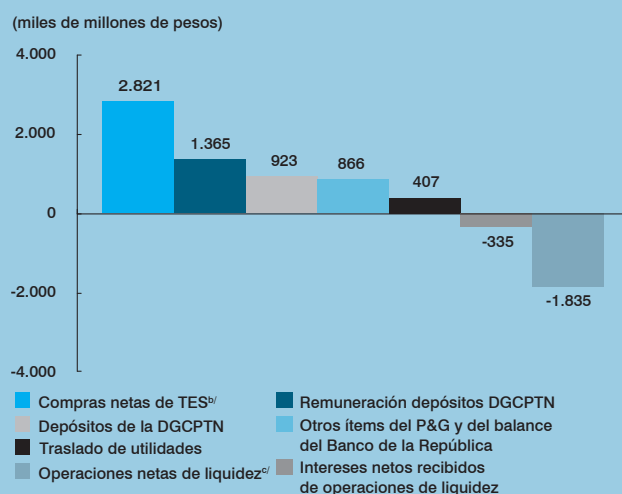
El segundo factor expansionista se relaciona con el GNC. El menor saldo de los depósitos de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) en el Banco (COP 923 mm), frente al registrado al cierre de 2016, la remuneración a dichos depósitos (COP 1.365 mm) y el traslado de utilidades al GNC (COP 407 mm), generaron una expansión de la base monetaria por COP 2.695 mm. Otros ítems del PyG y del balance del Banco también tuvieron un efecto expansionista por COP 866 mm.

Por otro lado, la principal fuente de contracción de liquidez primaria se originó en el descenso de las operaciones de liquidez por COP 1.835 mm, correspondientes a menores repos de expansión por COP 1.640 mm y mayores depósitos de contracción monetaria por COP 195 mm. Los intereses netos recibidos por las operaciones de liquidez ascendieron a COP 335 mm.

³ Véase el Recuadro 2: “Suministro de liquidez primaria por parte del Banco de la República, 2008-2016”, en el *Informe al Congreso de la República* de julio de 2016.

Finalmente, en 2017 no se realizaron compras o ventas de divisas en el mercado cambiario por parte del Banco de la República (Gráfico A).

Gráfico A
Origen de la base monetaria en el año 2017^{a/}



a/ Cifras al cierre del mes calendario.

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

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

Fuente: Banco de la República.

Por su parte, el indicador de calidad por mora (ICM)⁴¹ sin y con castigos se incrementó en 1,2 pp y 1,6 pp en el período de análisis, respectivamente, alcanzando niveles de 4,8% y 9,2%, en su orden (Gráfico 2.21). Estos indicadores se deterioraron de forma pronunciada

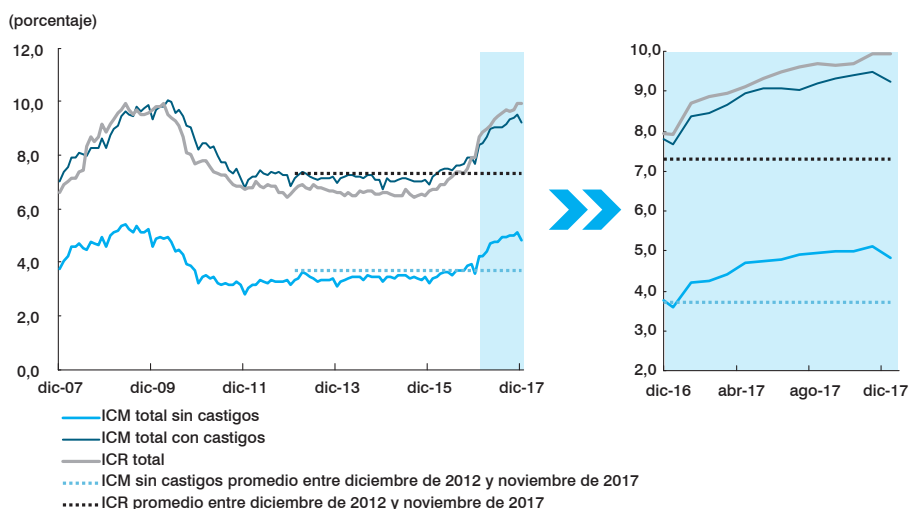
⁴¹ El ICM sin castigos se define como la razón entre la cartera vencida y la total (la cartera vencida incluye los créditos que se han dejado de pagar por un período igual o mayor a treinta días), mientras que el ICM con castigos, como la relación entre la cartera vencida y la total agregando los castigos (estos son activos que, por considerarse incobrables o perdidos, han sido sacados del balance de resultados de conformidad con las disposiciones legales vigentes).

en 2017 y se encuentran por encima de su promedio de los últimos cinco años, tanto para el total de la cartera como para cada una de las modalidades (Cuadro 2.5).

El indicador de cubrimiento (IC), calculado como la razón entre las provisiones y la cartera vencida, registró un valor de 120,0% en diciembre de 2017, cifra inferior a la registrada un año atrás (137,2%). Esta reducción se ha presentado debido a que el ritmo de crecimiento de las provisiones ha sido inferior al de la cartera vencida (19,0% frente a 36,0%).

En síntesis, en el último año los indicadores de riesgo de crédito de los EC se han deteriorado como resultado de las condiciones

Gráfico 2.21
Indicador de calidad por mora y calidad por riesgo de la cartera bruta



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

macroeconómicas actuales y por las dificultades de algunos sectores específicos. Pese a la materialización que ha tenido el riesgo de crédito en los intermediarios financieros, las medidas de solvencia, tanto básica como total, registraron valores de 11,0% y 16,6%, respectivamente, situándose por encima de sus promedios de los últimos cinco años (10,6% y 15,9%, en su orden).

2.4.3.2 Riesgo de liquidez

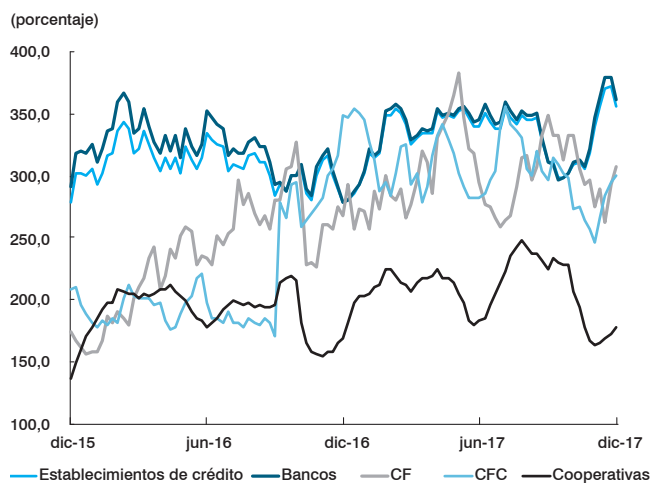
Con el fin de evaluar la liquidez de las entidades para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo se usa el indicador de riesgo de liquidez (IRL_R), definido como la razón entre el saldo de activos líquidos (disponible e inversiones líquidas) y una estimación de los requerimientos netos de liquidez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

A diciembre de 2017 el nivel de liquidez de los EC se situó en 356,8%, cifra superior

en 78,0 pp al registrado un año atrás. Este comportamiento respondió principalmente a los niveles de liquidez que presentaron los bancos. De forma similar, las corporaciones financieras (CF) y las cooperativas también exhibieron aumentos en su IRL_R ; por el contrario, las compañías de financiamiento comercial (CFC) mostraron una leve reducción. Pese a las fluctuaciones del indicador, en general se observa que los distintos tipos de entidades cuentan con activos líquidos suficientes para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo (Gráfico 2.22).

De manera consistente con la dinámica de la cartera, el crecimiento real anual del fondeo, entendido como la suma del pasivo y el patrimonio, continuó en niveles cercanos a cero. A diferencia de lo observado meses atrás, el fondeo registró tasas de crecimiento positivas y a diciembre de 2017 este se situó en 0,9%. Por componentes, se observó que durante 2017 los depósitos a término fueron el rubro que contribuyó en mayor medida al fondeo, lo que significa que los EC han optado por fuentes de fondeo más estables, aunque más costosas (Gráfico 2.23).

Gráfico 2.22
 IRL_R a 30 días^{a/}



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

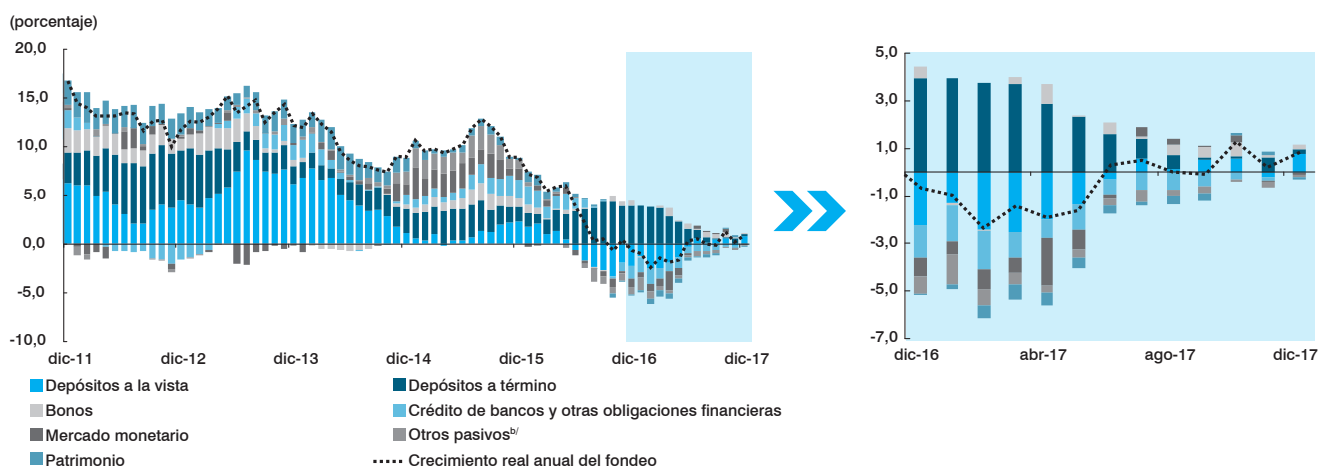
2.4.3.3 Riesgo en el mercado de TES

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 el año 2017 el portafolio de TES del sistema financiero tanto en posición propia como en posición administrada aumentó y su indicador de volatilidad se ha mantenido relativamente estable.

Al 29 de diciembre de 2017 el valor del portafolio de TES del sistema financiero en posición propia aumentó en COP 7,1 b con respecto al 30 de diciembre de 2016, ubicándose en COP 55,0 b. Para el año 2017 se presentó un incremento en el portafolio de TES de todos los tipos de entidades del sistema financiero. El aumento más significativo fue para los bancos, los cuales incrementaron su saldo de TES en COP 4,9 b durante el período de análisis, lo que se explica, principalmente, por las disminuciones en la tasa de política monetaria que han generado valorizaciones en el mercado de deuda pública, donde los EC tienen una gran participación. Las compañías de seguros, las corporaciones financieras y las sociedades comisionistas de bolsa presentaron incrementos de COP 0,9 b, COP 0,5 b y COP 0,8 b, respectivamente.

Gráfico 2.23
 Crecimiento real anual del fondeo (pasivo + patrimonio) 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.

En relación con los fondos administrados, se observó un incremento de COP 24,5 b en el mismo período, alcanzando un saldo de COP 177,9 b. Lo anterior se debe principalmente a la mayor adquisición de estos títulos por parte de inversionistas extranjeros y fondos de pensiones, los cuales aumentaron su portafolio de TES en COP 9,9 b y COP 6,4 b, respectivamente. Así, estos agentes alcanzaron una participación de 37,9% y 52,6% sobre el total de fondos administrados (Cuadro 2.6).

El aumento en el portafolio de TES por parte de los inversionistas extranjeros es acorde con la tendencia observada desde inicios de 2014. Como se explicó en el primer capítulo del presente *Informe*, esta dinámica se debe en especial a las mejores condiciones de liquidez global, los mayores rendimientos de las economías emergentes, así como las mejoras impositivas en el sistema fiscal colombiano y en la accesibilidad de estos inversionistas al mercado local (véase el Recuadro 2 del *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de marzo de 2017).

Al igual que los demás tenedores de TES, las entidades financieras pueden enfrentar pérdidas por valoración ante una caída en el precio de dichos títulos. Este riesgo se cuantifica mediante la evolución del saldo expuesto de TES y con una medida llamada valor en riesgo (VeR). Esta metodología, 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 dado⁴². Es importante mencionar que una medida apropiada de riesgo de mercado del sistema financiero es el VeR de la posición propia, puesto que las pérdidas asociadas con los portafolios administrados por el sistema son enfrentadas por los inversionistas.

Al 29 de diciembre de 2017 el VeR promedio mensual de la posición propia de las entidades financieras disminuyó levemente con respecto al observado doce meses atrás (0,4% frente a 0,5%). El indicador se sitúa por debajo de los niveles presentados en 2013, cuando se incrementó la volatilidad en los mercados financieros a raíz de los anuncios sobre el posible desmonte gradual del programa de compra de activos de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Gráfico 2.24).

2.5 Balance externo y política cambiaria

Durante 2014 la disminución de los términos de intercambio se tradujo en una fuerte contracción de los ingresos por exportaciones del país, lo cual, sumado a las tasas de crecimiento que mantenían los egresos corrientes en un contexto de amplio financiamiento externo, implicó un incremento del déficit en la cuenta corriente.

Luego, en 2015 y 2016 los egresos corrientes empezaron a contraerse, incluso a un ritmo mayor que los ingresos. De esta manera, la caída de las exportaciones fue más que compensada por las menores importaciones de bienes y servicios y por la reducción de las utilidades de las empresas con capital extranjero. Esto es consistente con el menor dinamismo de la demanda interna, con los menores flujos de capital y con la depreciación acumulada del tipo de cambio. De esta forma, el déficit de la cuenta corriente como proporción del PIB se redujo de 6,4% a 4,3% entre 2015 y 2016, alcanzando un nivel en dólares similar al de 2013, año previo al choque del precio del petróleo.

En 2017 el ajuste adicional de la cuenta corriente del país estuvo explicado ya no por una disminución de los egresos, como se observó dos años atrás, sino por la recuperación de los ingresos externos que permitió más que compensar el crecimiento de las importaciones y de los egresos por renta factorial. El comportamiento del peso colombiano estuvo asociado principalmente con la evolución del precio del petróleo, aunque en menor medida

⁴² De manera ilustrativa, si el VeR de una institución financiera es de 5% a un nivel de confianza del 99%, indica que la máxima pérdida que esta entidad enfrentaría en un día sería del 5% del valor de su portafolio, y sería superada solo con un 1% de probabilidad.

Cuadro 2.6
Evolución saldo de TES del sistema financiero en posición propia y posición administrada
(billones de pesos)

Entidades	Saldo de TES	
	30-Dic-16	29-Dic-17
a) Sistema financiero: posición propia		
Establecimientos de crédito		
Bancos comerciales	32,6	37,5
Corporaciones financieras	2,1	2,6
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	0,9	1,7
Sociedades fiduciarias	0,1	0,1
Compañías de seguros y capitalización	12,0	12,9
Total	47,9	55,0
b) Sistema financiero: posición administrada		
Extranjeros	57,5	67,4
Sociedades comisionistas de bolsa	0,0	0,0
Sociedades fiduciarias	57,5	67,4
Pensiones	87,1	93,5
Fondos de pensiones	69,0	74,1
Sociedades fiduciarias ^{a/}	18,1	19,5
FIC ^{b/}	1,0	1,6
Sociedades comisionistas de bolsa	0,2	0,5
Sociedades fiduciarias	0,8	1,1
Otros	7,8	15,3
Sociedades comisionistas de bolsa	1,0	0,1
Sociedades fiduciarias	6,7	15,2
Total	153,4	177,9
c) Otros ^{c/}	27,2	26,2
Oferta total	228,5	259,1

a/ Pasivos pensionales administrados por las sociedades fiduciarias.

b/ Información proveniente del formato 351.

c/ "Otros" incluye Banco de la República, Dirección General del Tesoro Nacional y Crédito Público, Fogafin, entre otros.

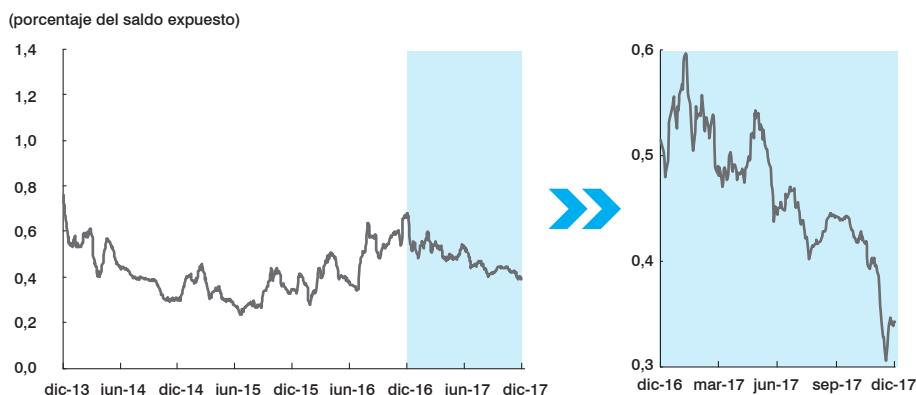
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

que en años anteriores, y con la dinámica del dólar en el mundo.

Para 2018 se espera que la corrección del déficit en la cuenta corriente continúe impulsada en buena parte por el efecto de la

recuperación de la demanda externa sobre los bienes manufacturados colombianos y el comportamiento del precio internacional del crudo. Esto en un entorno de mayor costo del financiamiento externo.

Gráfico 2.24
VeR de la posición propia del sistema financiero
(promedio móvil semanal)



Fuente: Banco de la República.

2.5.1 Balance externo de Colombia en 2017

En 2017 la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registró un déficit de USD 10.359 m, inferior en USD 1.770 m al registrado en 2016 (Cuadro 2.7). Como proporción del PIB, el déficit fue de 3,3%, lo que significó una disminución de 1,0 puntos porcentuales (pp), en comparación con lo registrado en 2016, cuando alcanzó 4,3% del PIB. El déficit corriente fue financiado con entradas netas de capital de USD 9.694 m (3,1% del PIB), que incluye variación de reservas internacionales por USD 545 m⁴³. Los errores y omisiones se estimaron en USD 665 m.

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 comercial de bienes debido a la elevada participación de las

exportaciones e importaciones en el total de ingresos y egresos corrientes del país⁴⁴.

Así, el déficit de la balanza comercial de bienes en 2017 disminuyó anualmente en USD 4.393 m. Las exportaciones del país durante el período de análisis totalizaron USD 39.474 m, con un aumento anual de 15,8% (USD 5.395 m) (Cuadro 2.7). El incremento del valor total despachado se originó principalmente en las mayores ventas externas de carbón (USD 2.751 m), de petróleo y sus derivados (USD 2.263 m) y, en menor medida, por el incremento en los despachos de productos industriales (USD 643 m), de café (USD 322 m) y de banano y flores (USD 90 m). En contraste, las ventas externas de oro no monetario registraron reducciones (USD 781 m). El mayor valor exportado de petróleo crudo y carbón se explica por el alza en sus precios de exportación (30,6% y 26,9%, respectivamente) y el

⁴³ Cabe señalar que dicha acumulación de reservas es el resultado de ingresos por rendimiento neto de las reservas internacionales de USD 550 m, y egresos netos por otras operaciones del Banco de la República de USD 5 m.

⁴⁴ El análisis de la estructura y de la evolución de los ingresos de la cuenta corriente durante los últimos quince años revela que las ventas externas de mercancías son su principal componente, al participar en un rango entre el 64% 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 (62% en 2017).

Cuadro 2.7
Balanza de pagos de Colombia
(flujos anuales en millones de dólares)

	2016 (pr)	2017 (pr)	Variación (dólares)
Cuenta corriente (A + B + C)	(12.129)	(10.359)	1.770
(porcentaje del PIB)	(4,3)	(3,3)	
A. Bienes y servicios (1 + 2)	(12.767)	(8.878)	3.889
1. Bienes (a - b)	(9.160)	(4.766)	4.393
a. Exportaciones FOB	34.079	39.474	5.395
b. Importaciones FOB	43.239	44.241	1.002
2. Servicios (a - b)	(3.608)	(4.111)	(504)
a. Exportaciones	7.677	8.326	650
b. Importaciones	11.284	12.438	1.153
B. Renta de los factores	(5.249)	(8.167)	(2.918)
Ingresos	4.996	5.475	478
Egresos	10.245	13.641	3.396
C. Transferencias corrientes	5.887	6.685	798
Ingresos	6.696	7.558	862
Egresos	808	873	65
Cuenta financiera ^{a/} (A + B + C + D)	(12.682)	(9.694)	2.989
(porcentaje del PIB)	(4,5)	(3,1)	
A. Inversión directa (ii - i)	(9.332)	(10.828)	(1.497)
i. Extranjera en Colombia (IED)	13.849	14.518	
(porcentaje del PIB)	4,9	4,7	
ii. Colombiana en el exterior	4.517	3.690	
B. Inversión de cartera (1 + 2)	(3.718)	(1.577)	2.141
1. Sector público (ii - i)	(6.273)	(7.250)	
i. Inversión extranjera de cartera (a + b)	9.292	6.695	
a. Mercados internacionales (bonos)	1.910	2.914	
b. Mercado local (TES)	7.382	3.781	
ii. Inversión de cartera en el exterior	3.019	(555)	
2. Sector privado (ii - i)	2.556	5.673	
i. Inversión extranjera de cartera (a + b)	(384)	1.099	
a. Mercados internacionales (bonos)	1.100	854	
b. Mercado local	(1.484)	245	
ii. Inversión de cartera en el exterior	2.171	6.772	
C. Otros flujos de capital sector público + sector privado	202	2.166	1.964
D. Activos de reserva	165	545	380
Errores y omisiones (E y O)	(553)	665	1.219
Memo ítem:			
Cuenta financiera sin variación de reservas internacionales	(12.848)	(10.239)	2.609
Variación de reservas internacionales	165	545	

(pr): preliminar.

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

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

Fuente: Banco de la República.

aumento de las cantidades despachadas de carbón (26,1%). Por el contrario, los volúmenes vendidos de petróleo disminuyeron 6,6%.

Las importaciones de bienes totalizaron USD 44.241 m (Cuadro 2.7), con un incremento anual de 2,3% (USD 1.002 m). Este aumento fue generalizado, destacándose las mayores importaciones de insumos y de bienes de capital para la industria (USD 892 m, 4,1%), de equipo de transporte (USD 205 m, 6,2%) y de bienes de consumo (USD 47 m, 0,5%). Sobresale la disminución de las compras externas de combustibles y lubricantes (USD 545 m, 12,0%). El aumento de las importaciones ha sido el resultado de las mayores cantidades compradas al exterior y del leve repunte generalizado de los precios en dólares de importación.

En cuanto al déficit de la cuenta de servicios, este aumentó en USD 504 m durante 2017 (Cuadro 2.7), debido al mayor incremento de sus importaciones frente al de los servicios exportados. Por el lado de las exportaciones, sobresalen los mayores ingresos recibidos por concepto de viajes, así como de la venta de servicios de seguros y financieros, empresariales y de transporte. En cuanto a las importaciones se destacan los mayores egresos asociados con los gastos por seguros y servicios financieros, así como los gastos de viajeros colombianos en el exterior y pagos de servicios empresariales y de transporte. En contraste, disminuyeron las compras externas asociadas con otros servicios.

Por su parte, en 2017 el aumento de los egresos netos por renta factorial (USD 2.918 m) (Cuadro 2.7) se originó, principalmente, en las mayores utilidades de las empresas con inversión extranjera directa (IED), las cuales registraron un crecimiento anual de USD 2.646 m (56,1%). A su vez, el pago de intereses asociado con la deuda externa se incrementó en USD 749 m (13,6%) con respecto a 2016. Los mayores egresos por utilidades de la IED están asociados en especial con el aumento de las ganancias estimadas para las firmas que operan en las actividades de explotación petrolera (USD 1.403 m) y de minas y canteras

(USD 1.291 m) debido a los mayores precios de las exportaciones. Estas mayores ganancias fueron compensadas parcialmente por la reducción de las utilidades de las empresas extranjeras del sector de manufacturas (USD 281 m), establecimientos financieros (USD 148 m) y transporte, almacenamiento y comunicaciones (USD 148 m).

La reducción del déficit corriente del país tuvo como contrapartida menores flujos de capital en términos de la cuenta financiera⁴⁵. Como resultado de ello, en 2017 se registraron entradas netas de capital por USD 9.694 m, inferiores en USD 2.989 m a lo observado un año atrás, cuando totalizaron USD 12.682 m. En particular, en el período analizado se registraron ingresos netos de capital extranjero por USD 20.107 m, salidas de capital colombiano (USD 9.665 m), pagos netos por concepto de derivados financieros (USD 203 m), y aumento de las reservas internacionales por USD 545 m. En términos del PIB, la cuenta financiera se redujo de 4,5% a 3,1% (Cuadro 2.7).

Estos recursos externos recibidos por el país se originaron principalmente en la IED (USD 14.518 m), en la inversión de portafolio en el mercado local (USD 4.026 m) y en la colocación de títulos de deuda en los mercados internacionales (USD 3.767 m). Estos resultados fueron compensados parcialmente por pagos netos de préstamos y otros créditos externos (USD 2.204 m).

En 2017 por concepto de IED se recibieron USD 14.518 m (4,7% del PIB); monto superior en USD 669 m (4,8%) a lo recibido un año antes. La distribución por actividad

⁴⁵ De acuerdo con la versión sexta del *Manual de balanza de pagos propuesta por el FMI*, la cuenta financiera se presenta con el mismo signo de la cuenta corriente. La cuenta financiera es el resultado de la diferencia entre los flujos activos y pasivos. Si la cuenta corriente es deficitaria, la cuenta financiera es negativa, indicando que la economía colombiana tuvo que acudir a financiación externa (pasivos) o liquidar sus activos externos para financiar 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.

económica de la IED de este período fue la siguiente: minería y petróleo (30,4%), transporte y comunicaciones (23,9%), industria manufacturera (15,6%), servicios financieros y empresariales (11,4%), comercio y hoteles (6,2%), electricidad, gas y agua (3,2%), y resto de sectores (9,2%). Por su parte, el flujo de inversión directa colombiana en el exterior se estimó en USD 3.690 m, efectuado en su mayoría por empresas del sector industrial y eléctrico. Como se observa en el Cuadro 2.7, la inversión directa neta totalizó USD 10.828 m, monto casi equivalente al déficit corriente del país, hecho que no se observaba desde el año 2012.

Por su parte, en 2017 el país recibió USD 7.793 m por concepto de inversiones extranjeras de cartera, suma inferior en USD 1.114 m a lo obtenido un año atrás. El 51,7% de estos recursos se originó en la colocación de títulos de deuda de largo plazo en los mercados internacionales, emitidos en su mayoría por entidades del sector público, y el 48,3% de estos recursos se destinó a la compra de TES y acciones en el mercado local por parte de inversionistas extranjeros. Las salidas de capital colombiano por este concepto totalizaron USD 6.217 m y corresponden a las inversiones de cartera realizadas por empresas del sector privado (USD 6.772 m), compensadas parcialmente por la liquidación de las inversiones realizadas por el sector público (USD 555 m) (Cuadro 2.7).

Finalmente, por concepto de otros flujos de capital, el país aumentó sus activos con el exterior por USD 2.166 m, originados principalmente en los pagos de préstamos adquiridos por entidades del sector público. Este monto es mayor en USD 1.964 m con respecto a los activos observados un año atrás por USD 202 m.

2.5.2 Proyecciones de la balanza de pagos para el año 2018

Tras la corrección del desbalance externo observada en 2016, la economía colombiana durante 2017 continuó ajustándose y el déficit en

la cuenta corriente siguió corrigiéndose, hasta ubicarse en 3,3% del PIB. El ajuste del último año se originó principalmente por la recuperación de los ingresos externos, en especial por exportaciones de bienes y, en menor medida, por el incremento de los demás rubros, en especial remesas y turismo. En efecto, los resultados de la cuenta corriente para 2017 muestran que el menor déficit externo se explicó por un crecimiento cercano al 14% de los ingresos, superior al incremento de 8,6% de los egresos. Dicha dinámica se espera que continúe en 2018, impulsada en buena parte por el efecto de la recuperación de la demanda externa sobre los bienes manufacturados colombianos y el comportamiento del precio internacional del crudo.

La proyección de la balanza de pagos para 2018 indica que el déficit de la cuenta corriente como porcentaje del PIB se ubicaría alrededor del 3,1% como cifra más probable. Este pronóstico se enmarca en un contexto de mayores precios del petróleo que los registrados en 2017 y de un mayor dinamismo de la demanda externa. Esto último, debido al crecimiento estimado de los principales socios comerciales. En especial, se espera que se mantenga el crecimiento de los países desarrollados y que aumente el de la mayoría de economías latinoamericanas (Cuadro 2.8).

Por otra parte, se estima un crecimiento moderado de las importaciones de bienes, si continúa la recuperación observada en 2017. Esto podría darse por la mayor actividad económica prevista para 2018 que incentive 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 2018 se estima menos deficitario que el año pasado, impulsado principalmente por el crecimiento de las exportaciones de bienes, en su mayoría petróleo y sus derivados y productos industriales. De esta manera, gran parte del ajuste del desbalance corriente estaría siendo explicado por este rubro. Otro factor que también

Cuadro 2.8
Balanza de pagos 2017 y proyección para 2018
(millones de dólares)

	2016 (pr)	2017 (pr)	2018 (proy)
Cuenta corriente (A + B + C + D)	(12.128,9)	(10.359,2)	(10.186,5)
Porcentaje del PIB	(4,3)	(3,3)	(3,1)
A. Bienes	(9.159,8)	(4.766,5)	(3.235,2)
Exportaciones	34.079,2	39.474,3	43.112,5
Importaciones	43.238,9	44.240,8	46.347,8
B. Servicios no factoriales	(3.607,7)	(4.111,5)	(4.728,1)
Exportaciones	7.676,8	8.326,3	9.105,4
Importaciones	11.284,4	12.437,7	13.833,5
C. Renta de los factores	(5.249,0)	(8.166,6)	(9.520,8)
D. Transferencias	5.887,5	6.685,4	7.297,6
Cuenta financiera (A + B + C + D)	(12.682,4)	(9.693,8)	(10.186,5)
A. Inversión directa (ii-i)	(9.331,6)	(10.828,5)	(9.100,1)
i. Extranjera en Colombia (IED)	13.849,0	14.518,0	13.093,7
ii. Colombiana en el exterior	4.517,4	3.689,6	3.993,6
B. Inversión de cartera	(3.717,8)	(1.576,8)	1.918,6
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	201,9	2.166,3	(3.682,3)
D. Activos de reserva	165,1	545,1	677,3
Errores y omisiones (E y O)	(553,5)	665,3	0,0

(pr): preliminar.

(proy): proyección.

Fuente: Banco de la República.

contribuiría a la reducción del déficit corriente serían las mayores transferencias, gracias al crecimiento esperado de las remesas enviadas desde los Estados Unidos, Europa y algunos países latinoamericanos.

Por otra parte, las presiones al alza en el déficit corriente para 2018 estarían asociadas en mayor medida con la renta factorial, para la cual se espera un incremento de las utilidades de las empresas con capital extranjero, especialmente de aquellas que operan en el sector petrolero, resultado de los mayores precios frente a lo observado en 2017. Es importante anotar que a medida que se prevean mayores ingresos por exportaciones para las firmas petroleras con IED, esto se reflejará en un incremento de las utilidades por renta factorial. También, se espera una mejora de las

utilidades de las empresas que operan en sectores diferentes del mineroenergético, coherente con el mayor crecimiento esperado de la economía. A lo anterior se sumarían los mayores pagos por intereses de la deuda externa (bonos y préstamos adquiridos por entidades del sector público y privado) debido al mayor nivel de deuda, y por el otro, al aumento de las tasas de interés externas.

El déficit de servicios se estima para 2018 en niveles superiores a los del año anterior. Por el lado de los egresos, estos aumentarían resultado del mayor gasto por viajes de colombianos en el exterior, del incremento de los egresos por fletes y del crecimiento de los servicios técnicos petroleros, dado el mayor precio internacional del petróleo. En tanto, los ingresos crecerían principalmente por los

mayores ingresos de turismo, favorecidos por la mejora del crecimiento mundial.

En términos del financiamiento de la cuenta corriente, para 2018 se prevé que la inversión directa continúe siendo el principal rubro de entradas de capital extranjero. Adicionalmente, se espera una mayor contratación de préstamos (desembolsos netos) con multilaterales y bancos del exterior, en contraste con las amortizaciones netas de 2017. En relación con las inversiones de cartera, el escenario central para 2018 supone una menor colocación de bonos por parte del sector público y un menor dinamismo de los extranjeros en el mercado de TES.

2.5.3 Evolución de la tasa de cambio durante 2017 y en lo corrido de 2018

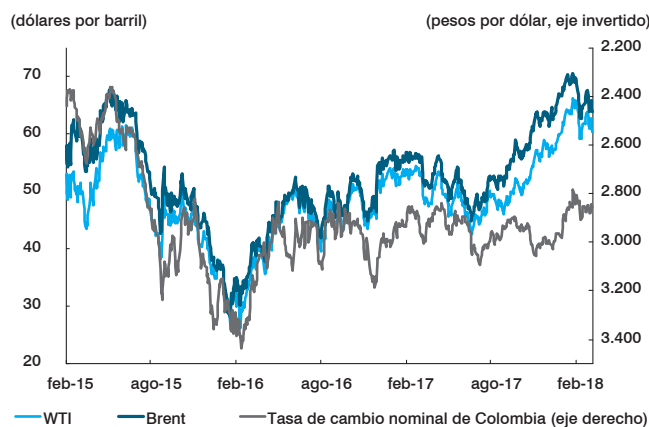
Durante 2017 el dólar continuó debilitándose frente a la mayoría de monedas fuertes. Este comportamiento estuvo principalmente explicado por la mayor probabilidad de una política monetaria más contractiva por parte del Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón, la incertidumbre política referente a la aprobación y efectos de la reforma tributaria en los Estados Unidos, y la disminución en la credibilidad por parte de ciertos analistas de la efectividad de las políticas anunciadas por el presidente estadounidense durante su campaña. Específicamente, al cierre del año esta moneda se debilitó 9,9% anual frente a sus principales cruces⁴⁶ y se depreció 5,3% frente a las divisas de emergentes⁴⁷.

En América Latina, acorde con el debilitamiento del dólar, las monedas se apreciaron,

influenciadas, además, por el aumento en el precio de las materias primas; no obstante, este comportamiento estuvo limitado por eventos idiosincrásicos e incertidumbre política en la mayoría de los países.

En el caso del peso colombiano, el comportamiento estuvo asociado principalmente con la evolución del precio del petróleo⁴⁸, aunque en menor medida que en los años anteriores, y con el comportamiento del dólar en el mundo (Gráfico 2.25). En el ámbito local también influyeron las preocupaciones sobre menores perspectivas de crecimiento del PIB.

Gráfico 2.25
Tasa de cambio nominal y precio internacional del petróleo



Fuente: Bloomberg.

En comparación con las monedas de los principales socios comerciales (según el ITCN), durante el primer trimestre de 2017 el peso colombiano se fortaleció frente al cierre de 2016, cuando la tasa de cambio del país se situó por encima de los COP 3.000 por dólar. Luego, se observó una tendencia a la depreciación que perduró hasta julio, cuando de nuevo se superó la barrera de los COP 3.000 por

⁴⁶ 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 corresponde a los principales socios comerciales de los Estados Unidos en combinación con aquellas con mayor liquidez (de acuerdo con la encuesta trianual del BPI).

⁴⁷ De acuerdo con el *FXJPEMCI index*, que incluye las monedas de Brasil, Rusia, China, México, Suráfrica, Corea del Sur, Chile, Israel, Taiwán, Perú, Turquía, India, Argentina, Malasia, Colombia, Hungría, Indonesia, Egipto, Tailandia, República Checa, Filipinas, Marruecos, Pakistán, Jordania y Polonia.

⁴⁸ Entre el 1 de enero de 2016 y el 7 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%.

dólar. Aunque con algo de volatilidad, la tasa de cambio se mantuvo cerca de los COP 2.970 por dólar en promedio entre agosto y diciembre de 2017. Con ello, como se mencionó, el peso colombiano registró una apreciación de 0,6% al comparar diciembre de 2016 con el de 2017. En términos de los promedios anuales, la apreciación de 2017 fue de 3,4%. En lo corrido de 2018 este fenómeno continuó sopor-tado por la dinámica del precio del petróleo.

Si se descuentan las variaciones de los precios en Colombia y en los demás países (índice de tasa de cambio real, ITCR), el peso también se fortaleció frente al conjunto de los principales socios comerciales del país (ITCR-IPC e ITCR-IPP; Gráfico 2.26). Esto se observa con mayor intensidad en los primeros meses de 2018, lo que está muy relacionado con el comportamiento del precio del petróleo. Algo similar se aprecia si se compara el poder de compra del peso colombiano frente a sus competidores en los Estados Unidos en

los mercados de café, banano, flores y textiles (ITCR-IPC e ITCR-C). Al tomar los promedios anuales, los comportamientos de los indicadores son dispares y dependen del deflactor; mientras que ITCR-IPC e ITCR-C muestran una apreciación real, el ITCR-IPP reporta una depreciación real. En los primeros dos meses de 2018 lo anterior se acentuó en cada una de las metodologías mencionadas.

En lo corrido de 2018 el dólar estadounidense se ha debilitado frente a sus principales cruces y frente a las monedas de países emergentes, principalmente durante enero, influenciado por menores brechas de crecimiento en los Estados Unidos, en comparación con la zona del euro y Japón, las perspectivas sobre política monetaria en las principales economías desarrolladas y algunos comentarios por parte de funcionarios del Gobierno de los Estados Unidos, quienes habrían insinuado que un dólar débil es favorable para su economía.

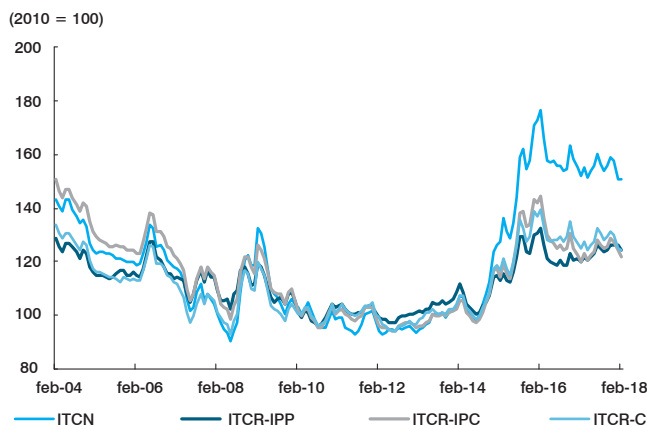
2.5.4 Indicadores de reservas internacionales

El Banco de la República reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional para enfrentar salidas de capital, así como para mejorar la confianza en el país. 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 5 de junio de 2017 el FMI reafirmó el acuerdo de acceso a los recursos contingentes para Colombia, por un monto aproximado de USD11.350 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.

A fines de determinar si las reservas internacionales son suficientes para prevenir y enfrentar choques externos se utilizan varios indicadores, los cuales se describen a continuación

Gráfico 2.26

Índices de la tasa de cambio multilateral (nominal y real)



Nota: El ITCN muestra la evolución de la tasa de cambio nominal del peso colombiano frente al conjunto de las monedas de los principales socios comerciales. El ITCR-IPP y el ITCR-IPC comparan el poder adquisitivo del peso colombiano frente a nuestros principales socios comerciales, utilizando como deflactor el IPP y el IPC, respectivamente. 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.

(Cuadro 2.9). 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. 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 para 2017 registra niveles superiores al de Brasil, Chile y México, e inferiores con respecto al de Perú (Gráfico 2.27)⁴⁹.

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

⁴⁹ En el caso de Perú se excluye el encaje bancario del saldo de las reservas internacionales.

Cuadro 2.9
Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (pr)	2016 (pr)	2017 (proy)
Saldo								
Reservas internacionales netas (RIN) (millones de dólares) ^{a/}	28.452	32.300	37.467	43.633	47.323	46.731	46.675	47.629
Indicadores								
A. Indicadores de amortizaciones de deuda externa								
Amortizaciones de deuda externa (millones de dólares)	10.465	14.364	22.539	16.773	21.755	24.018	22.334	29.706
RIN/amortizaciones de deuda externa del año en curso	2,72	2,25	1,66	2,60	2,18	1,95	2,09	1,60
RIN/amortizaciones de deuda externa del siguiente año ^{b/}	1,98	1,43	2,23	2,01	1,97	2,09	1,57	1,91
B. Posición adecuada de liquidez externa								
RIN/(servicio de la deuda año corriente)	2,12	1,84	1,44	2,14	1,84	1,63	1,72	1,36
RIN/(servicio de la deuda año siguiente) ^{c/}	1,62	1,24	1,84	1,69	1,66	1,73	1,34	1,59
RIN/(amortizaciones de la deuda año corriente + déficit en cuenta corriente año corriente)	1,48	1,34	1,11	1,49	1,14	1,10	1,35	1,19
RIN/(amortizaciones de deuda año siguiente + déficit en cuenta corriente año siguiente) ^{d/}	1,18	0,95	1,28	1,05	1,11	1,36	1,16	1,36
C. Otros indicadores de reservas internacionales								
RIN como meses de importaciones de bienes	8,9	7,4	7,9	9,2	9,2	10,8	13,0	12,9
RIN como meses de importaciones totales	7,1	6,1	6,5	7,4	7,6	8,7	10,3	10,1
RIN/M3 (porcentaje)	25,7	24,1	22,1	24,7	30,2	35,5	31,7	29,6
RIN/PIB (porcentaje)	9,9	9,6	10,1	11,5	12,5	16,0	16,7	15,4

(pr): preliminar.

(proy): proyectado.

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

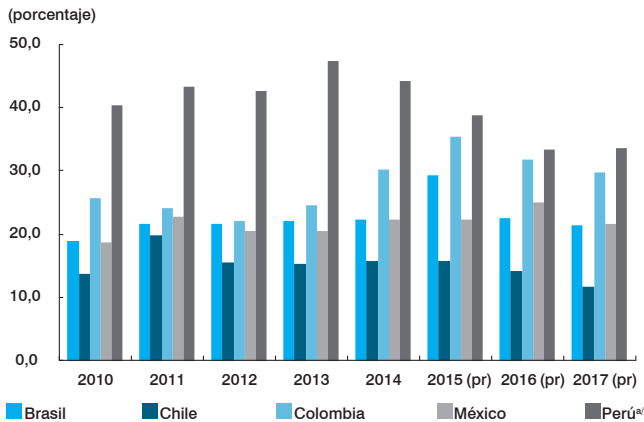
b/ Las amortizaciones del año siguiente corresponden a los pagos proyectados de la deuda externa en el cierre de la proyección de la balanza de pagos. Incluye el saldo de la deuda de corto plazo.

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

d/ El déficit en cuenta corriente del año siguiente corresponde a una proyección.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 2.27
Reservas internacionales netas/M3



(pr): preliminar.

a/ Se excluye el encaje bancario del saldo de reservas internacionales.

Fuentes: Bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización a febrero de 2018) y Banco de la República.

con el resto del mundo, en un escenario extremo donde se cierre completamente el acceso al financiamiento internacional. 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 2.28). Para Colombia, dichos indicadores registran valores en promedio por encima de uno⁵⁰ especialmente durante la última década.

Por su parte, el indicador de reservas a PIB se sitúa en niveles inferiores a los observados en el resto de países pares de la región⁵¹.

⁵⁰ 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.

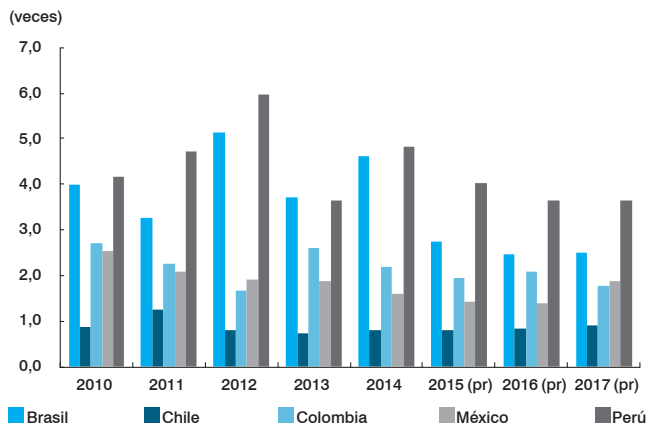
⁵¹ Por efectos de comparabilidad de este ejercicio, el PIB de los países analizados, incluyendo Colombia, corresponde al PIB convertido a dólares usando las tasas de paridad de poder adquisitivo del Banco Mundial.

En cuanto a las reservas medidas en meses de importaciones de bienes, estas muestran que para 2017 Colombia tenía una posición relativa inferior solo con respecto a Brasil, y mayor o similar frente a las demás economías analizadas (Gráfico 2.29).

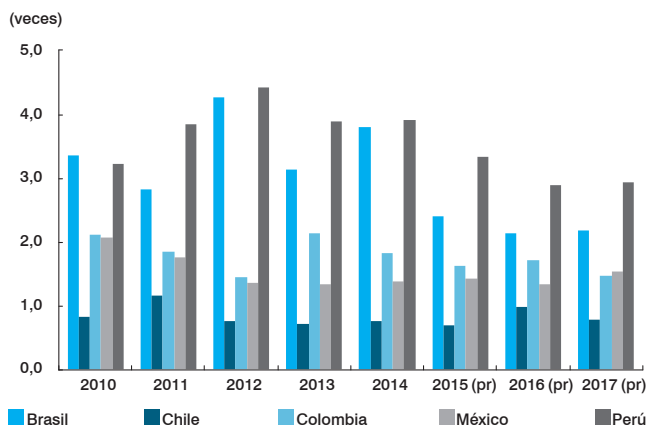
En el Cuadro 2.9 se muestran los resultados para Colombia de diversos indicadores

Gráfico 2.28
Indicadores de posición adecuada de liquidez externa

A. Reservas internacionales netas/amortizaciones del año corriente



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



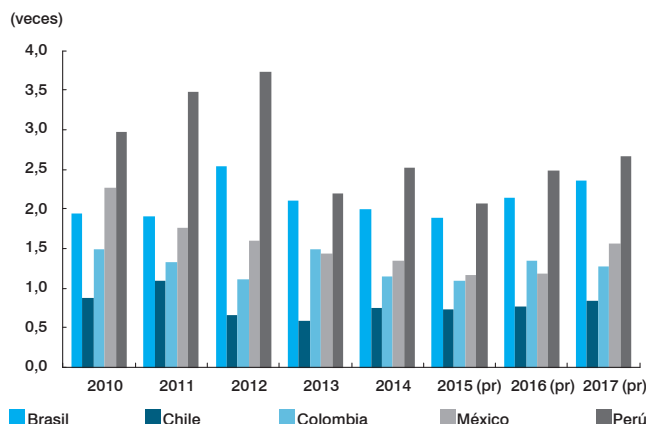
(pr): preliminar.

Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización a febrero de 2018) y Banco de la República.

Gráfico 2.28

Indicadores de posición adecuada de liquidez externa

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



(pr): preliminar.

Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización a febrero de 2018) y Banco de la República.

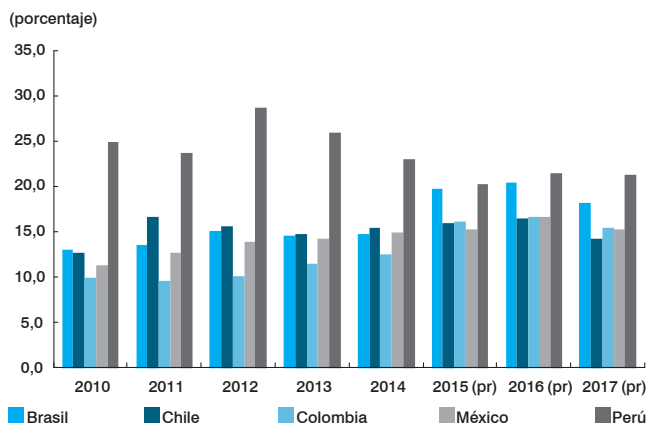
entre 2010 y 2017. En el caso de la relación de reservas netas a M3, se evidencia una mejora del indicador hasta el año 2015, con una ligera disminución en los dos años siguientes. El resultado a 2015 estuvo asociado con la compra de reservas por parte del Banco ejecutada hasta diciembre de 2014, con la desaceleración de la tasa de crecimiento del agregado monetario desde mediados de 2013 y con el efecto de la depreciación 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. Para 2017 se observa una tasa de crecimiento del M3 en dólares (7,3%) mayor a la de las reservas (2,0%), razón por la cual se reduce el valor del indicador.

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 re-

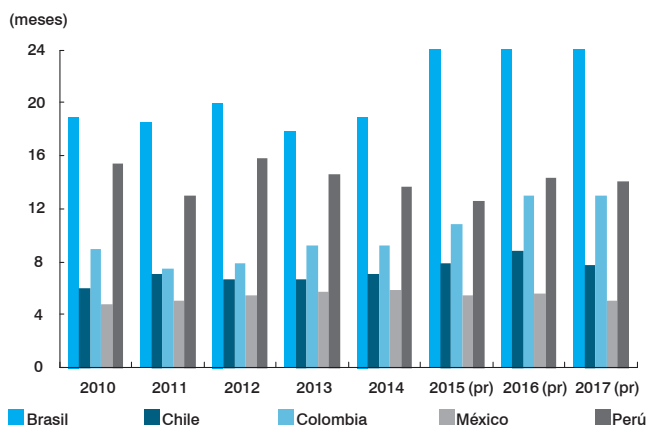
Gráfico 2.29

Otros indicadores de reservas internacionales

A. Reservas internacionales netas/PIB



B. Reservas internacionales netas como meses de importaciones de bienes



(pr): preliminar.

Nota: el PIB de los países analizados corresponde al PIB convertido a dólares usando las tasas de paridad de poder adquisitivo del Banco Mundial.

Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización a febrero de 2018) y Banco de la República.

servas internacionales ante un cambio abrupto de la balanza comercial. Este indicador se estima en 10,1 meses para 2017, superior al promedio desde el año 2000 de 7,6 meses. Al calcular el indicador para las importaciones de bienes, este asciende a 12,9 meses.

Recuadro 1

Impacto de la reducción de los términos de intercambio sobre la inversión

Los choques a los precios de los productos básicos y su impacto sobre los términos de intercambio (TI) son un factor relevante de incertidumbre sobre los ciclos económicos en los países exportadores de los mismos, particularmente cuando se trata de productos provenientes de actividades extractivas como minería y petróleo. La literatura internacional sobre el tema es abundante y, entre otros aspectos, analiza los canales por los cuales se transmiten los choques a los TI y los procesos de ajuste tanto internos como externos. El caso colombiano despierta interés, y con frecuencia se incluye dentro de la muestra de países para los cuales se estudia este fenómeno —para trabajos recientes véase Aslam *et al.* (2016); Roch (2017); Adler *et al.* (2017); Grigoli *et al.* (2017); Fornero (2016)—.

En entregas recientes de este *Informe* se incluyeron cuadros que examinaron los siguientes temas: 1) los canales de influencia del choque petrolero sobre la economía colombiana (marzo, 2015); 2) la comparación con las economías de Chile y Perú, afectadas por choques similares (julio de 2016), y 3) el proceso de ajuste de la economía colombiana al choque petrolero (julio de 2017). Acorde con la literatura internacional, estos cuadros y el análisis macro de los informes recientes coincidieron en señalar que ciertas características de la economía colombiana como la flexibilidad cambiaria, la regla fiscal, la solidez del sistema financiero y el alto nivel de reservas internacionales, contribuyeron a amortiguar los efectos del choque a los TI. La respuesta de política monetaria igualmente desempeñó un papel fundamental en este proceso. Es así como al iniciar 2018 el déficit de la cuenta corriente ha retornado a un nivel similar al que existía antes del choque; la inflación se aproxima a la meta y la actividad económica empieza a repuntar.

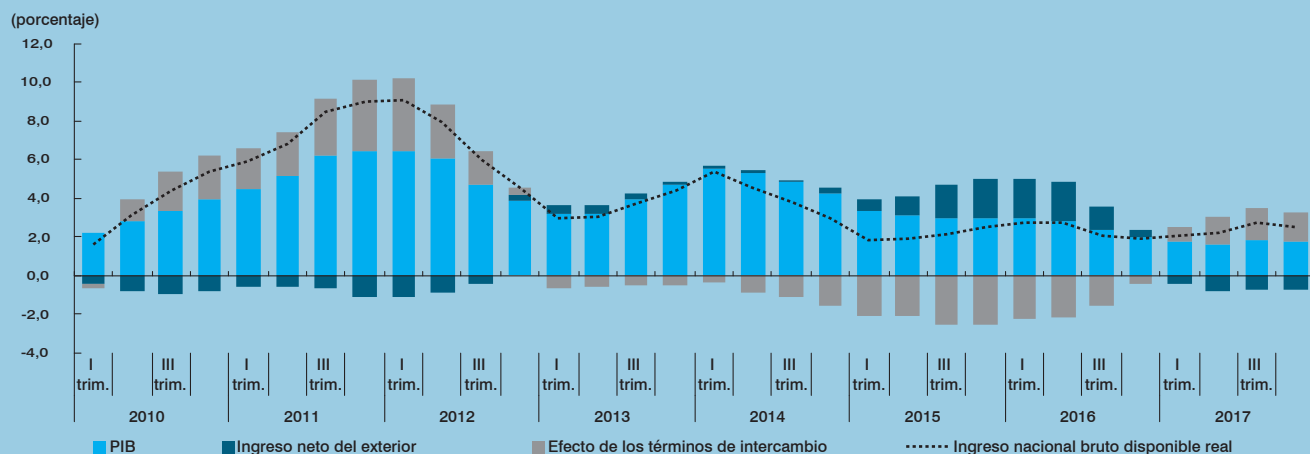
Sin embargo, otras consecuencias más persistentes del choque a los TI aún no se han superado. Una de las más notorias es la desace-

leración de la inversión, que ha sido particularmente fuerte cuando se compara con su desempeño durante el período de TI favorables, los cuales contribuyeron a reducir la prima de riesgo país, relajaron las restricciones al endeudamiento externo y atrajeron elevados volúmenes de inversión extranjera directa.

El análisis del comportamiento de la inversión permite obtener una perspectiva de los efectos de mediano plazo del choque a los TI. Un estudio reciente elaborado por investigadores del Fondo Monetario Internacional (FMI) (Aslam *et al.*, 2016) muestra que la respuesta de la inversión y su efecto sobre el acervo de capital ante las variaciones en los TI es el principal canal que influye sobre el crecimiento potencial del PIB, siendo esta última una variable que es central para la toma de decisiones de política monetaria (Williams, 2017). Una menor expansión del PIB potencial implica un menor crecimiento del producto per cápita hacia futuro, el cual no podría ser aliviado solo con políticas contracíclicas.

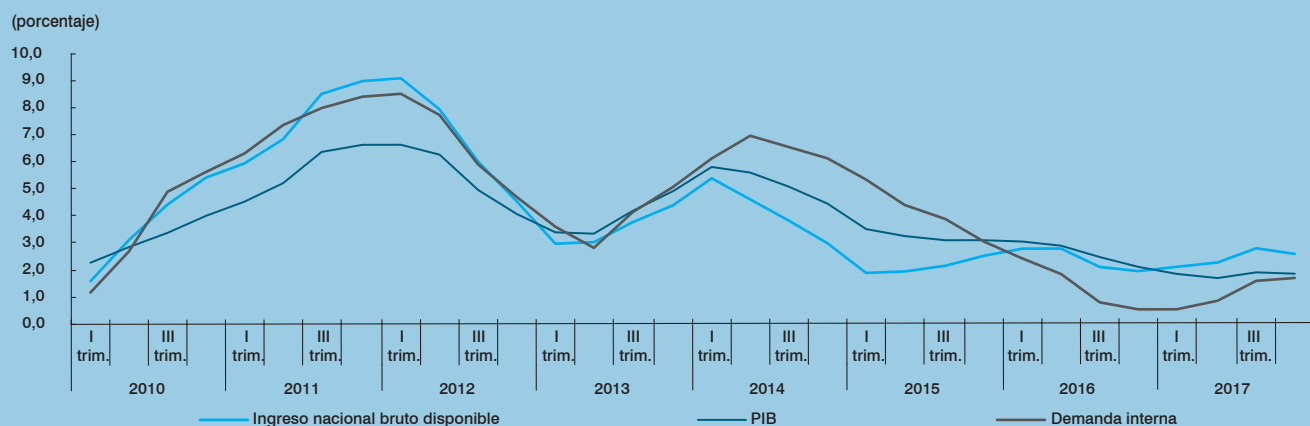
Existen diferentes mecanismos por medio de los cuales un choque a los TI impacta la inversión. En primer lugar, los efectos de este choque se han extendido a la inversión agregada, como consecuencia del ajuste generalizado de la demanda interna, en respuesta a la desaceleración del ingreso nacional disponible por cuenta de la reducción en los TI (gráficos R1.1 y R1.2). A lo anterior se suman las menores expectativas de crecimiento económico (Gráfico R1.3), en parte, explicadas por la persistencia del choque, factor que la literatura ha encontrado relevante para determinar las implicaciones de este tipo de perturbaciones externas sobre la economía (Kent y Cashin, 2003; Andrews y Rees, 2009). Adicionalmente, la reducción de los TI también incide sobre la inversión pública (Bems y Li, 2015). Como se detalla más adelante, la disminución de los ingresos fiscales asociados con el petróleo limita la capacidad de realizar inversiones por parte del sector público.

Gráfico R1.1
Contribución por componentes a la variación anual del ingreso nacional bruto disponible
(acumulado a cuatro trimestres)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R1.2
Ingreso nacional bruto disponible, demanda interna y PIB, acumulado a cuatro trimestres
(variación anual)



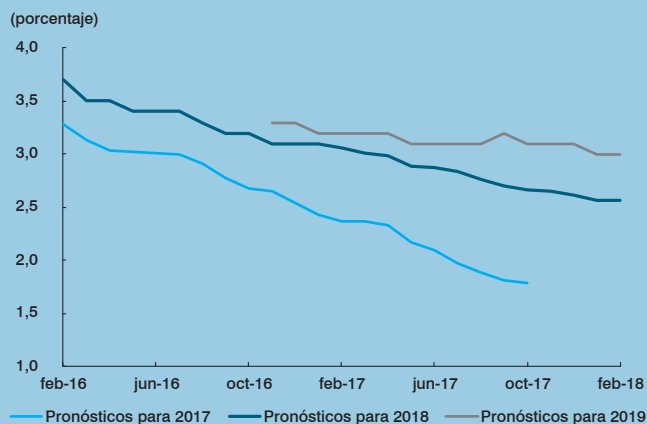
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En segundo lugar, las empresas que obtienen recursos de las actividades mineras y petroleras se han visto directamente afectadas. Los menores ingresos y utilidades de estas firmas redujeron su capacidad de generar recursos propios, lo que, aunado a la reducción de la rentabilidad de los proyectos, llevó a una dis-

minución de su inversión y la de sus casas matrices en estas actividades extractivas (Gráfico R1.4). La relación directa entre la inversión en el sector minero y los precios internacionales de estas materias primas, también se ha observado en otros países, tales como Australia, Canadá, Chile, Perú y Sudáfrica (Fornero *et al.*, 2016).

Gráfico R1.3

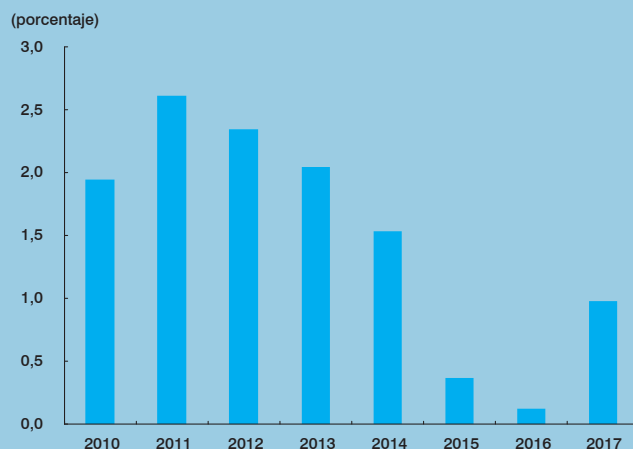
Consenso del pronóstico del crecimiento real del PIB de Colombia por parte de los analistas (variación anual)



Fuente: Focus Economics.

Gráfico R1.4

Utilidades de las empresas extranjeras de minería y petróleo, medición como porcentaje del PIB



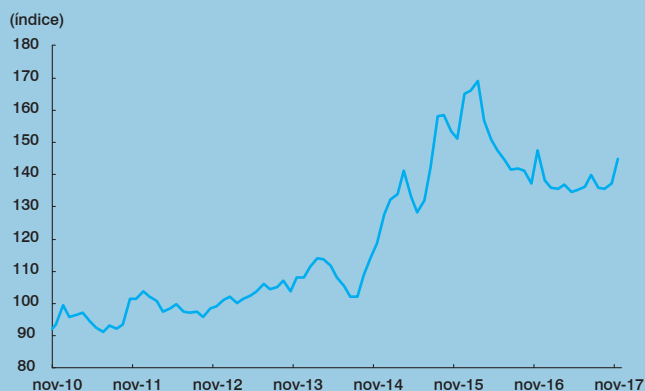
Fuente: Banco de la República.

Otro canal relevante ha sido la variación de los precios relativos asociada con la depreciación de la moneda. En general, diferentes estudios han mostrado que la flexibilidad cambiaria permite absorber en mejor medida los choques de los TI (Broda, 2004). En relación con la inversión, este canal tiene un efecto positivo en el mediano plazo en la medida en que genera incentivos para realizar inversiones por parte de los sectores de la economía que producen y exportan bienes y servicios transables. No obstante, en el corto plazo la depreciación encarece la inversión, debido al incremento de los costos expresados en moneda local del financiamiento externo y de la importación de bienes de capital (gráficos R1.5 y R1.6).

Por su parte, la desaceleración de la economía, en este caso relacionada con la disminución de los TI, tiene implicaciones sobre el ciclo del crédito y el acceso al financiamiento por parte de las firmas para realizar sus programas de inversión (Lown y Morgan, 2006). En efecto, se observa que los bancos incrementaron las exigencias para otorgar créditos comerciales desde 2014, y que para el agregado durante 2017 estas exigencias fueron similares a las observadas en el promedio de 2009 (Gráfico

Gráfico R1.5

Índice de precios de las importaciones en pesos (base 2005 = 100)

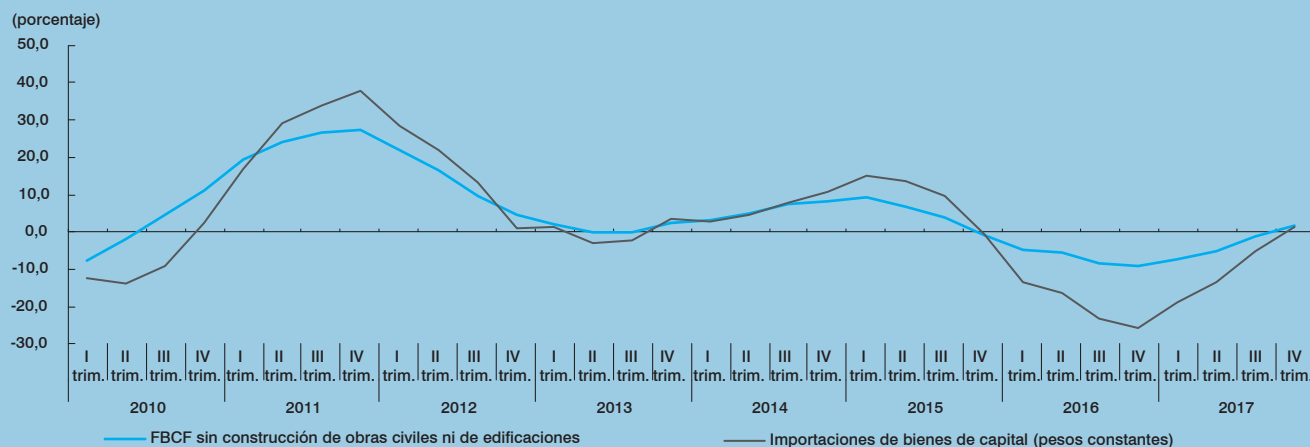


Fuente: Banco de la República.

R1.7). A su vez, la tasa de interés para este tipo de créditos se incrementó temporalmente luego del choque a los TI, aunque ha venido disminuyendo de acuerdo con la reducción de la tasa de interés de intervención del Banco de la República. De igual forma, la prima de riesgo de los países tiende a incrementarse cuando se registra una reducción en los TI (Hamann *et al.*,

Gráfico R1.6

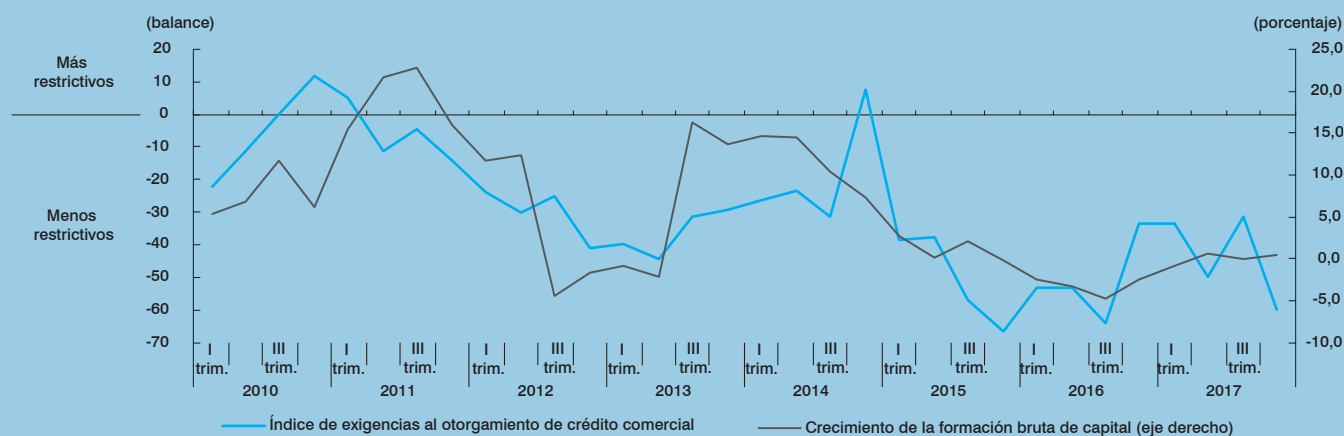
Importaciones de bienes de capital (en pesos constantes) y formación bruta de capital fijo, cuatro trimestres acumulados (variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R1.7

Cambio en las exigencias del otorgamiento de nuevos créditos comerciales e inversión (balance, variación anual)



Fuente: Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia, diciembre de 2017; cálculos del Banco de la República.

2015), lo que afecta el costo del financiamiento externo (Gráfico R1.8).

La conjunción de todos los factores mencionados se ha reflejado en un deterioro en los indicadores de la inversión en Colombia. La formación bruta de capital (FBC) en términos

reales registró una tasa de variación promedio entre 2015 y 2017 del -0,7%, luego de registrar un promedio de crecimiento de 10,3% entre 2011 y 2014 (Cuadro R1.1). El desempeño menos favorable de la FBC resultó en una caída de la tasa de inversión real, medida como el

Gráfico R1.8
Credit default swaps a 5 años



Fuente: Bloomberg.

cociente entre FBC y el PIB en pesos a precios constantes de 2005. Este indicador tocó máximos históricos en junio de 2014, meses previos al choque a los TI, cuando la inversión llegó a representar el 30,1% del PIB. Tras casi tres años de ajuste, el impacto de la reducción de los TI se tradujo en una caída de cerca de 3 puntos porcentuales (pp) en la tasa de inversión en un

contexto de desaceleración del PIB. Una caída de similar magnitud también se dio para la tasa de inversión nominal (gráficos R1.9 y R1.10). Este indicador también se redujo en países de la región afectados por el choque a los TI (Gráfico R1.11), los cuales no han presentado una recuperación a los niveles observados previos a dicho choque.

En particular, la caída de la inversión entre 2015 y 2017 fue resultado de lo sucedido en los rubros de formación bruta de capital fijo (FBCF) en equipo de transporte, al igual que en maquinaria y equipo. Estos registraron ajustes significativos luego del choque a los TI, al ser componentes de la inversión en donde las importaciones tienen una alta participación. Estos retrocesos se tradujeron, a su vez, en una caída de la tasa de inversión real en bienes de capital transables¹, que disminuyó alrededor del 20% (Gráfico R1.12) entre el segundo trimestre de 2014 y el cuarto de 2017.

¹ Inversión relacionada con maquinaria y equipo, equipo de transporte, inventarios, bienes de capital para la agricultura y servicios asociados con el mejoramiento de bienes de capital.

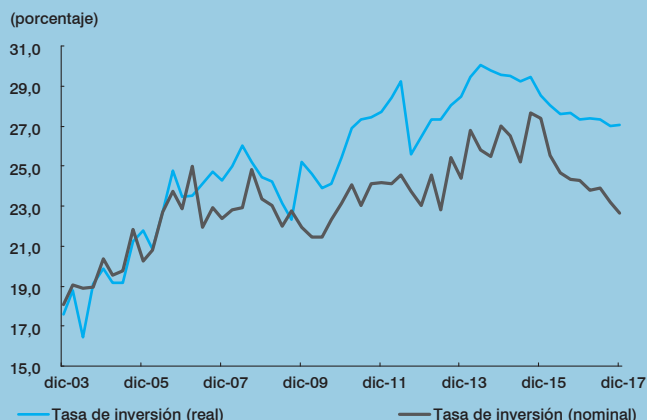
Cuadro R1.1
Crecimiento real anual de la inversión por tipo de gasto
(porcentaje)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017				2017
							I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	
Formación bruta de capital	18,9	4,3	6,3	11,6	1,2	(3,3)	(0,9)	0,7	0,0	0,5	0,1
Formación bruta de capital fijo	19,0	4,7	6,8	9,8	1,8	(2,7)	(1,7)	1,5	0,3	0,3	0,1
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	9,5	(12,9)	(5,4)	1,5	(0,7)	6,0	1,9	(4,9)	(2,2)	3,4	(0,5)
Maquinaria y equipo	23,2	13,3	0,2	7,6	(4,1)	(8,2)	(0,9)	4,3	6,7	4,5	3,6
Equipo de transporte	64,0	(9,6)	(1,7)	9,6	0,1	(31,3)	(3,6)	(2,1)	(0,2)	(13,1)	(5,0)
Construcción y edificaciones	5,2	5,1	11,1	7,7	2,6	6,4	(8,0)	(8,2)	(15,9)	(13,1)	(11,3)
Obras civiles	18,3	4,8	10,8	14,0	5,3	(0,4)	3,5	7,2	9,1	8,7	7,1
Servicios	7,4	7,2	4,1	10,2	2,8	(2,7)	(3,1)	1,4	0,9	4,2	0,8
PIB	6,6	4,0	4,9	4,4	3,1	2,0	1,5	1,7	2,3	1,6	1,8

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R1.9

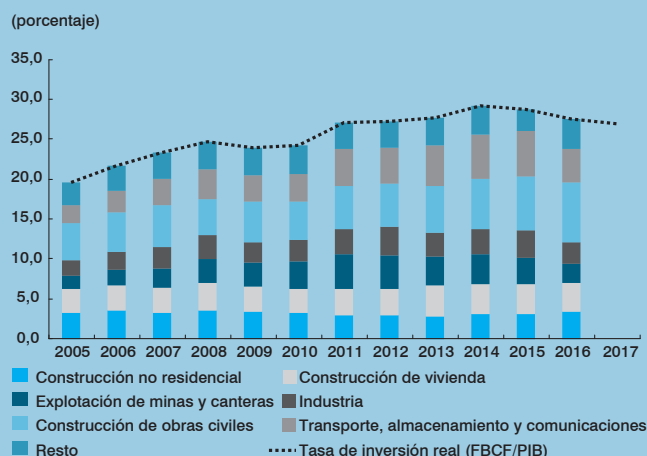
Tasas de inversión nominal y real en Colombia
(FBC/PIB, nominal y real, base 2005)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R1.10

Sectores productivos que realizan inversión en la economía colombiana: tasa de inversión real por sector (FBCF/PIB)

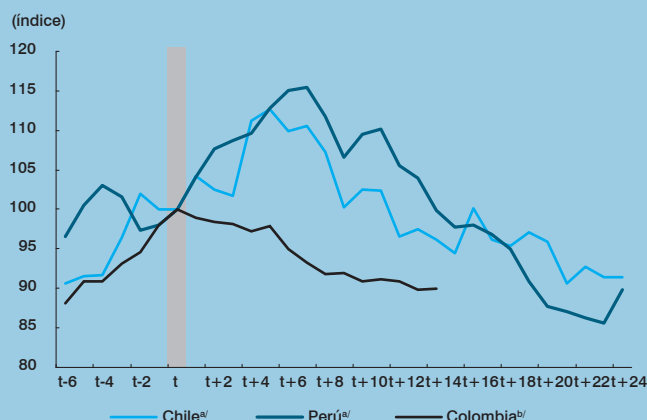


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En contraste, la FBCF en construcción de edificaciones mantuvo una variación positiva hasta 2016, en parte gracias a los programas de vivienda social impulsados por el GNC. No obstante, la información disponible para todo 2017 muestra una disminución de 11,3% en este rubro.

Gráfico R1.11

Tasas reales de inversión en Colombia, Chile y Perú (períodos después del choque a los TI)



a/ Base septiembre 2011 = 100.

b/ Base junio 2014 = 100.

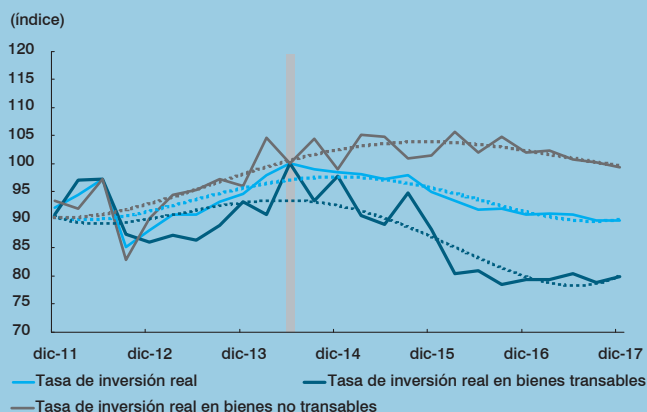
Fuentes: oficinas de estadísticas oficiales de cada país y DANE; cálculos del Banco de la República.

Por su parte, entre 2014 y 2017 la FBCF de obras civiles mostró un desempeño mejor que el agregado del PIB (Cuadro R1.1). En principio, a esto aportaron los avances en la ejecución de distintos proyectos de infraestructura y de vías terciarias por parte de los gobiernos regionales y locales. Esto último compensó la caída registrada en el renglón de obras civiles para la minería (Gráfico R1.13), lo que fue resultado del descenso en las actividades de exploración y explotación dados los bajos precios internacionales de los bienes básicos. De acuerdo con el indicador de inversión en obras civiles (IIOC) publicado por el DANE, mientras que el componente asociado con la minería cayó cerca del 20% entre 2014 y 2017, el resto registró una expansión alrededor del 40%, lo que contribuyó al crecimiento del agregado de la inversión en obras civiles. Así las cosas, la tasa de inversión en bienes de capital no transables (construcción de edificaciones y obras civiles) no registró reducciones para el período mencionado (Gráfico R1.12).

Con todo lo anterior, es relevante explicar con más detalle cómo ocurrió el ajuste de la

Gráfico R1.12

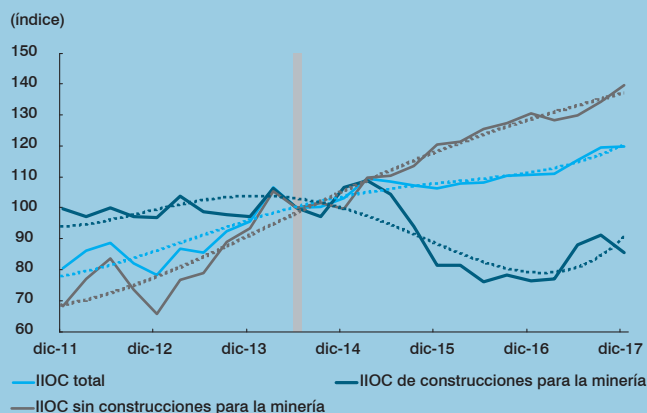
Ajuste de las tasas de inversión real en Colombia
(total, transable y no transable; base junio de 2014 = 100)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R1.13

Indicador de inversión en obras civiles (IIOC), ajustado por estacionalidad
(base junio de 2014 = 100)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

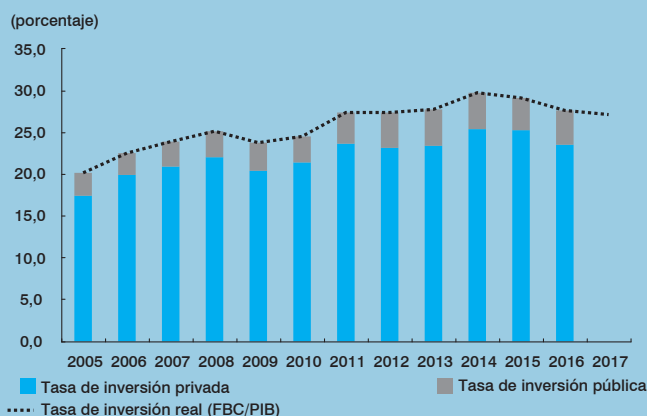
inversión en la economía colombiana². Por un lado, el análisis por agentes institucionales con cifras anuales disponibles hasta 2016 muestra

² Estimaciones del equipo técnico del Banco de la República con información de las cuentas nacionales anuales publicadas por el DANE.

que la reducción de la tasa de inversión fue particularmente notoria en el sector privado (hogares y firmas), mientras que el sector público (Gobierno e instituciones sin ánimo de lucro) tuvo menor participación en este ajuste. Estimaciones del equipo técnico del Banco de la República muestran que, en el primer caso, la tasa de inversión real pasó de 25,5% en 2014 a 23,6% en 2016, mientras que para el público la variación fue de 4,3% a 4,1% en el mismo período (Gráfico R1.14).

Gráfico R1.14

Tasa de inversión real (FBC/PIB) por sector institucional:
pública y privada



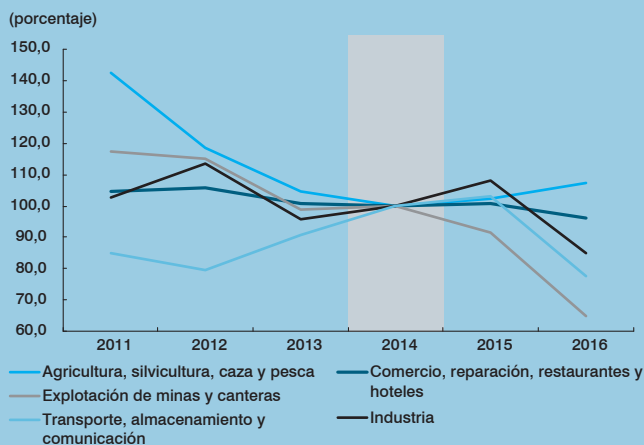
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por otro lado, al desagregar la información anual disponible hasta 2016 por los sectores económicos que realizaron la inversión, se observa que, como se preveía, el de minas y canteras fue el más afectado debido a la incidencia directa del choque de los TI sobre esta actividad económica (Gráfico R1.15). Los efectos de este choque también se observaron desde 2015 en los sectores de industria, transporte, almacenamiento y comunicaciones, y servicios sociales, comunales y empresariales (Gráfico R1.16).

Con respecto a la inversión realizada en el sector de construcción, tanto de obras civiles como de edificaciones, las estimaciones muestran cómo estas demoraron más tiempo en verse afectadas por la caída de los TI. Como

Gráfico R1.15

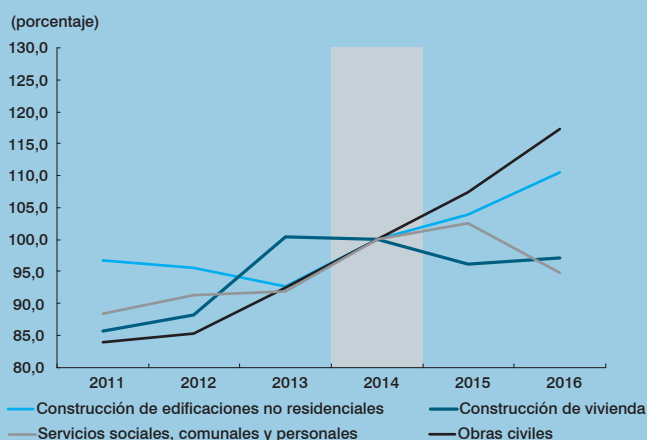
Ajuste de las tasas de inversión de sectores productores de bienes y servicios transables: tasa de inversión real por sector (FBCF/PIB, base 2014 = 100)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R1.16

Ajuste de las tasas de inversión de sectores productores de bienes y servicios no transables: tasa de inversión real por sector (FBCF/PIB, base 2014 = 100)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

ya se mencionó, la inversión realizada en estas actividades se vio estimulada por la asignación de recursos públicos asociados con el desarrollo de diferentes proyectos de infraestructura y con los programas de subsidios a la tasa de interés para la compra de vivienda.

La dinámica de la inversión descrita a lo largo de este recuadro ha reflejado en parte las características del choque a los TI registrado en la segunda mitad de 2014, el cual no fue anticipado, de magnitud considerable y persistente en el tiempo (Toro *et al.*, 2015). Esta perturbación externa se dio en un contexto de TI altos, lo cual implicó efectos sobre la inversión en magnitudes y dinámicas particulares. Para capturar esta última característica del choque se implementó un modelo no lineal de vectores autorregresivos por umbrales (TVAR), el cual permite diferenciar los efectos asimétricos sobre la inversión de la disminución de los TI cuando esta se da en escenario de TI altos o bajos.

El Gráfico R1.17 muestra las respuestas de las dinámicas del ingreso nacional disponible (panel A), la tasa de cambio real (panel B), la tasa de interés real (panel C), y de las tasas de inversión transable y no transable (paneles D y E) a una caída temporal a los TI³. Los resultados de este ejercicio sugieren que un choque negativo de los TI de naturaleza transitoria genera una reducción del ingreso nacional y una depreciación de la moneda, lo que, al tener en cuenta los canales descritos, produce una reducción de las tasas de inversión tanto transable como no transable. Esta respuesta es mucho más persistente cuando dicho choque ocurre en el momento en que los TI son altos que cuando sucede en un escenario de TI bajos. En el mismo contexto, la respuesta de la política monetaria inicialmente es contractiva para controlar los efectos del choque sobre la inflación, y luego ocurre una reducción de la tasa de interés real acorde con una postura de la política monetaria que busca impulsar el crecimiento de la economía.

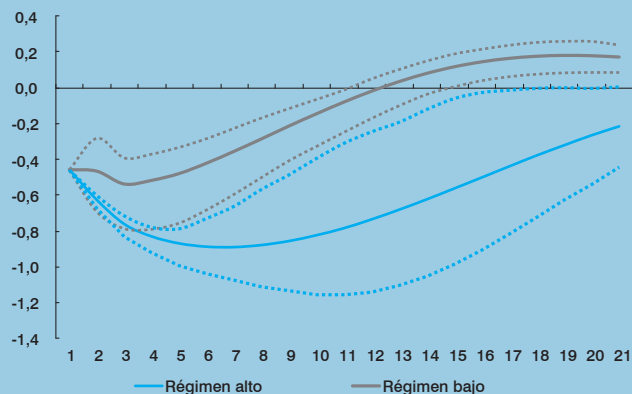
Cabe señalar que los resultados derivados del modelo no lineal de vectores autorregresivos reportan las dinámicas del ajuste de la economía ante un choque a los TI de naturaleza transitoria, y no permanente, como fue el caso observado desde mediados de 2014. Este, al ser más persistente en el tiempo, implicaría dinámicas de ajuste más lentas hacia futuro, y que las principales

³ Estas series se incluyeron descontando su tendencia. La muestra tiene datos trimestrales para el período 1996-2017.

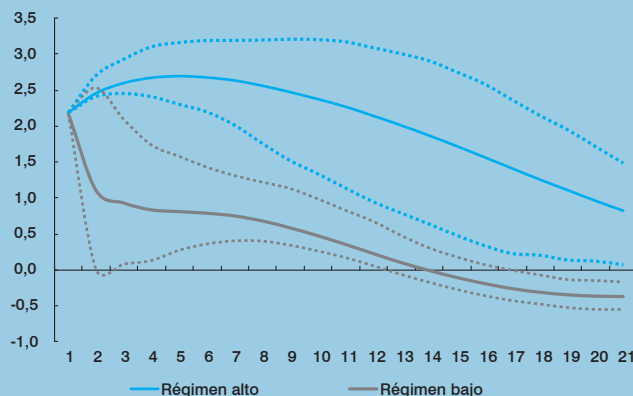
Gráfico R1.17

Impulsos-respuesta generalizados de cada variable frente a un choque negativo en los términos de intercambio

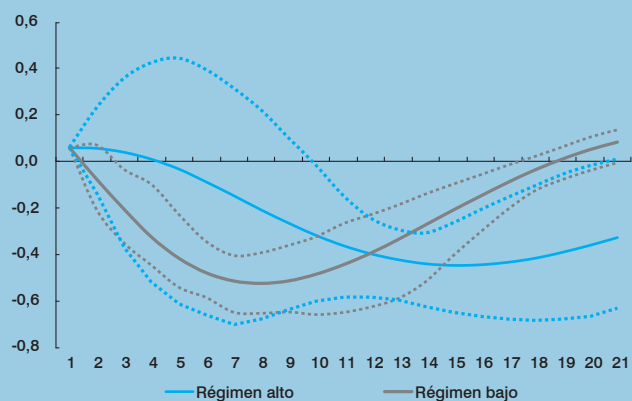
A. Respuesta del ingreso nacional bruto disponible



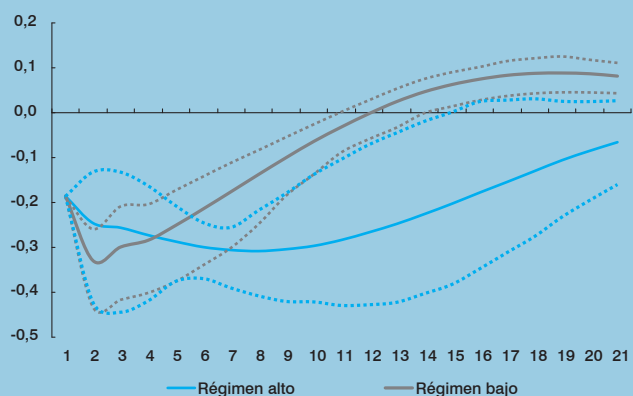
B. Respuesta de la tasa de cambio real



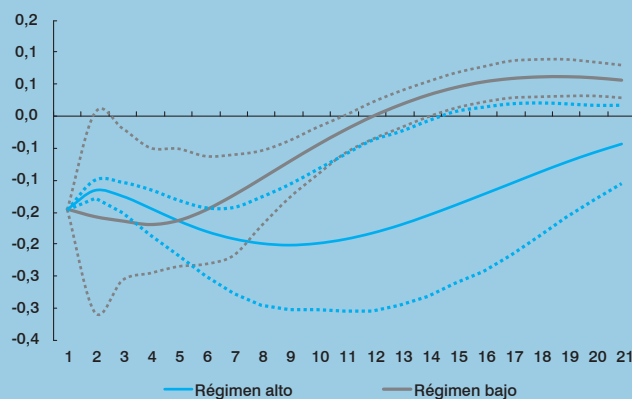
C. Respuesta de la tasa de interés real



D. Respuesta de la tasa de inversión en bienes de capital transables



E. Respuesta de la tasa de inversión en bienes de capital no transables



Fuente: cálculos del Banco de la República.

variables macroeconómicas podrían converger a niveles diferentes en el largo plazo.

Como se explicó en el capítulo 2 de este *Informe*, los resultados de crecimiento económico de 2017 sugieren que se habría dado el fin del proceso de ajuste de la economía al fuerte choque a los TI ocurrido en la segunda mitad de 2014. Asimismo, allí se presentan proyecciones que implican una recuperación del ritmo de crecimiento de la actividad económica en 2018, que si bien seguiría estando por debajo de su nivel potencial, marcaría un punto de inflexión frente a lo observado en años anteriores durante el choque.

La dinámica esperada para la FBC cumple un papel importante en dichos pronósticos. Por

un lado, la inversión en obras civiles contribuiría nuevamente a la expansión de la demanda interna, esto por un incremento de la ejecución de recursos en infraestructura por parte de los gobiernos regionales, un buen dinamismo de las actividades de exploración y explotación del sector minero, y un mayor aporte de las vías terciarias y 4G. Por otro, los renglones de maquinaria para la industria y de equipo de transporte reportarían aumentos en 2018. Esto sería resultado, en gran medida, de los beneficios tributarios a la inversión de la reforma tributaria, así como de la mayor acumulación de bienes de capital por parte de los sectores transables de la economía. Hacia futuro se espera que se consolide este escenario, y que las inversiones realizadas en estos períodos contribuyan a la recuperación del PIB potencial.

Referencias

- Adler, G.; Magud, N.; Werner, A. M. (2017). “Terms-of-Trade Cycles and External Adjustment”, núm. 17/29, *IMF Working Papers*, Fondo Monetario Internacional.
- Andrews, D.; Rees, D. (2009). “Macroeconomic Volatility and Terms of Trade Shocks”, RBA Research Discussion Papers, Reserve Bank of Australia.
- Aslam, A.; Beidas-Strom, S.; Bems, R.; Celasun, O.; Kılıç Çelik, S.; Koczan, Z. (2016). “Trading on Their Terms? Commodity Exporters in the Aftermath of the Commodity Boom”, núm. 16/27, *IMF Working Papers*, Fondo Monetario Internacional.
- Bems, R.; Li, B. (2015). “Commodity Booms and Public Investment”, Box 2.2. *World Economic Outlook*, Fondo Monetario Internacional.
- Broda, C. (2004). “Terms of trade and exchange rate regimes in developing countries”, *Journal of International Economics*, vol. 63, núm. 1, pp. 31-58, mayo.
- Cashin, P.; Kent, C. J. (2003). “The Response of the Current Account to Terms of Trade Shocks; Persistence Matters”, núm. 03/143, *IMF Working Papers*, Fondo Monetario Internacional.
- Fornero, J.; Kirchner, M.; Yany, A. (2016). “Terms of Trade Shocks and Investment in Commodity-Exporting Economies”, *Working Papers Central Bank of Chile*, Banco Central de Chile.
- Grigoli, F.; Herman, A.; Swiston, A. J. (2017). “A Crude Shock; Explaining the Impact of the 2014-16 Oil Price Decline Across Exporters”, núm. 17/160, *IMF Working Papers*, Fondo Monetario Internacional.
- 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, núm. 871.
- Lown, C.; Morgan, D. (2006). “The Credit Cycle and the Business Cycle: New Findings Using the Loan Officer Opinion Survey”, *Journal of Money, Credit and Banking*, núm. 38, issue 6, pp. 1575-1597.
- Roch, F. (2017). “The Adjustment to Commodity Price Shocks in Chile, Colombia, and Peru”, núm. 17/208, *IMF Working Papers*, Fondo Monetario Internacional.
- Toro, J.; Garavito, A.; López, D.; Montes, E. (2015). “El choque petrolero y sus implicaciones en la economía colombiana”, Borradores de Economía, Banco de la República de Colombia, núm. 906.
- Williams, J. (2017). “The Perennial Problem of Predicting Potential”, *FRBSF Economic Letter*, issue, núm. 32.

Recuadro 2

Coyuntura del sector agropecuario colombiano

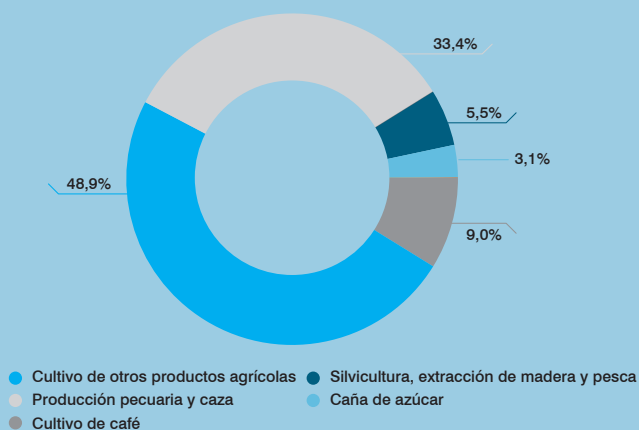
En 2017 el sector agropecuario representó el 6,3% del producto interno bruto (PIB) nacional. Los ciclos de crecimiento y contracción del PIB del sector están, en gran medida, determinados por el comportamiento de la producción de café, la cual aporta un 9% del valor total del agregado agropecuario. La producción de caña de azúcar tiene una participación de 3%¹, mientras que el resto de la actividad agrícola tiene una participación del 49% y ha presentado un crecimiento promedio de 2,6% desde el año 2000. Se destaca su dinamismo en 2017, cuando alcanzó un incremento anual de 8,1%. Por su parte, la actividad pecuaria aporta un 33% a la producción total del sector; se ha expandido al 2,5% en promedio desde el año 2000 y en 2017 lo hizo al 4,1% (gráficos R2.1 y R2.2).

Subsector agrícola

El crecimiento reciente de la producción agrícola puede ser el resultado de aumentos en el área sembrada o de incrementos en la productividad de los cultivos. Asimismo, la manera como los nuevos volúmenes de producción son comercializados en mercados nacionales e internacionales es un determinante fundamental de su rentabilidad y de la sostenibilidad de su expansión en el largo plazo. A continuación se muestra el comportamiento reciente tanto del área sembrada y de los rendimientos de los cultivos, así como de la participación de la producción agrícola proveniente de las diferentes regiones del país en los mercados internos y externos.

El 32,5% del área sembrada con cultivos permanentes en Colombia se concentra en la

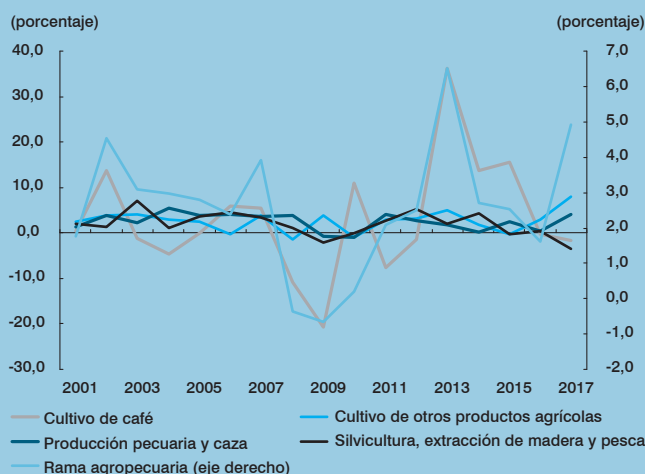
Gráfico R2.1
Participación de las distintas subramas en la producción agropecuaria, 2016^{a/}



a/ Valores provisionales para 2016.

Fuente: DANE (balances oferta - utilización de productos, clasificación a seis dígitos); cálculos del Banco de la República.

Gráfico R2.2
Crecimiento anual del PIB agropecuario real y sus componentes (series desestacionalizadas)



¹ Solamente incluye la producción de caña de azúcar. No incluye el valor de la producción de azúcar refinada.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

región Central², seguida por la Oriental, con un 28,2%, y la Pacífica, con 21,8%. Desde 2015 se observa un incremento sostenido en el área sembrada con cultivos permanentes en todas las regiones del país. Las regiones Atlántica, Oriental y otros departamentos presentan las mayores tasas de expansión entre 2015 y 2017. En la región Atlántica este crecimiento estuvo impulsado por una expansión en el área con palma de aceite en 2016 y con frutales en 2017. En la región Oriental se destaca el aumento en el área sembrada con plátano, caña de azúcar y caucho, y en otros departamentos sobresale el área sembrada con palma de aceite (en Casanare y Vichada) y cacao (en Arauca y Vichada) (Cuadro R2.1)³.

Para el total nacional se observa una expansión en el área sembrada con frutales y cacao que, pese a tener una participación relativamente baja en el área total en cultivos permanentes, presentó altas tasas de crecimiento en todas las regiones. En 2017 el área sembrada con estos productos creció 7,6%. Este comportamiento fue impulsado principalmente por la expansión en el área con aguacate, piña, mango y pasifloras. Se destaca especialmente el crecimiento sostenido del área sembrada con aguacate y piña desde 2010.

Las regiones Atlántica y Oriental concentran el 52% del área sembrada con cultivos transitorios en el país. Al igual que ocurre con los cultivos permanentes, en 2017 el área sembrada en cultivos transitorios aumenta en todas las regiones y para la mayoría de cultivos. Se destaca la expansión del área sembrada en otros

cereales diferentes al arroz y en hortalizas, legumbres y tubérculos en todas las regiones del país (Cuadro R2.2).

Durante el primer y segundo semestre de 2015 se observa una disminución en el área con cultivos transitorios en la región Atlántica. Es posible que este comportamiento capture una reacción anticipada de los agricultores a los efectos negativos del fenómeno de El Niño sobre los rendimientos de los cultivos. En 2016 el área sembrada en la región se recupera y alcanza niveles superiores a los de 2014. Esto es impulsado por un crecimiento en el área del 51,1% con cultivos de arroz y del 21,1% con hortalizas, legumbres y tubérculos (Cuadro R2.2).

Los incrementos en los volúmenes de producción, derivados de la expansión en el área sembrada, se ven reflejados en mayores volúmenes de abastecimiento de cultivos transitorios en los principales mercados nacionales⁴, y en mayores niveles de exportación de algunos productos agrícolas. La región Oriental fue la que más aportó al crecimiento del volumen de abastecimiento total de productos agrícolas entre el primer semestre de 2016 y el primero de 2017, con un crecimiento del 22,1% y una participación en los volúmenes totales de abastecimiento del 52%. Por otro lado, los tubérculos y plátanos son el tipo de cultivo que más aumentó su oferta en los mercados mayoristas entre el primer semestre de 2016 y el primero de 2017, con un crecimiento anual del 25,3%. Se observa, también, un incremento importante en el volumen de abastecimiento de verduras y hortalizas entre mayo y septiembre de 2016. Sin embargo, esta tendencia se revierte en el último trimestre de 2016 (Gráfico R2.3, paneles A y B).

² Para el análisis que se presenta a continuación se clasificaron los departamentos en las siguientes regiones: Atlántica: Atlántico, Bolívar, Cesar, Córdoba, La Guajira, Magdalena y Sucre. Oriental: Boyacá, Cundinamarca, Meta, Norte de Santander y Santander. Central: Antioquia, Caldas, Caquetá, Huila, Quindío, Risaralda y Tolima. Pacífica: Cauca, Chocó, Nariño y Valle del Cauca. Otros departamentos: Amazonas, Arauca, Casanare, Guainía, Guaviare, Putumayo, San Andrés y Providencia, Vaupés y Vichada.

³ El análisis de área sembrada y de producción que se presenta en este recuadro utiliza como fuente primaria los resultados de las evaluaciones agropecuarias municipales (EVA), las cuales recopilan información por consenso proveniente de unidades de asistencia técnica agropecuaria (Umata), agremiaciones y otros actores importantes en los municipios.

⁴ Entre los mercados mayoristas se incluyen: Mercar (Armenia), Barranquillita y Granabastos (Barranquilla), Corabastos, Paloquemao, Las Flores y Samper Mendoza (Bogotá), Centroabasto (Bucaramanga), Cavasa y Santa Helena (Cali), Bazurto (Cartagena), La Nueva Sexta (Cúcuta), Centro de Acopio (Ipiques), CMA, Plaza Minorista José María Villa (Medellín), Surabastos (Medellín), Mercasa (Pereira), Complejo de Servicios del Sur (Tunja), CAV (Villavicencio).

Cuadro R2.1
Participación y crecimiento del área sembrada en cultivos permanentes por grupo de cultivo y región
(porcentaje)

Región	Grupo de cultivo	Participación, 2017	Crecimiento ^{a/} (variación anual)		
			2015	2016	2017
Atlántica	Total	11,6	0,9	7,1	4,3
	Palma de aceite	5,6	2,6	11,0	2,4
	Cacao	0,7	3,7	2,4	5,1
	Café	1,7	(4,8)	0,5	0,5
	Frutales ^{b/}	1,8	3,8	2,9	7,9
	Otros permanentes ^{c/}	1,9	(1,5)	8,1	10,0
Oriental	Total	28,2	5,5	5,1	4,4
	Palma de aceite	10,5	11,4	2,0	3,7
	Cacao	2,7	2,2	6,2	6,2
	Café	3,7	(0,3)	(1,4)	0,5
	Frutales ^{b/}	4,4	10,4	9,8	6,8
	Otros permanentes ^{c/}	6,9	(1,3)	11,2	5,4
Central	Total	32,5	0,8	0,5	2,8
	Palma de aceite	0,1	8,7	(0,9)	(0,1)
	Cacao	1,6	3,3	5,4	8,4
	Café	16,0	(0,9)	(1,6)	0,5
	Frutales ^{b/}	5,3	6,3	5,6	7,6
	Otros permanentes ^{c/}	9,5	0,6	0,7	3,1
Pacífica	Total	21,8	0,8	3,5	3,6
	Palma de aceite	0,7	5,8	8,9	14,9
	Cacao	1,0	10,4	(4,8)	10,9
	Café	5,8	0,3	0,8	0,5
	Frutales ^{b/}	2,5	0,9	9,9	6,1
	Otros permanentes ^{c/}	11,9	0,0	4,1	3,5
Otros departamentos ^{d/}	Total	5,9	5,0	12,7	5,8
	Palma de aceite	2,6	2,3	13,7	(0,1)
	Cacao	0,9	12,2	34,3	7,3
	Café	0,1	(1,5)	(4,8)	0,5
	Frutales ^{b/}	0,4	19,3	11,6	28,6
	Otros permanentes	1,8	4,7	4,3	10,0

a/ Los valores representan el crecimiento del área total sembrada en un año con respecto al año anterior.

b/ Incluye los siguientes cultivos: agraz, aguacate, aguaje, algarrobo, anón, arándano, arazá, asái, bacuri, badea, bananito, banano, borojó, brevo, caducifolios, caimo, chamba, chirimoya, cholupa, chontaduro, ciruela, cítricos, coco, cocona, copoazú, corozo, curuba, dátil, durazno, feijoa, frambuesa, fresa, granadilla, guama, guanábana, guayaba, gulupa, higo, lima, limón, lulo, macadamia, mamey, mamoncillo, mandarina, mango, mangostino, manzana, maracuyá, marañón, mora, naranja, nispero, noni, papaya, papayuela, pepa de pan, pera, piña, pitahaya, pomarrosa, pomelo, rambután, tamarindo, tangelo, tomate de árbol, toronja, uchuva, umarí, uva, uva caimarona, zapote.

c/ Plátano, caña azucarera, caña miel, fique, morera, palma amarga, caña flecha, champiñón, esparto, higuera, iraca, jatropha, mimbre, orellana, sachá inchi.

d/ Corresponde a Amazonas, Arauca, Casanare, Guainía, Guaviare, Putumayo, San Andrés y Providencia, Vaupés y Vichada.

Fuente: Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural (EVA); cálculos del Banco de la República.

Cuadro R2.2
Participación y crecimiento del área sembrada en cultivos transitorios por grupo de cultivo
(porcentaje)

Región	Grupo de cultivos	Participación, 2017	Crecimiento ^{a/} (variación anual)				
			2015		2016		2017
			I sem.	II sem.	I sem.	II sem.	I sem.
Atlántica	Total	25,0	(9,0)	(10,9)	17,6	12,1	13,6
	Arroz	8,0	(3,1)	10,3	51,1	20,3	(1,5)
	Otros cereales ^{b/}	14,0	(10,6)	(19,3)	3,5	17,3	17,8
	Hortalizas, legumbres y tubérculos ^{c/}	2,0	(10,0)	1,0	21,1	30,0	48,9
	Otros transitorios ^{d/}	1,0	(18,3)	(8,8)	2,4	(40,0)	37,3
Oriental	Total	27,0	9,5	6,2	19,5	19,1	9,0
	Arroz	8,0	38,6	55,9	27,8	16,2	8,0
	Otros cereales ^{b/}	7,0	10,1	2,8	42,3	29,7	5,5
	Hortalizas, legumbres y tubérculos ^{c/}	12,0	(1,4)	(2,3)	5,1	15,9	12,5
	Otros transitorios ^{d/}	1,0	(10,6)	99,7	(0,1)	8,4	(0,3)
Central	Total	19,0	(0,1)	(2,5)	5,3	8,2	1,3
	Arroz	8,0	14,7	6,1	5,3	8,3	0,9
	Otros cereales ^{b/}	6,0	(8,2)	(8,1)	12,4	4,7	3,2
	Hortalizas, legumbres y tubérculos ^{c/}	4,0	(7,0)	(8,2)	2,5	13,5	0,8
	Otros transitorios ^{d/}	0,0	(17,0)	7,1	(35,5)	(6,5)	(12,7)
Pacífica	Total	10,0	20,6	15,4	0,7	2,5	12,1
	Arroz	2,0	33,4	47,1	1,6	(4,3)	2,4
	Otros cereales ^{b/}	4,0	13,0	4,1	3,0	7,7	12,6
	Hortalizas, legumbres y tubérculos ^{c/}	5,0	23,8	14,1	(1,8)	1,9	15,1
	Otros transitorios ^{d/}	0,0	(29,0)	26,3	32,0	2,2	10,9
Otros departamen- tos ^{e/}	Total	19,0	37,2	56,6	22,4	(9,9)	16,3
	Arroz	15,0	35,5	18,7	27,8	(3,8)	11,3
	Otros cereales ^{b/}	3,0	33,1	79,3	7,2	(4,6)	48,0
	Hortalizas, legumbres y tubérculos ^{c/}	1,0	86,3	159,0	(14,4)	(39,6)	11,0
	Otros transitorios ^{d/}	0,0	141,2	11,8	2,4	(40,0)	56,6

a/ Los valores representan el crecimiento en el área sembrada durante un semestre con respecto al mismo semestre en el año anterior.

b/ Incluye los siguientes cultivos: avena, cebada, centeno, maíz, maíz forrajero, millo, quinua, sorgo, trigo.

c/ Acelga, ahuyama, ají, ajo, alcachofa, apio, arveja, berenjena, brócoli, calabacín, calabaza, cebolla de bulbo, cebolla de rama, cebollín, cilantro, col, coliflor, espárrago, espinaca, frijol, garbanzo, guatila, haba, habichuela, lechuga, lenteja, maní, nabo, pepino, pimentón, puerro, rábano, remolacha, repollo, soya, tomate, zanahoria, batata, papa, ruba, ulluco y yota.

d/ Ajonjolí y estropajo.

e/ Corresponde a Amazonas, Arauca, Casanare, Guainía, Guaviare, Putumayo, San Andrés y Providencia, Vaupés y Vichada.

Fuente: Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural (EVA); cálculos del Banco de la República.

En cuanto a las exportaciones de productos agrícolas, desde 2015 se observa un crecimiento sostenido en el volumen y valor de las exportaciones de aguacate y piña. Como se mencionó, estos productos vienen creciendo en área sembrada desde 2010. Se espera que el dinamismo de sus exportaciones continúe a medida que más hectáreas de las sembradas en años anteriores entren en producción y que los vínculos comerciales con compradores de los Estados Unidos se fortalezcan.

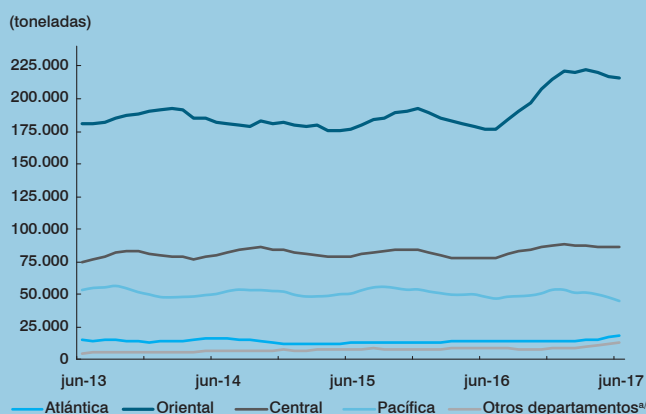
El volumen de las exportaciones de café, tanto en grano como el producto procesado, también presenta una tendencia creciente desde 2012. Sin embargo, no se observan incrementos importantes en su valor, debido al deterioro en los precios internacionales del grano. Asimismo, no se observan incrementos en el volumen y valor de las exportaciones de productos en las cadenas productivas del banano, algodón y flores (Gráfico R2.4, paneles A y B).

La competitividad de las exportaciones agrícolas colombianas en mercados internacionales depende, entre otras cosas, de sus rendimientos por hectárea y por trabajador. Una expansión en el área sembrada puede generar incrementos en los rendimientos por hectárea, si esta viene acompañada de mejoras tecnológicas. Asimismo, se podría observar una caída en los rendimientos por hectárea si la tierra adicional que se siembra es de menor calidad que la que se destinaba inicialmente a la producción agrícola. Por último, si la expansión en el área sembrada da lugar a cambios en los rendimientos de los cultivos permanentes, estos toman tiempo en realizarse, dado el rezago entre el período de siembra y cosecha.

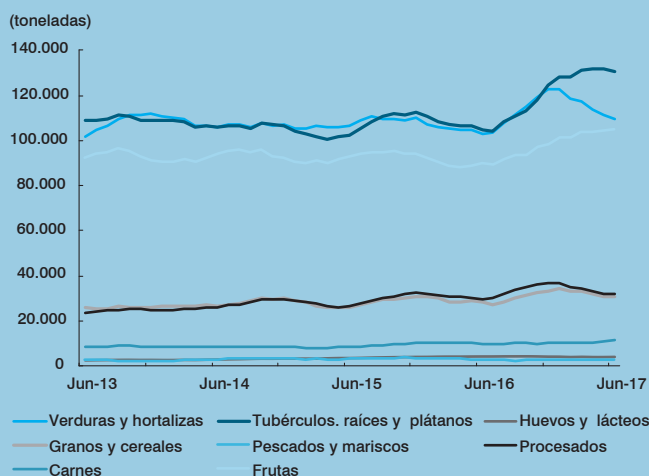
Los datos para Colombia muestran incrementos en el PIB agrícola por hectárea cosechada en las regiones Central y Pacífica, con crecimientos del 20% entre 2012 y 2016 (Gráfico R2.5). De la misma manera, según cálculos del Banco Mundial, el valor agregado por trabajador agrícola en Colombia aumentó en 17% entre 2012 y 2016, lo cual ha permitido cerrar la brecha en productividad existente entre Colombia y países como Brasil y Chile (Gráfico R2.6).

Gráfico R2.3

A. Volumen de abastecimiento de alimentos por regiones (promedio semestre móvil)



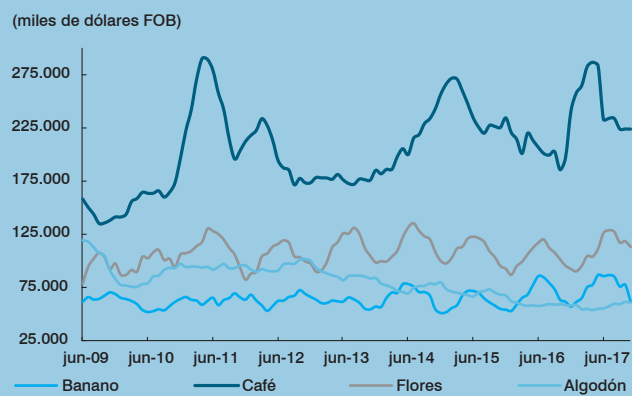
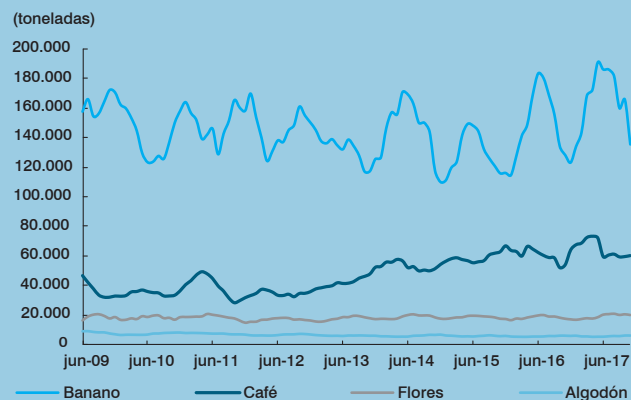
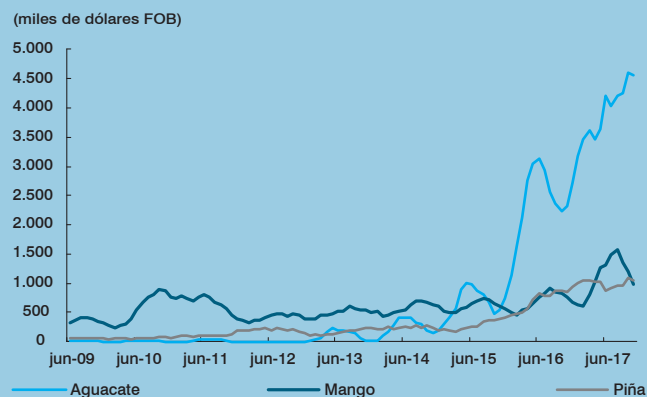
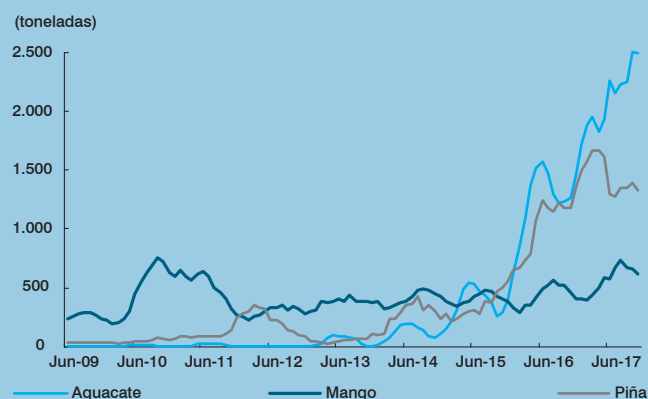
B. Volumen de abastecimiento por grupos de alimentos (promedio semestre móvil)



a/ Corresponde a Amazonas, Arauca, Casanare, Guainía, Guaviare, Putumayo, San Andrés y Providencia, Vaupés y Vichada.
Fuentes: DANE y Sipsa; cálculos del Banco de la República.

Estas mejoras de producción por hectárea y por trabajador en agricultura son aún discretas, si se tiene en cuenta el rezago del país frente a otros de la región y frente a los países desarrollados. Según datos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

Gráfico R2.4

A. Principales exportaciones según la cadena productiva
(promedio semestre móvil)i. Valor exportaciones cadena productiva^{a/}ii. Volumen exportaciones cadena productiva^{b/}B. Otras exportaciones según la cadena productiva^{a/}
(promedio semestre móvil)i. Valor exportaciones cadena productiva^{a/}ii. Volumen exportaciones cadena productiva^{b/}

a/ Incluye el valor del producto crudo y procesado.

b/ Incluye volúmenes del producto crudo y procesado.

Fuentes: Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural y DANE (estadísticas de comercio exterior); cálculos del Banco de la República.

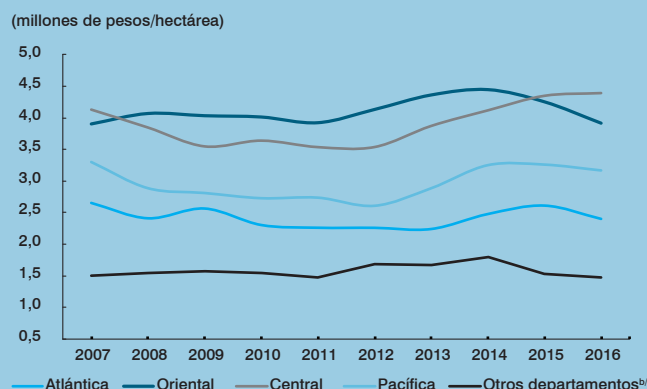
y de la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (OCDE-FAO)⁵, entre 2007 y 2015 Colombia presentó rendimientos por hectárea en maíz y tubércu-

los inferiores a los de otros países de la región, como Brasil y México, y a los del conjunto de países desarrollados⁶. Asimismo, entre 2007 y

⁵ OCDE-FAO: *Agricultural Outlook, 2017-2026*, consultado en <http://stats.oecd.org/index.aspx?r=945134>

⁶ Incluye Canadá, los Estados Unidos, los países de la UE-28, Noruega, Suiza, Rusia, Ucrania, Australia, Nueva Zelanda, Israel, Japón, Kazajistán y Suráfrica.

Gráfico R2.5

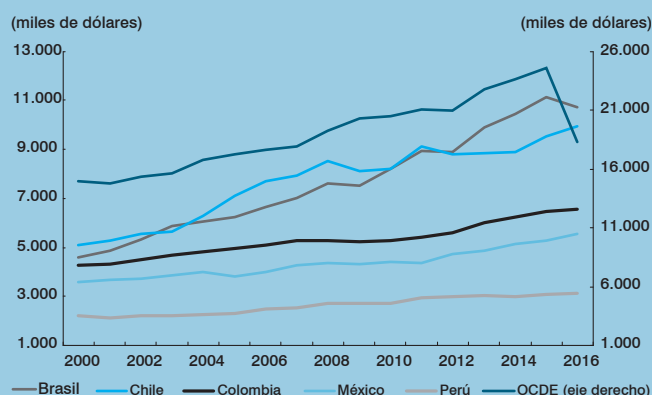
PIB agrícola por hectárea cosechada según región^{a/}

a/ Valores a precios constantes de 2005.

b/ Corresponde a Amazonas, Arauca, Casanare, Guainía, Guaviare, Putumayo, San Andrés y Providencia, Vaupés y Vichada.

Fuentes: DANE (cuentas departamentales) y Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural (EVA); cálculos del Banco de la República.

Gráfico R2.6

Valor agregado por trabajador en agricultura^{a/}

a/ Precios constantes de 2010. El valor para la OCDE en 2016 es provisional y no incluye a los Estados Unidos, Japón, Islandia y Nueva Zelanda.

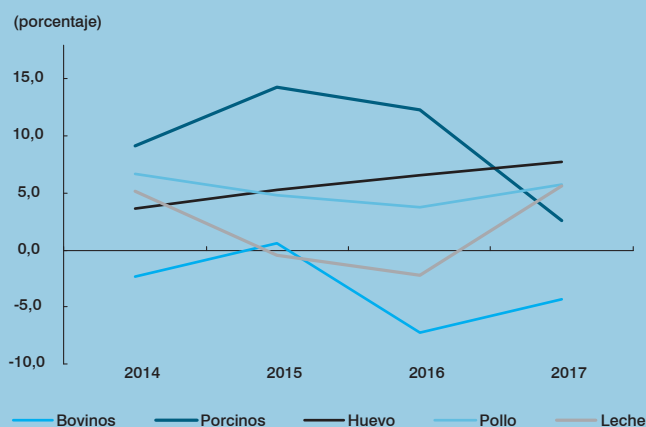
Fuentes: Banco Mundial, OCDE y la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación.

2012 se observa una caída en los rendimientos por hectárea en arroz en Colombia, mientras que en otros países, como México y Brasil, se incrementaron. Para 2016 la productividad por hectárea en Colombia para los tres grupos de productos considerados estaría por debajo de la de otros países de la región, como Perú, México y Brasil, y de la de los países desarrollados. Por otro lado, el valor agregado por trabajador en agricultura en el total de países de la OCDE entre 2000 y 2016 duplica la productividad agregada por trabajador agrícola en los países de la región y estos valores para Colombia solo superan a los de Perú y México (Gráfico R2.6).

Sector pecuario

La producción pecuaria lleva siete años consecutivos contribuyendo al crecimiento del sector agropecuario. En los años recientes se destacan la producción avícola y porcina, que en 2016 y 2017 crecieron 4,4% y 6,4%, y 12,4% y 2,6%, respectivamente. Estos resultados positivos han contrarrestado el deterioro que se observa en la producción bovina desde 2015 (Gráfico R2.7).

Gráfico R2.7

Crecimiento de la producción pecuaria por tipo de actividad^{a/}

a/ Las medidas de crecimiento para bovinos, porcinos y pollo es peso en canal, mientras que para el huevo son unidades.

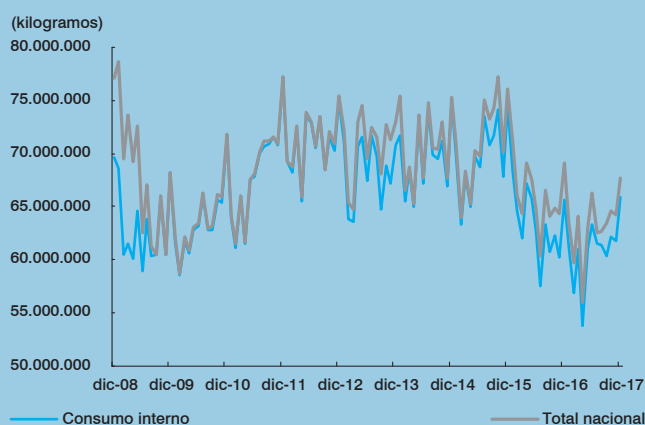
Fuentes: DANE (bovinos y porcinos), Fenavi (huevo y pollo) y MADR (leche); cálculos del Banco de la República.

De acuerdo con información de Fedegán, la contracción reciente en la producción bovina del país es el resultado de los choques climáticos, la

situación económica en Venezuela y los cambios en los hábitos nutricionales de los consumidores: los colombianos han disminuido el consumo de carne de res en favor de proteínas sustitutas, como el huevo, el pollo y el cerdo⁷. A finales de 2008 la producción total de carne bovina excedía el consumo interno en alrededor de 10 millones de kilos, gracias principalmente al comercio con Venezuela. Hacia la mitad de 2009 esta brecha se cerró de manera abrupta debido a la crisis política en el país vecino. Solo a partir de 2013 se observa de nuevo la importancia del mercado externo, aunque hasta la fecha no ha alcanzado los niveles de finales de 2008 (Gráfico R2.8).

Gráfico R2.8

Peso en canal de ganado vacuno: total nacional y consumo interno



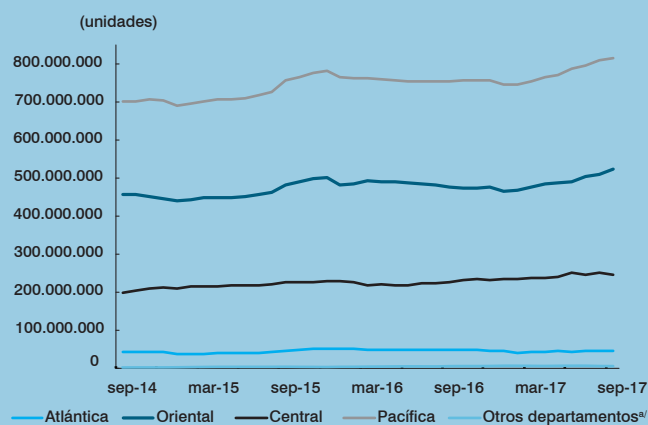
Fuente: DANE (Encuesta de sacrificio de ganado); cálculos del Banco de la República.

En cuanto a la actividad avícola, en la producción de huevos se destaca la tendencia creciente en 2017 en las regiones Pacífica y Oriental. La producción de pollo en canal presenta una tendencia relativamente estable entre 2014 y 2017, con un comportamiento al alza en la región Oriental (Gráfico R2.9, paneles A y B).

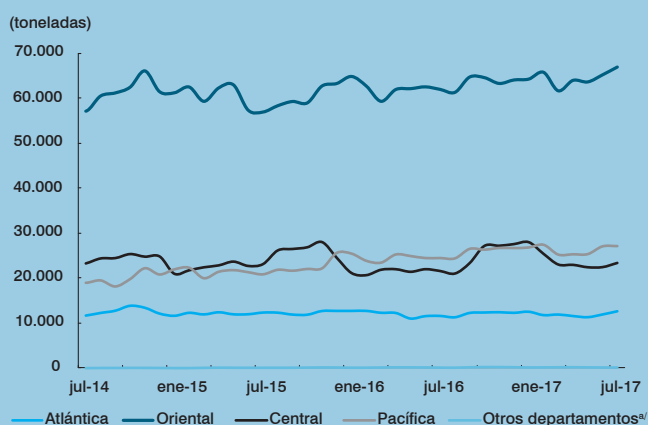
⁷ Véase, Fedegán (2017). *Documento de coyuntura ganadera colombiana*, consultado el 15 de febrero de 2018, en <http://www.fedegan.org.co/estadisticas/documentos-de-estadistica>

Gráfico R2.9

A. Producción de huevos por región



B. Producción de pollo en canal por regiones



a/ Incluye los siguientes departamentos: Amazonas, Arauca, Casanare, Guainía, Guaviare, Putumayo, San Andrés y Providencia, Vaupés y Vichada.

Fuente: Fenavi; cálculos del Banco de la República

En conclusión, la actividad agrícola y pecuaria en el país ha mostrado dinamismo en los últimos años. Se observa una tendencia creciente en el área sembrada en cultivos permanentes y transitorios. Este comportamiento ha permitido incrementar los volúmenes de abastecimiento de alimentos en los principales mercados mayoristas del país, así como expandir las exportaciones de productos agrícolas

no tradicionales. También, se observa un aumento en la producción de huevos, pollo y cerdo. Aunque se registra un incremento en el PIB agrícola por hectárea cosechada en algunas regiones del país y en el valor agregado por trabajador en agricultura, estos niveles aún son bajos comparados con los de otros

países de la región. Políticas para incrementar la productividad de la tierra y del trabajo en agricultura permitirían mejorar la competitividad de los productos agrícolas colombianos en los mercados internacionales y potenciar las posibles mejoras en bienestar derivadas de la reciente expansión en el área sembrada.

Recuadro 3

Coyuntura reciente del mercado laboral: la buena dinámica del empleo agrícola

En lo corrido de 2017, acorde con la dinámica de menor crecimiento económico, el mercado laboral colombiano continuó mostrando síntomas de debilitamiento. Sin embargo, para el total nacional se observó un deterioro en la tasa de desempleo (TD) mucho menor que el de las áreas urbanas. Esta divergencia se explicó, en gran parte, por el crecimiento del empleo de las áreas rurales¹, principalmente en el sector agrícola. En efecto, durante el primer trimestre de 2017 la dinámica favorable de las áreas rurales y otras cabeceras² alcanzó a compensar el deterioro de las principales ciudades.

De acuerdo con una menor actividad económica, la tasa global de participación laboral (TGP)³, ha evidenciado una tendencia decreciente para el dominio nacional. Este comportamiento se acentuó en los últimos meses de 2017, marcado por caídas en la TGP de las

veintitrés ciudades y sus áreas metropolitanas⁴. Por otro lado, para el caso de las otras cabeceras municipales y el área rural aún se observan variaciones positivas en la participación, aunque cada vez más cercanas a cero (Gráfico R3.1). A pesar de lo anterior, es importante resaltar que los actuales niveles de participación laboral son altos, e incluso similares a los observados durante 2011.

Por el lado de la demanda laboral, durante 2017 se observaron caídas importantes especialmente para el ámbito urbano. Utilizando la tasa de ocupación (TO)⁵ como una medida de la demanda laboral se observa que la TO para veintitrés ciudades presentó una caída anual⁶ de

¹ En este documento nos referiremos a área rural como la zona denominada por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) como área rural dispersa y centros poblados.

² Las otras cabeceras corresponden a aquellas capitales de departamento y cabeceras municipales que no hacen parte de las veintitrés ciudades ni sus áreas metropolitanas.

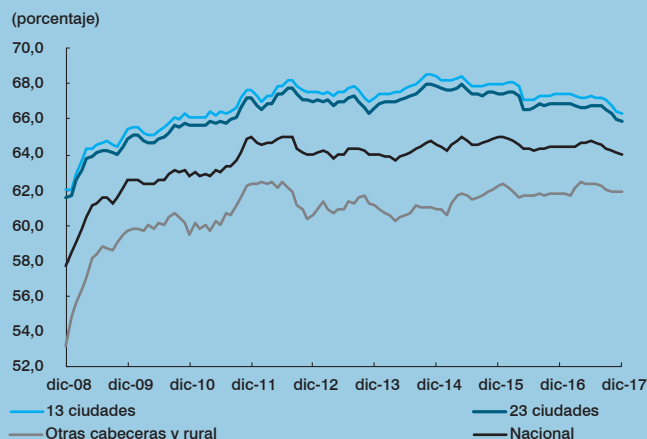
³ La TGP se calcula como la proporción de las personas en edad de trabajar que laboran o están dispuestas a hacerlo sobre el total de personas en edad de trabajar (PET).

⁴ Las veintitrés ciudades y sus áreas metropolitanas son: Bogotá, Medellín (Caldas, La Estrella, Sabaneta, Itagüí, Envigado, Bello, Girardota, Copacabana y Barbosa), Cali (Yumbo), Barranquilla (Soledad), Bucaramanga (Girón, Piedecuesta y Floridablanca), Manizales (Villa María), Pasto, Cartagena, Cúcuta (Villa del Rosario, Los Patios y El Zulia), Neiva, Pereira (Dosquebradas y La Virginia), Montería, Villavicencio, Tunja, Quibdó, Popayán, Ibagué, Valledupar, Sincelejo, Riohacha, Florencia, Santa Marta y Armenia. Por brevedad, cuando se refiera tanto a las veintitrés ciudades como a una ciudad específica se entenderá que incluyen a sus áreas metropolitanas listadas en esta nota.

⁵ La TO es la relación porcentual entre la población ocupada y el número de personas que integran la PET.

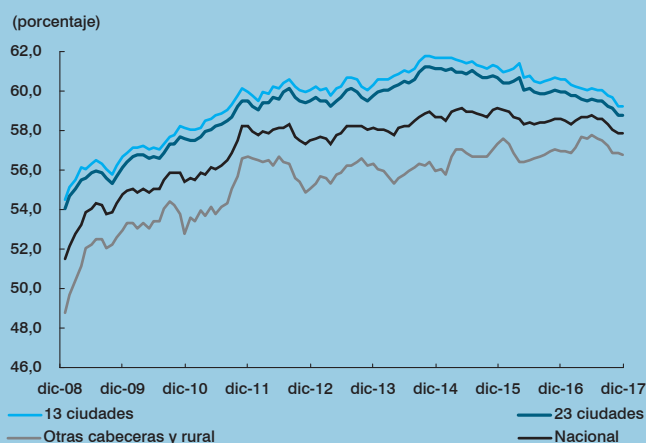
⁶ En este informe por variación anual nos referimos a la variación anual del promedio semestral.

Gráfico R3.1
Tasa global de participación



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R3.2
Tasa de ocupación



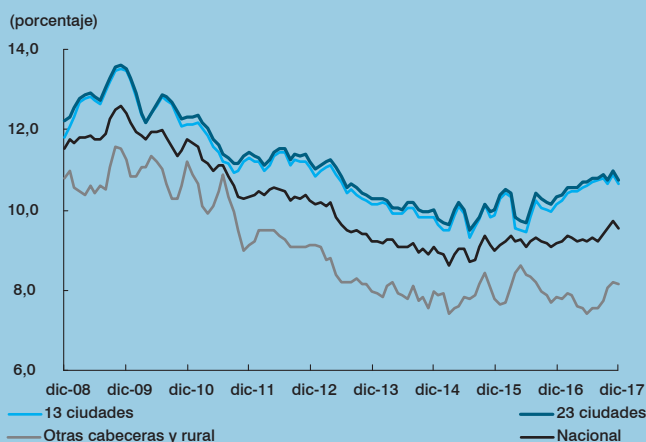
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

0,9 puntos porcentuales (pp), la cual se trasladó en menor medida en una caída en el agregado nacional (0,4 pp). En contraste, el dominio de otras cabeceras y área rural mantuvo una tendencia creciente, compensando en parte la caída en la ocupación urbana (Gráfico R3.2).

A pesar de la menor participación laboral, el mal desempeño de la demanda de trabajo durante 2017 llevó a un incremento sostenido de la TD, tanto en el nivel urbano como a nivel nacional. Para el caso de las otras cabeceras y áreas rurales, el incremento en la TD se observa principalmente por un aumento en la participación laboral. En diciembre la TD para las 23 ciudades se ubicó en 10,7%, para las otras cabeceras y rural en 8,2%, y para el agregado nacional en 9,5%, niveles relativamente superiores a los observados hace un año (Gráfico R3.3).

Sin embargo, a pesar del deterioro observado en la demanda laboral, sobresale el dinamismo del empleo agrícola localizado principalmente en las otras cabeceras, y área rural (el 97% del empleo agrícola se ubica en este dominio). Al comparar el promedio semestral del empleo (julio-diciembre) observado en 2017, frente al de un año atrás, se aprecia que la agricultura mostró el mayor crecimiento anual en

Gráfico R3.3
Tasa de desempleo



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

el empleo con 180.000 nuevos ocupados, representados por 16.000 de las otras cabeceras y 164.000 del área rural (Cuadro R3.1)⁷. Los sectores que también presentaron incrementos positivos en el empleo, aunque mucho más mo-

⁷ Los 2000 restantes corresponden a los ocupados en las 23 ciudades.

Cuadro R3.1
Variación anual de los ocupados por sector
(miles de personas)

	23 ciudades	Otras cabeceras	Rural	Nacional
Total	(10)	64	80	134
No informa	1	4	(1)	4
Agricultura	2	16	164	180
Minas y canteras	(1)	9	(10)	(2)
Industria manufacturera	(16)	15	17	16
Electricidad, gas y agua	5	(4)	5	6
Construcción	0	4	7	11
Comercio	(52)	(38)	(47)	(137)
Transporte	38	8	(20)	26
Intermediación financiera	(24)	4	0	(20)
Actividades inmobiliarias	67	28	(13)	82
Servicios comunales	(28)	18	(23)	(33)

Fuente: DANE (Encuesta de hogares).

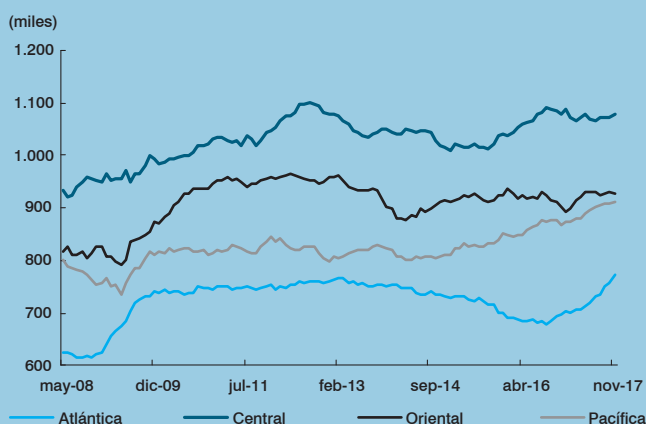
derados, fueron las actividades inmobiliarias y servicios empresariales, y transporte.

Es importante anotar que el aumento del empleo observado en el sector agrícola para el último año adquiere mayor relevancia cuando se tiene en cuenta que representó el 17% (3,7 millones) del total de ocupados en el nivel nacional (22,4 millones de empleos), superando a la industria (12%) y ubicándose después del comercio (27%) y los servicios (19%). Por consiguiente, la agricultura fue la rama de actividad que más generó empleos en el total nacional durante el último año.

Un resultado interesante se observa al analizar la dinámica del empleo agrícola por regiones geográficas. El Gráfico R3.4 muestra que desde mediados de 2015 se ha dado una dinámica creciente en el empleo agrícola principalmente de la región Atlántica y Pacífica. Por otro lado, la región Central es la que más aporta al empleo de este sector, aunque en el último año se ha mantenido relativamente estable.

Al analizar el empleo agrícola por subsectores se encuentra que los principales generadores en la mayoría de regiones fueron el subsector de actividades pecuarias, de caza y pesca, y el subsector de servicios agropecua-

Gráfico R3.4
Miles de ocupados en el sector agropecuario por región^{a/}



a/ Región Atlántica: Atlántico, Bolívar, Cesar, Córdoba, La Guajira, Magdalena y Sucre. Región Oriental: Boyacá, Cundinamarca, Meta, Norte de Santander, Santander. Región Central: Antioquia, Caldas, Caquetá, Huila, Quindío, Risaralda, Tolima. Región Pacífica: Cauca, Chocó, Nariño, Valle del Cauca. Series promedio año móvil.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

rios y ganaderos. Por ejemplo, la estabilidad del empleo en la región Central se explica por una mayor actividad en el subsector de pecuarias, de caza y pesca, y de servicios agropecuarios y ganaderos, que compensaron la reciente caída

en el empleo del sector cafetero. En la región Pacífica el subsector de servicios agropecuarios y ganaderos fue el principal responsable del buen desempeño de la demanda de esta región, al mostrar una tendencia creciente desde 2012 y al llegar a ser el mayor empleador en 2017. Por otro lado, en la región Atlántica el subsector de actividades pecuarias, caza y pesca fue la ma-

yor fuente de empleo agrícola durante el último año, en contraste con lo ocurrido en la región Oriental, donde este subsector registró el peor comportamiento. Sin embargo, en la región Oriental esta menor dinámica fue compensada por un importante crecimiento en los servicios agropecuarios y ganaderos, dejando estable el empleo agrícola de esta región.

Recuadro 4

Perspectivas de los mercados de crédito con base en las encuestas del Banco de la República

Cada trimestre, el Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de la República aplica un conjunto de encuestas a los participantes de los mercados de crédito con el objetivo de conocer de primera mano sus perspectivas y opiniones. Este ejercicio es vital para la labor del Banco de monitorear de cerca la situación del crédito y la estabilidad del sistema financiero colombiano. Estas encuestas comprenden la *Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia*, la *Encuesta sobre la situación del microcrédito en Colombia*, la *Encuesta de percepción sobre riesgos del sistema financiero* y la *Encuesta de endeudamiento externo y cupos*¹. Este recuadro presenta un análisis conjunto de las encuestas del último trimestre de 2017, a la luz de la evolución reciente de la situación macroeconómica y con miras a ofrecer un análisis de las perspectivas del mercado de crédito para el año 2018.

¹ Los resultados de las encuestas se publican trimestralmente en enero, abril, julio y octubre en el sitio web del Banco de la República. En ellas participan diferentes agentes que incluyen establecimientos de crédito (bancos, compañías de financiamiento y cooperativas), instituciones financieras no bancarias, gremios y universidades.

1. Generalidades

Como consecuencia de diversos choques macroeconómicos el ritmo de crecimiento de la economía colombiana experimentó una relativa desaceleración entre 2014 y 2017. La teoría económica y la experiencia histórica sugieren que el comportamiento del sistema financiero guarda una relación estrecha con el comportamiento agregado de la economía, lo cual se refleja en la conducta y en las perspectivas que manifiestan los agentes en las encuestas realizadas por el Banco de la República. Por esta razón, su análisis permite vislumbrar tendencias importantes para los mercados que no son fácilmente discernibles a partir de información observada en los estados financieros de las entidades. Lo anterior adquiere relevancia en tanto el desempeño del sistema financiero colombiano va de la mano con la recuperación del crecimiento económico, como se identificó en el *Reporte de Estabilidad Financiera* del Banco de septiembre de 2017.

2. Balance de los mercados de crédito al cierre de 2017

De manera consistente con la desaceleración en el ritmo de crecimiento de la economía

colombiana, los establecimientos de crédito encuestados en diciembre de 2017 manifestaron percibir una débil demanda de crédito por parte de los agentes económicos para todas las modalidades de crédito (vivienda, consumo, comercial y microcrédito). De acuerdo con el Gráfico R4.1, el indicador de percepción de demanda se encuentra en terreno negativo desde finales de 2015 para los mercados de crédito de consumo y comercial, y desde períodos más recientes en el caso del crédito de vivienda y del microcrédito.

Gráfico R4.1
Indicador de percepción de demanda de crédito

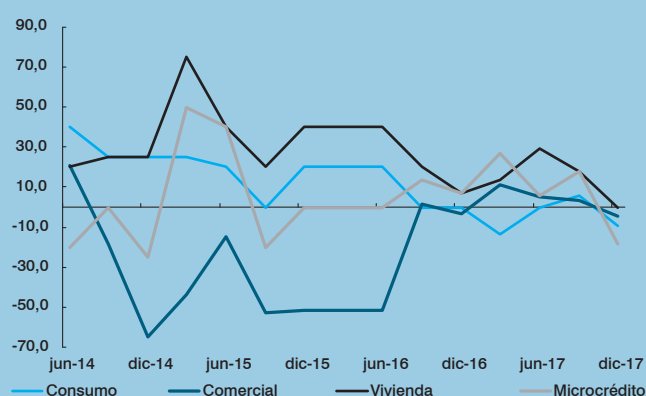


Nota: para construir este indicador, a los establecimientos de crédito se les preguntó cómo cambió la demanda por nuevos créditos durante los últimos tres meses (fue: 1 = inferior; 2 = levemente inferior; 3 = igual; 4 = levemente superior, y 5 = superior). El indicador consiste en la diferencia entre el porcentaje de encuestados que respondieron 4 y 5, y aquellos que señalaron 1 y 2. Un resultado negativo del balance se interpreta como una percepción general de una disminución en la demanda.

Fuente: Banco de la República (*Reporte de la situación del crédito en Colombia*), diciembre de 2017.

Por su parte, los bancos encuestados también manifiestan debilidad en su oferta de crédito para todas las modalidades, aunque con menor intensidad que en el caso de la demanda, y en particular limitada al período más reciente: de acuerdo con el Gráfico R4.2, el indicador de cambio en la oferta de los bancos para todas las modalidades registró valores negativos al cierre de 2017. Lo anterior no aplica del todo para el caso de las compañías de financiamiento y de

Gráfico R4.2
Indicador de cambio en la oferta de crédito bancos



Nota: para construir este indicador, a los establecimientos de crédito se les preguntó cómo cambió la oferta por nuevos créditos durante los últimos tres meses (fue: 1 = inferior; 2 = levemente inferior; 3 = igual; 4 = levemente superior, y 5 = superior). El indicador consiste en la diferencia entre el porcentaje de encuestados que respondieron 4 y 5, y aquellos que señalaron 1 y 2. Un resultado negativo del balance se interpreta como una percepción general de una disminución en la oferta.

Fuente: Banco de la República (*Reporte de la situación del crédito en Colombia*), diciembre de 2017.

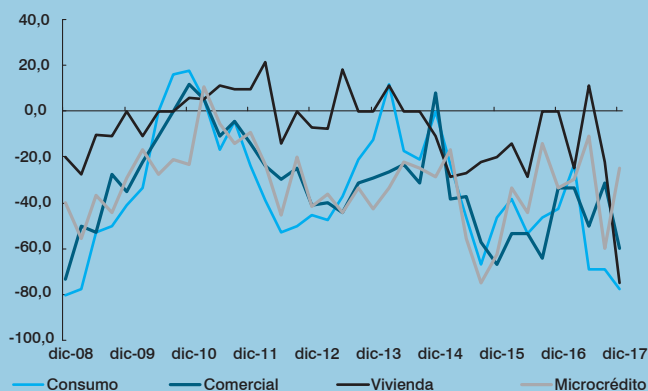
las cooperativas, cuyo cambio en la oferta de crédito es más heterogéneo y volátil. Crucialmente, la débil oferta de crédito por parte de los bancos se observa también en los mayores requisitos que los establecimientos de crédito han manifestado haber introducido sobre las solicitudes de nuevos créditos para todas las modalidades en el pasado reciente, que se manifiestan en indicadores de cambio en exigencias persistentemente más estrictas² (Gráfico R4.3).

3. Perspectivas sobre riesgos y mercados de crédito en 2018

Durante 2018, el Banco y la mayor parte de analistas económicos coinciden en una perspectiva de recuperación gradual del crecimiento

² Al respecto, las entidades manifiestan consistentemente en las encuestas que el criterio más importante para la evaluación del riesgo de nuevos deudores es su historial crediticio. Por tal razón, es fundamental garantizar que la información sobre historias crediticias que reposa en centrales de riesgo sea precisa, fidedigna y oportuna.

Gráfico R4.3
Indicador de cambio en exigencias



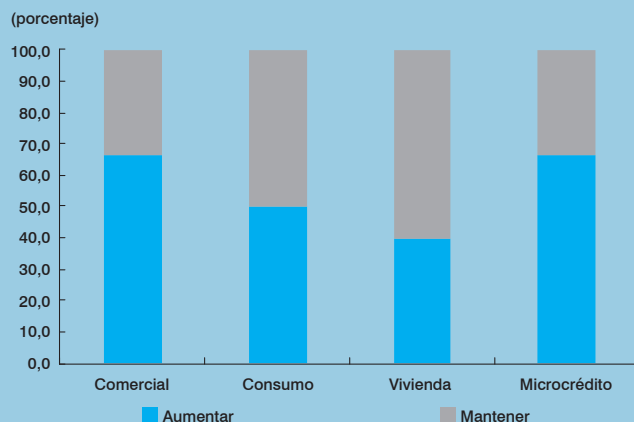
Nota: para construir este indicador, a los establecimientos de crédito se les preguntó cómo cambiaron sus requerimientos para la asignación de nuevos créditos durante los últimos tres meses (1 = más restrictivos; 2 = moderadamente más restrictivos; 3 = han permanecido igual; 4 = moderadamente menos restrictivos; 5 = menos restrictivos). El indicador consiste en la diferencia entre el porcentaje de encuestados que respondieron 4 y 5, y aquellos que señalaron 1 y 2. Un resultado negativo del balance se interpreta como un cambio hacia mayores exigencias.

Fuente: Banco de la República (*Reporte de la situación del crédito en Colombia*), diciembre de 2017.

económico hacia su senda de largo plazo. Sin embargo, en el corto plazo las entidades encuestadas manifiestan la intención de mantener o incrementar sus requisitos para otorgar crédito. De acuerdo con el Gráfico R4.4, ningún banco encuestado manifiesta alguna intención de reducir sus requisitos durante el primer trimestre de 2018, y para el caso de los créditos comerciales y de microcrédito la mayoría reporta una intención de aumentar los requisitos.

En este contexto, la estabilidad financiera enfrenta riesgos que es necesario monitorear y atenuar. De acuerdo con las encuestas, un 48,2% de agentes manifiestan que el principal riesgo al respecto es el posible deterioro adicional de la cartera de crédito, el cual estaría asociado con un crecimiento económico débil. En este sentido, los encuestados coinciden con el *Reporte de Estabilidad Financiera* de septiembre de 2017, donde se identificó el riesgo de una recuperación económica más débil que la esperada como la principal vulnerabilidad para la estabilidad financiera durante 2018. Las enti-

Gráfico R4.4
Porcentaje de bancos que espera mantener, aumentar o reducir sus requisitos durante el primer trimestre de 2018



Fuente: Banco de la República (*Reporte de la situación del crédito en Colombia*), diciembre de 2017.

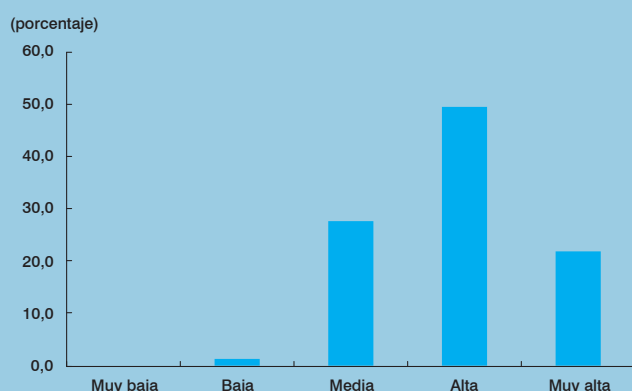
dades manifiestan que una materialización más profunda del riesgo de crédito y el deterioro en el panorama económico de Colombia son los riesgos que tendrían potencialmente un mayor impacto sobre el desempeño del sistema financiero, al tiempo que son aquellos que perciben con una mayor probabilidad de ocurrencia.

En comparación con las encuestas de septiembre de 2017 el porcentaje de entidades que mencionó el deterioro adicional de cartera como el principal riesgo disminuyó sensiblemente (en septiembre fue de 64%), lo cual es consistente con la recuperación reciente del crecimiento económico. Al tiempo, aumentó el porcentaje de entidades que mencionan la incertidumbre política (posiblemente asociada con las elecciones legislativas y presidenciales) y la reducción de la calificación de la deuda pública colombiana como los riesgos principales para 2018³.

³ Teniendo en cuenta que el pasado 11 de diciembre la agencia calificadora Standard & Poor's disminuyó la calificación de la deuda colombiana denominada en moneda extranjera de corto y largo plazos la *Encuesta de endeudamiento externo y cupos* de diciembre de 2017 indagó a las entidades sobre el impacto que ello podría tener sobre el endeudamiento contratado con entidades financieras del exterior. De momento, la mayoría de las entidades manifiestan haber mantenido las condiciones de endeudamiento que tenían antes de la decisión.

En todo caso, de acuerdo con los encuestados, la confianza en la solidez del sistema financiero se mantiene en niveles elevados. De acuerdo con el Gráfico R4.5, el 71,1% de los encuestados manifiesta tener un nivel alto o muy alto de confianza, mientras que solamente un 1,2% señala tener un nivel de confianza bajo y ninguna entidad reporta un nivel muy bajo de confianza.

Gráfico R4.5
Confianza en la estabilidad del sistema financiero en 2018
(porcentaje de respuestas)



Fuente: Banco de la República (*Reporte de la situación del crédito en Colombia*), diciembre de 2017.

3. Reservas internacionales

A diciembre de 2017 las reservas internacionales netas totalizaron USD 47.629,04 m, cuantía superior en USD 954,41 m al saldo registrado en diciembre de 2016. El aumento de las reservas internacionales se explica por la rentabilidad de las reservas y por la apreciación de las monedas diferentes al dólar estadounidense.

De forma consistente con la Ley 31 de 1992, el Banco de la República administra las reservas internacionales conforme al interés público,

4. Conclusiones

Cabe esperar que, de la mano de la recuperación del crecimiento de la economía colombiana, los mercados de crédito gradualmente recuperen su senda de expansión y se modere el deterioro de la cartera de crédito. La evidencia empírica indica que frente a choques agregados como los que ha experimentado la economía colombiana, las variables crediticias reaccionan de manera rezagada al crecimiento económico. Por ello, es probable que la recuperación de los mercados de crédito suceda con mayor lentitud en relación con el mejor comportamiento del resto de la economía colombiana.

De acuerdo con los encuestados, la principal vulnerabilidad para la estabilidad del sistema financiero continúa estando asociada, como se mencionó en el *Reporte de Estabilidad Financiera* de septiembre de 2017, con el riesgo de una desaceleración económica más acentuada o una recuperación más débil que la esperada en lo que resta de 2018. En este contexto, el Banco de la República buscará tomar aquellas decisiones que garanticen un retorno oportuno a las sendas de inflación y crecimiento consistentes con la estabilidad macroeconómica y el desarrollo económico de largo plazo.

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.

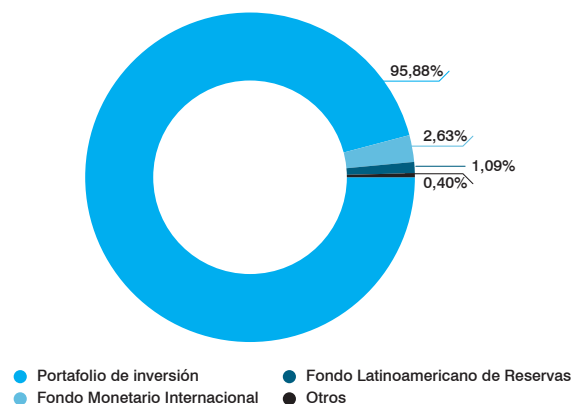
El Banco de la República reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional para enfrentar salidas de capital del país, las cuales pueden ser provocadas por factores como el deterioro de los términos de intercambio, pánicos financieros o crisis financieras en países vecinos. 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 y/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, debido a que los bancos centrales de los países desarrollados han mantenido tasas de interés muy bajas o incluso negativas.

A diciembre de 2017 las reservas internacionales netas totalizaron USD 47.629,04 m, cuantía superior en USD 954,41 m al saldo registrado en diciembre de 2016⁵². El aumento de las reservas internacionales en 2017 se explica por la rentabilidad de las reservas y por la apreciación de las monedas diferentes al dólar estadounidense. 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 (94,97% y 0,91% de las reservas respectivamente). En el Gráfico 3.1 se presenta la composición de las reservas internacionales.

Gráfico 3.1
Composición de las reservas internacionales brutas
(información al 29 de diciembre de 2017)



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

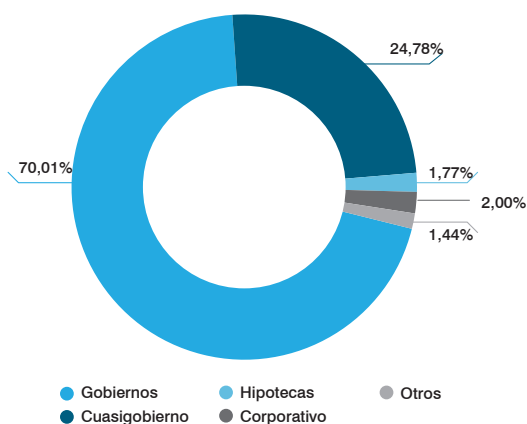
Fuente: Banco de la República.

⁵² Las reservas internacionales netas son iguales al total de las reservas internacionales, o reservas brutas, menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera con agentes no residentes. Las reservas internacionales brutas ascendieron a USD 47.637,23 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron USD 8,19 m.

3.1 Composición del portafolio de inversión⁵³

En el Anexo se presenta una explicación de las políticas que orientan la inversión del portafolio de inversión y algunas definiciones relevantes. En el Gráfico 3.2 se observa la composición del portafolio a diciembre de 2017, cuando alrededor del 95% del portafolio de inversión estaba invertido en papeles emitidos por gobiernos, entidades relacionadas con gobiernos (cuasigobiernos) y acuerdos de recompra con la Fed.

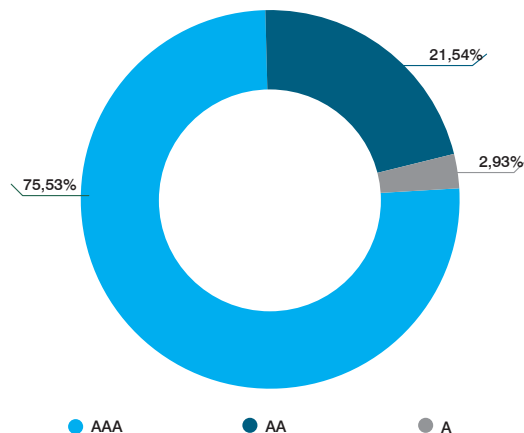
Gráfico 3.2
Composición del portafolio de inversión por sectores
(información al 29 de diciembre de 2017)



Fuente: Banco de la República.

El Gráfico 3.3 muestra la calidad crediticia del portafolio de inversión. El Banco utiliza como referencia la menor calificación otorgada por al menos dos de las tres principales agencias calificadoras (S&P, Moody's y Fitch Ratings). El 75,53% del portafolio se encuentra invertido en instrumentos con calificación AAA y el 21,54% en AA, lo cual evidencia la

Gráfico 3.3
Composición del portafolio de inversiones por calificación crediticia
(información al 29 de diciembre de 2017)

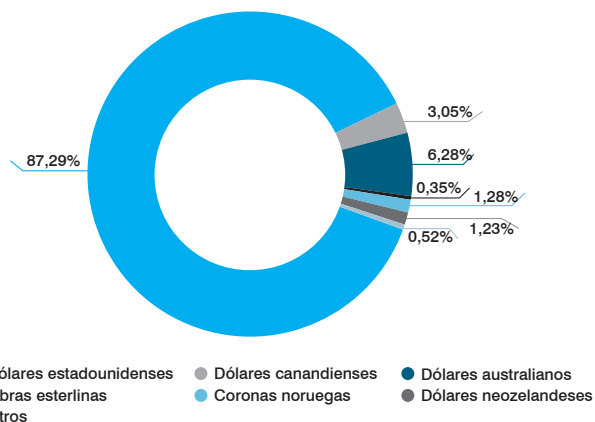


Fuente: Banco de la República.

alta calidad crediticia de los activos en que se invierte el portafolio.

Finalmente, el Gráfico 3.4. muestra la composición cambiaria que tenía el portafolio de inversión al 31 de diciembre de 2017. El dólar de los Estados Unidos tiene la mayor participación en las reservas internacionales

Gráfico 3.4
Composición cambiaria del portafolio de inversión
(información al 31 de diciembre de 2017)



Fuente: Banco de la República.

⁵³ Los gráficos en esta sección se calculan sobre el monto del portafolio de inversión, excluyendo el tramo de oro.

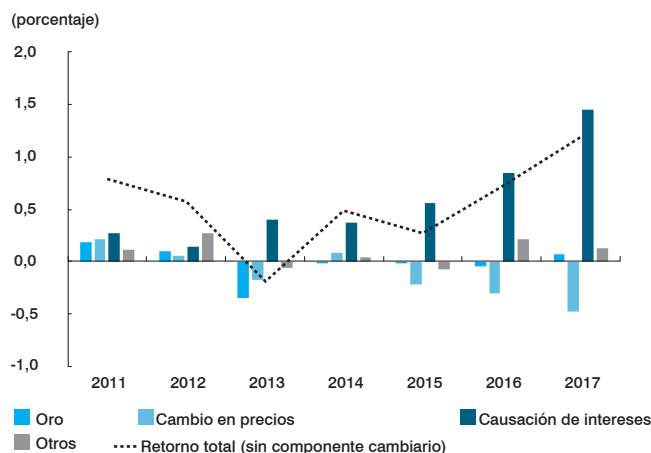
de Colombia, debido a que la mayor parte de las transacciones comerciales y financieras del país con el resto del mundo se realizan en esta moneda. También, se permiten inversiones en las siguientes monedas: dólares canadiense, australiano y neozelandés, la corona sueca, la libra esterlina, el franco suizo, el euro, el yen, la corona noruega, el remnbi, el dólar honkonés, el dólar singapurense y el won coreano. Todas estas monedas se caracterizan por contar con altos volúmenes diarios de negociación y pertenecer a países que tienen gobiernos con altas calificaciones crediticias.

3.2 Rentabilidad de las reservas

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

En 2017 la rentabilidad del portafolio de inversión de las reservas en dólares fue de 1,14%⁵⁴ (USD 537,3 m). Como puede verse en el Gráfico 3.5, la tasa de rendimiento de las reservas internacionales ha venido aumentando gradualmente desde 2013. La rentabilidad de las reservas depende, en esencia, de los intereses recibidos de los instrumentos en los cuales se invierte. Entre 2009 y 2015 esta rentabilidad se mantuvo baja debido a la

Gráfico 3.5
Rentabilidad histórica de las reservas internacionales por componentes



Fuente: Banco de la República.

política monetaria expansiva implementada por los bancos centrales de los países desarrollados como respuesta a la crisis financiera global. No obstante, desde 2015 la Fed ha venido aumentando su tasa de política monetaria gradualmente, lo cual ha permitido que las nuevas inversiones se hagan a tasas más altas, compensando la depreciación de los bonos⁵⁵.

⁵⁴ Esta tasa se obtiene al dividir la rentabilidad observada en dólares por el promedio del valor de las reservas netas el 31 de diciembre de 2016 y un año después. Desde 2015 se excluye el impacto del efecto cambiario en la rentabilidad de las reservas.

⁵⁵ Existe una relación inversa entre el precio de los bonos y las tasas de interés; es decir, el precio de los bonos se reduce a medida que las tasas de interés aumentan. Como el aumento de las tasas de interés ha sido gradual, la causación de intereses ha sido mayor que la depreciación observada en el precio de los bonos en los cuales se invierten las reservas, permitiendo obtener una rentabilidad positiva.

Recuadro 5

Calificaciones crediticias soberanas

1. Calificaciones crediticias

Las calificaciones crediticias son una medida relativa del riesgo de crédito de una inversión y brindan a los inversionistas una idea de la seguridad de invertir en un activo o emisor en particular. De esta manera, estas calificaciones, que son emitidas por entidades conocidas como agencias calificadoras, buscan reflejar la probabilidad de que el emisor cumpla con sus obligaciones de deuda.

Las tres agencias calificadoras más destacadas que califican a los emisores soberanos son Standard & Poor's (S&P), Moody's y Fitch Ratings (Fitch). En la escala usada por estas entidades, la calificación de largo plazo más alta es AAA, la cual es asignada a emisores con una muy fuerte capacidad y voluntad de pago. La calificación más baja es D, que corresponde a emisores que han incumplido sus pagos. En el Cuadro R5.1 se puede observar la notación usada por cada una de estas tres agencias.

Las calificaciones de deuda soberana asignadas a Colombia se pueden observar en el Cuadro R5.2.¹

La calificación asignada a Colombia por las tres agencias se ubica dentro del rango de grado de inversión, es decir, emisores que cuentan con una calificación BBB- o superior. La distinción de grado de inversión es altamente significativa, ya que implica que los emisores en este grupo tienen una alta probabilidad de honrar sus pagos de deuda. Muchas políticas de inversión y criterios de regulación están vinculados con dicha distinción. Es importante resaltar que una reducción de un nivel en la calificación por parte de S&P llevaría a Colombia a una calificación de grado especulativo. Por otra parte, la perspectiva negativa por parte de Moody's indica que esta podría revisar a la baja la calificación en el mediano plazo, mientras que la perspectiva estable

Cuadro R5.1
Calificaciones crediticias

Clasificación	Moody's	S&P	Fitch
Grado de inversión	Aaa	AAA	AAA
	Aa1, Aa2, Aa3	AA+, AA, AA-	AA+, AA, AA-
	A1, A2, A3	A+, A, A-	A+, A, A-
	Baa1, Baa2, Baa3	BBB+, BBB, BBB-	BBB+, BBB, BBB-
Grado de especulación	Ba1, Ba2, Ba3	BB+, BB, BB-	BB+, BB, BB-
	B1, B2, B3	B+, B, B-	B+, B, B-
	Caa1, Caa2, Caa3	CCC, CC, C	CCC, CC, C
	Caa	D	D

Fuentes: Moody's, S&P y Fitch.

Cuadro R5.2
Calificaciones crediticias de Colombia

Categoría	Moody's	S&P	Fitch
Calificación de largo plazo en moneda local	Baa2	BBB	BBB
Calificación de largo plazo en moneda extranjera	Baa2	BBB-	BBB
Perspectiva	Negativa	Estable	Estable

Fuentes: Moody's, S&P y Fitch.

de las otras dos calificadoras indica que no se esperan cambios en la calificación en el mediano plazo por parte de ellas.

2. Metodología de las principales agencias calificadoras²

Para determinar la calificación crediticia de un soberano, las agencias cuentan con meto-

¹ Calificaciones a la deuda soberana de Colombia al 26 de febrero de 2018.

² Esta sección se basa en el análisis de las publicaciones *Sovereign Rating Methodology* (S&P Global Ratings), *Sovereign Bond Ratings* (Moody's Investors Service) y *Sovereign Rating Criteria* (Fitch Ratings).

dologías que incorporan diferentes factores cuantitativos y cualitativos. Para la evaluación de dichos factores utilizan distintas fuentes de información, incluyendo estadísticas nacionales o de entidades como el BIS, el FMI y el Banco Mundial. En términos generales, los factores considerados se pueden agrupar en las siguientes categorías:

- *Desempeño macroeconómico*: para las agencias calificadoras, el crecimiento económico y prosperidad de un país influyen significativamente en su capacidad de pago. En esta categoría, las agencias evalúan la resiliencia, el nivel de riqueza, el tamaño y la diversificación de la economía, incluyendo variables como el PIB nominal, el PIB per cápita, el crecimiento promedio y la volatilidad del PIB real. Las agencias hacen también un análisis cualitativo de la calidad de los datos macroeconómicos que se producen en el país.
- *Fortaleza institucional*: en esta categoría se evalúa principalmente la efectividad, estabilidad y previsibilidad de las instituciones y su proceso de toma de decisiones. Para las agencias calificadoras, la fortaleza institucional influye en la capacidad del gobierno para emprender políticas que fomenten el crecimiento económico y la prosperidad. La agencia S&P, por ejemplo, hace una valoración principalmente cualitativa, de factores como el nivel de concentración del poder, la transparencia de las instituciones, la calidad de la gestión presupuestal, el respeto por los derechos contractuales y de propiedad, el manejo histórico de crisis políticas, económicas y financieras, el historial de conflictos internos, el nivel de corrupción, el historial de incumplimientos del país y el potencial de riesgos geopolíticos. Para medir esta categoría las agencias Moody's y Fitch utilizan, principalmente, los índices de gobernanza del Banco Mundial.
- *Finanzas públicas*: En esta categoría las agencias buscan evaluar el estado general de las finanzas públicas, con indicadores de sostenibilidad fiscal, endeudamiento y servicio a la deuda. Entre los factores cuantitativos considerados se encuentran el nivel de deuda, el costo de la deuda, el cambio en el nivel de la deuda, el balance fiscal y el nivel de activos líquidos del Gobierno. También, tienen en cuenta factores cualitativos como la flexibilidad fiscal, las tendencias y vulnerabilidades fiscales de largo plazo, la estructura y sostenibilidad de la deuda pública, la profundidad del mercado de capitales y el riesgo de una materialización de los pasivos contingentes.
- *Finanzas externas*: con esta categoría las agencias buscan evaluar las transacciones, activos y pasivos de la economía con el resto del mundo, a fin de determinar la capacidad del país para obtener recursos que le permitan satisfacer sus obligaciones en moneda extranjera. Entre los factores evaluados por las diferentes agencias calificadoras se incluyen la importancia de la moneda del país en portafolios de inversión externos y transacciones internacionales, la liquidez externa, el nivel y estructura de la deuda externa, el nivel de reservas internacionales y la volatilidad de los términos de intercambio, entre otros indicadores específicos a cada agencia.
- *Credibilidad de la política monetaria*: esta categoría busca medir la habilidad de las autoridades monetarias de un país para cumplir con su mandato, así como su credibilidad. Aunque es una característica que no se puede medir objetivamente, algunos factores, como el régimen cambiario, la independencia operativa del banco central, la amplia disponibilidad de instrumentos de política monetaria, el desarrollo y profundidad del sistema financiero y el mercado de capitales, la habilidad del banco central para actuar como prestamista de última instancia y un historial de estabilidad de precios y baja inflación influyen en la credibilidad de la política monetaria de un país. En general, todos o algunos de estos factores son tenidos en cuenta por las tres agencias calificadoras de crédito.

Los cuadros R5.3, R5.4 y R5.5 muestran los factores que tienen mayor importancia en la metodología de cada una de las agencias. El nombre de algunas de las categorías y la clasificación de los factores difieren en-

tre una agencia calificadora y otra. Sin embargo, para una mejor comprensión de las metodologías, los factores de la evaluación de cada agencia se han agrupado bajo las categorías descritas.

Cuadro R5.3
Metodología S&P

Categoría	S&P
Desempeño macroeconómico	* PIB per cápita * Crecimiento promedio del PIB per cápita real * Nivel de exposición a industrias cíclicas (porcentaje del PIB) * Exposición a desastres naturales o condiciones climáticas adversas * Calidad de los datos macroeconómicos
Fortaleza institucional	* Manejo histórico de crisis políticas, económicas y financieras * Oportunidad en la implementación de reformas * Previsibilidad en la formulación de políticas * Historial de conflictos políticos internos * Sociedad civil y cohesión social * Existencia de controles en las instituciones * Nivel de corrupción * Respeto por las obligaciones contractuales y el derecho de propiedad * Independencia de los medios de comunicación * Calidad de las estadísticas nacionales * Riesgos geopolíticos * Historial de incumplimientos del país
Finanzas públicas	* Cambio promedio en la deuda neta del Gobierno (porcentaje del PIB) * Deuda neta del Gobierno (porcentaje del PIB) * Pago de intereses (porcentaje de ingresos) * Nivel de activos financieros líquidos * Volatilidad de los ingresos del Gobierno * Flexibilidad fiscal * Acceso a fuentes financiación * Estructura de la deuda * Pasivos contingentes
Finanzas externas	* Estatus de la moneda * Liquidez externa del país * Endeudamiento externo * Volatilidad de los términos de intercambio
Credibilidad de la política monetaria	* Régimen cambiario * Independencia operativa, legal y administrativa del banco central * Disponibilidad de instrumentos de política monetaria * Estabilidad de los precios * Banco central es prestamista de última instancia * Desarrollo y profundidad del sistema financiero y el mercado de capitales

Fuente: S&P.

Cuadro R5.4
Metodología Moody's

Categoría	Moody's
Desempeño macroeconómico	* PIB per cápita * PIB nominal * Crecimiento promedio del PIB real * Volatilidad del crecimiento del PIB real * Índice de Competitividad Global del Foro Económico Mundial
Fortaleza institucional	Índices de gobernanza del Banco Mundial: * Efectividad gubernamental * Estado de derecho * Control de la corrupción * Voz y rendición de cuentas Otros indicadores: * Historial de incumplimientos del país * Riesgos geopolíticos
Finanzas públicas	* Deuda bruta del Gobierno (porcentaje del PIB) * Deuda del Gobierno (porcentaje de ingresos) * Pago de intereses (porcentaje de ingresos) * Pago de intereses (porcentaje del PIB) * Cambio promedio en la deuda del Gobierno (porcentaje del PIB) * Estructura de la deuda * Nivel de activos financieros líquidos * Pasivos contingentes
Finanzas externas	* Balanza por cuenta corriente + inversión extranjera directa (porcentaje del PIB) * Indicador de vulnerabilidad externa * Posición de inversión internacional neta
Credibilidad de la política Monetaria	* Nivel de inflación * Volatilidad de la inflación

Fuente: Moody's.

Cuadro R5.5
Metodología Fitch

Categoría	Fitch
Desempeño macroeconómico	* PIB per cápita * Volatilidad del crecimiento del PIB real * Crecimiento promedio del PIB real * Perspectivas de crecimiento del PIB * Nivel y tendencias de empleo * Participación de los diferentes sectores económicos * Participación del país en el PIB mundial
Fortaleza institucional	Índices de gobernanza del Banco Mundial: * Estado de derecho * Control de la corrupción * Efectividad gubernamental * Voz y rendición de cuentas * Calidad regulatoria * Estabilidad política y ausencia de violencia Otros indicadores: * Historial de incumplimientos del país * Riesgos geopolíticos * Índice de facilidad para hacer negocios del Banco Mundial * Índice de Desarrollo Humano de la ONU
Finanzas públicas	* Deuda bruta del Gobierno (porcentaje del PIB) * Pago de intereses (porcentaje de ingresos) * Balance fiscal (porcentaje del PIB) * Deuda en moneda extranjera (porcentaje de deuda total) * Flexibilidad fiscal * Historial de acceso a los mercados en situaciones de estrés * Habilidad para emitir deuda de largo plazo a tasas sostenibles * Nivel de activos líquidos * Proyección de la trayectoria de la deuda * Pasivos contingentes * Nivel de concentración de los ingresos
Finanzas externas	* Estatus de la moneda * Activos externos netos del Gobierno (porcentaje del PIB) * Dependencia a productos básicos * Nivel de reservas internacionales (meses de importaciones) * Servicio de deuda externa (porcentaje de ingresos de la cuenta corriente) * Balanza por cuenta corriente + inversión extranjera directa (porcentaje del PIB) * Acceso a fuentes de financiamiento externo * Liquidez externa * Sostenibilidad y estructura de la deuda externa
Credibilidad de la política monetaria	* Inflación promedio * Consistencia de las políticas monetarias y fiscales del país

Fuente: Fitch.

4. Situación financiera del Banco de la República

En 2017 el Banco de la República tuvo un resultado positivo del ejercicio de COP 804 mm, superior en COP 302 mm frente al resultado observado en 2016, cuando este fue de COP 502 mm.

4.1 Evolución del estado de resultados (PyG)

La utilidad del ejercicio del Banco de la República en 2017 fue de COP 804 mm, producto de ingresos por COP 3.330 mm y egresos por COP 2.526 mm (Cuadro 4.1). Frente a lo observado el año anterior, los ingresos presentaron un incremento de COP 200 mm (6,4%) y los egresos una disminución de COP 102 mm (-3,9%).

Los ingresos observados durante 2017 se explican, principalmente, por el rendimiento tanto de las reservas internacionales como del portafolio de inversiones en títulos de tesorería (TES) y por los ingresos de las operaciones de liquidez mediante repos de expansión. El ingreso de las reservas internacionales es resultado del mayor rendimiento del portafolio por las mayores tasas de interés externas⁵⁶ y de la valorización del oro monetario.

Por su parte, los menores egresos se explican, especialmente, por la remuneración a los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco de la República, por el vencimiento de los depósitos de control monetario y por la menor apreciación del peso y su efecto sobre los aportes en organismos y entidades internacionales. La menor remuneración a los depósitos del Gobierno en el Banco obedeció a

la reducción de la tasa de interés de política por parte de la Junta Directiva del Banco de la República, la cual tiene un impacto directo e inmediato en esta remuneración.

La reducción en la tasa de interés de política durante 2017 tuvo un efecto neto positivo en el PyG del Banco porque, si bien genera un menor ingreso por las operaciones de expansión primaria de liquidez a través de repos, la reducción en la remuneración de los depósitos del Gobierno en el Banco es mayor, puesto que su volumen promedio fue más alto que el saldo promedio de repos.

A continuación, se explican los rubros que tuvieron mayor incidencia en el Estado de resultados en 2017:

- a. El incremento por el rendimiento de las reservas internacionales se explica por: 1) el rendimiento del portafolio de inversión (COP 1.476 mm, USD 486 m), que presentó una rentabilidad promedio en dólares en 2017 de 1,1%, frente a 0,77% en 2016; 2) la valorización de las inversiones en oro (COP 84 mm, USD 29 m) como resultado del aumento del precio internacional del metal (11,9% anual)⁵⁷, y 3) los rendimientos de los aportes en organismos internacionales, convenio Aladi y otros (COP 28 mm, USD 10 m) (Cuadro 4.2 y Gráfico 4.1).
- b. Los ingresos por los rendimientos del portafolio de inversiones de regulación monetaria TES ascendieron a COP 908 mm. Este resultado se explica por el incremento del saldo del portafolio de TES, que pasó de COP 8.893 mm en diciembre de 2016 a COP 11.515 mm a finales de 2017. Esto es producto de las compras netas realizadas por COP 3.899 mm, la transferencia neta del portafolio monetario de TES al portafolio del pasivo pensional por COP 1.114 mm y el vencimiento de títulos y pago de cupones por COP 1.071 mm.

⁵⁶ Las mayores tasas de interés externas tuvieron un efecto positivo en el PyG, puesto que el rendimiento por intereses fue superior a la desvalorización del portafolio de las reservas internacionales del Banco frente al aumento en estas tasas. Lo anterior, como resultado de la duración de este portafolio.

⁵⁷ El precio internacional del oro fue de USD 1.296,5 por onza troy al cierre de 2017 y de USD 1.159,1 por onza troy al cierre de 2016.

Cuadro 4.1
Estado de resultados del Banco de la República, 2017
(miles de millones de pesos)

	Ejecutado a		Variaciones anuales	
	2016	2017	Porcentuales	Absolutas
I. Total ingresos (A + B + C)	3.130	3.330	6,4	200
A. Ingresos monetarios	2.635	2.866	8,8	231
1. Intereses y rendimientos	2.595	2.836	9,3	241
Reservas internacionales	1.131	1.588	40,4	457
Portafolio de inversión de regulación monetaria (TES)	1.007	908	(9,9)	(100)
Operaciones activas de regulación monetaria (Repos)	456	340	(25,5)	(116)
Otras operaciones	0	0	87,1	0
2. Diferencias en cambio	37	27	(27,8)	(10)
3. Otros ingresos monetarios	4	4	8,6	0
B. Valor facial de la moneda metálica emitida	300	266	(11,5)	(34)
C. Ingresos corporativos	194	198	2,0	4
1. Comisiones	160	172	7,5	12
Servicios bancarios	67	69	3,0	2
Negocios fiduciarios	93	103	10,8	10
2. Otros ingresos corporativos	35	27	(23,5)	(8)
II. Total gastos (A + B + C + D)	2.628	2.526	(3,9)	(102)
A. Gastos monetarios	1.850	1.688	(8,8)	(162)
1. Intereses y rendimientos	1.568	1.362	(13,2)	(207)
Depósitos remunerados (DGCPTN)	1.427	1.355	(5,0)	(71)
Depósitos remunerados de control monetario	131	0	(100,0)	(131)
Depósitos operaciones pasivas de regulación monetaria	10	6	(38,4)	(4)
2. Gastos de administración y manejo fondos en el exterior	40	44	10,0	4
3. Comisión de compromiso de crédito flexible con el FMI	61	86	41,0	25
4. Diferencias en cambio	180	1	(99,2)	(178)
5. Otros gastos monetarios	1	194	25.650,7	194
B. Billetes y monedas	215	208	(3,0)	(6)
C. Gastos corporativos	496	548	10,5	52
1. Gastos de personal	332	361	9,0	30
2. Gastos generales	71	77	7,7	5
3. Otros corporativos	93	110	18,1	17
D. Gastos de pensionados	67	81	21,6	14
III. Resultado operacional (I - II)	502	804	60,3	302

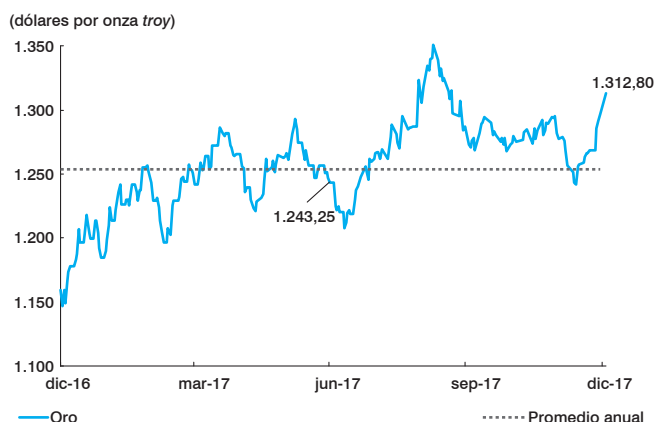
Fuente: Banco de la República.

Cuadro 4.2
Rendimiento de las inversiones de las reservas internacionales
(miles de millones de pesos)

	2016	2017
Reservas internacionales	1.131	1.588
Portafolio	1.102	1.476
Organismos internacionales, convenio Aladi y otros	12	28
Oro	17	84

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 4.1
Precio internacional del oro



Fuente: Reuters.

- c. Los ingresos por las operaciones de liquidez mediante repos de expansión ascendieron a COP 340 mm, inferiores en COP 116 mm respecto de 2016, resultado de la menor tasa de remuneración por la reducción de la tasa de interés de política por parte de la Junta Directiva del Banco de la República y de los menores volúmenes promedio diario de estas operaciones⁵⁸.
- d. La puesta en circulación de moneda metálica (valor facial de la moneda metálica

emitida) generó ingresos por COP 266 mm, inferiores en COP 34 mm (-11,5%) frente a lo observado en 2016.

- e. Los ingresos recibidos por las comisiones por servicios bancarios y negocios fiduciarios ascendieron a COP 172 mm, superiores en COP 12 mm (7,5%) a los obtenidos en 2016. El incremento se explica por los ingresos de los negocios fiduciarios, los cuales presentaron un crecimiento de COP 10 mm (10,8%), principalmente por la remuneración en la administración de los TES, que aumentó en COP 9 mm (13,3%).
- f. El resultado neto entre ingresos y egresos originados por las variaciones de la tasa de cambio del peso frente al dólar sobre activos y pasivos en moneda extranjera diferentes a las reservas internacionales (diferencias en cambio) fue positivo, COP 25,1 mm (ingresos COP 26,6 mm y egresos COP 1,4 mm). Este resultado se explica por: 1) ingresos netos por COP 18 mm por diferencias en cambio de cuentas de depósito en moneda extranjera del Gobierno Nacional en el Banco de la República, y 2) ingresos netos por COP 7 mm por diferencias en cambio en aportes y obligaciones en organismos y entidades internacionales. Esto último, como resultado de la depreciación del dólar frente a otras monedas que tuvo un efecto positivo en las diferencias en cambio sobre los aportes del Banco en el BPI, no obstante la apreciación anual del peso frente al dólar de 0,56% observada al cierre de diciembre de 2017.

⁵⁸ Los volúmenes promedio diario fueron de COP 5.920 mm en 2017 y de COP 6.689 mm en 2016. La tasa promedio de remuneración observada en 2017 fue de 5,91% efectivo anual (e. a.) y de 7,06% e. a. en 2016.

En relación con los egresos se destaca:

- a. En 2017 no se presentaron egresos por remuneración a los depósitos de control monetario, puesto que los TES de control monetario vencieron en 2016.
- b. El gasto por la remuneración a los depósitos del Gobierno Nacional fue de COP 1.355 mm, inferior en COP 71 mm (-5,0%) frente al registrado el año anterior. Aunque se presentaron mayores volúmenes de depósitos en promedio, la tasa de interés de remuneración de estos depósitos fue inferior a la de 2016⁵⁹.
- c. Los otros gastos monetarios se incrementaron en COP 194 mm, lo cual incorpora el reconocimiento de la pérdida en contribuciones del Banco en el Fondo para Operaciones Especiales (FOE) del BID por US\$64,9 m, como resultado del déficit acumulado de este Fondo desde su creación en 1959. Lo anterior, revelado contablemente por el BID al Banco de la República el 20 de diciembre de 2017, con el propósito de poder llevar a cabo la consolidación de balances FOE-BID, decidida en 2016, que implementa las recomendaciones del G20 sobre optimización de los balances de los bancos de desarrollo⁶⁰.
- d. Los costos por emisión y distribución de especies monetarias fueron por COP 208 mm, registrando una disminución de COP 6 mm (-3,0%) frente a 2016, por la menor demanda de moneda metálica.
- e. La remuneración a los depósitos por operaciones pasivas de regulación monetaria ascendió a COP 6 mm, inferiores en COP 4 mm (-38,4%) a las registradas en 2016⁶¹.
- f. Los egresos corporativos se situaron en COP 548 mm, con un incremento anual de COP 52 mm (10,5%; 5,9% en términos reales), como resultado de:
 - i. Los gastos de personal, COP 361 mm, aumentaron 9,0% anual (4,5% real)⁶². Este gasto involucra los salarios y prestaciones sociales, aportes a seguridad social, servicio médico, auxilios y capacitación formal, aportes a cajas de compensación, ICBF y SENA, capacitación continuada y viáticos, entre otros.
 - ii. Los gastos generales, COP 77 mm, registraron una variación anual de 7,7% (3,2% real). Este grupo incluye gastos tales como servicios públicos, servicio de vigilancia, mantenimiento de equipos, aseo, servicios contratados para el Banco y la Biblioteca Luis Ángel Arango, adecuaciones a las instalaciones, transporte, combustibles, útiles y papelería, encuestas, estudios especiales, entre otros. El crecimiento anual de los gastos generales en 2017 reflejó el incremento de la inflación del año anterior, del salario mínimo en 2017 y el aumento del IVA del 16% al 19%.
 - iii. Los otros corporativos, COP 110 mm, presentaron un incremento anual de 18,1% (13,2% en términos reales). Esta variación se explica por el mayor gasto por concepto de provisiones, depreciaciones y amortizaciones, principalmente.
- g. Por último, el gasto de pensiones de jubilación, COP 81 mm, presentó una variación anual de 21,6% (16,6% real). Este

⁵⁹ El saldo promedio diario de estos depósitos en el Banco de la República fue de COP 22.895 mm en 2017 y de COP 20.367 mm en 2016. La tasa de remuneración promedio anual observada fue de 5,92% e. a. y 7,26% e. a., respectivamente.

⁶⁰ De acuerdo con las prácticas contables de la mayoría de los bancos centrales, las contribuciones a los fondos fiduciarios para apoyo a los países pobres mediante créditos subsidiados o alivios de deuda, tal como el Fondo para Operaciones Especiales (FOE) del BID, se contabilizan a costo de adquisición. Como resultado de la aplicación del déficit acumulado del FOE en la transferencia de activos y pasivos del FOE al capital ordinario del BID se redujo la cuenta aportes en organismos y entidades internacionales en \$195.523.769 miles (USD 64,8 m).

⁶¹ El saldo promedio fue de COP 131 mm en 2017 frente a COP 183 mm en 2016; la tasa de remuneración promedio fue de 5,03% e. a. y 5,87% e. a., respectivamente.

⁶² Incluye lo contemplado en la convención colectiva vigente.

gasto es el resultado del costo financiero⁶³ y del reintegro de pensiones reconocidas por parte de Colpensiones.

4.2. Constitución de reservas y distribución de utilidades

De acuerdo con el marco legal del Banco contenido en la Constitución Política, la Ley 31 de 1992 y los Estatutos del Banco, el remanente de las utilidades, una vez descontada la inversión neta en bienes para la actividad cultural y apropiadas las reservas estatutarias, será de la Nación. En consecuencia, tomando como base las utilidades de 2017, el Banco de la República trasladó COP 761 mm al Gobierno Nacional a finales de marzo de 2018, conforme a la aprobación de la Junta Directiva del Banco (Cuadro 4.3).

4.2.1 Estado de situación financiera del Banco de la República (balance general)

A continuación se explican las variaciones de los principales conceptos del activo, pasivo y patrimonio del Banco de la República a 31 de diciembre de 2017, frente a los saldos

⁶³ Este costo financiero se calcula a partir del pasivo pensional, el cual incluye pensiones, servicio médico y auxilios educativos de pensionados del Banco de la República.

registrados al cierre del año anterior (Cuadro 4.4)⁶⁴.

4.2.1.1 Activo

Los activos del Banco de la República registraron un saldo de COP 169.746 mm al cierre de diciembre de 2017⁶⁵. Esta cifra es superior en COP 2.458 mm (1,5%) al saldo observado en diciembre de 2016, cuando los activos ascendieron a COP 167.289 mm. Las principales variaciones de las cuentas del activo se explican, en su orden, por:

- i. Portafolio de inversiones en moneda nacional: su saldo, valorado a precios de mercado, fue de COP 11.515 mm en diciembre de 2017, superior en COP 2.622 mm con respecto al cierre del año 2016

⁶⁴ A partir de 2015 el Banco reporta sus estados financieros bajo un nuevo marco contable basado en NIIF.

⁶⁵ Para efectos de presentación del Cuadro 4.4, que registra partidas según criterio económico y no contable, este saldo tiene descontado principalmente el valor de los pasivos asociados con operaciones de compra de portafolio de reservas sobre las cuales aún no se ha efectuado el pago (en los estados financieros del Banco esto se registra como un mayor valor del activo y como una exigibilidad de reservas internacionales en el pasivo). En dicho sentido, este valor difiere del total de activos presentado dentro de los estados financieros aprobados por la Superintendencia Financiera de Colombia, en los cuales se registra un saldo de COP 174.884 mm.

Cuadro 4.3
Distribución de utilidades
(miles de millones de pesos)

	2017
A. Resultado del ejercicio	804,2
B. Más utilización de reservas	0,0
C. Menos constitución de reservas y otras deducciones	43,2
Deuda con o de Contraloría General de la República	1,7
Pérdida por implementación de las NIIF	0,0
Inversión neta en bienes para la actividad cultural	41,5
Resultado neto a favor (+) o a cargo del GNC (-): A + B - C	761,0

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 4.4
Estado de la situación financiera del Banco de la República clasificado por criterio económico
(miles de millones de pesos)

Cuentas	Diciembre, 2016		Diciembre, 2017		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Abso-luta	Porcen-tual
Activos	167.289	100,0	169.746	100,0	2.458	1,5
Reservas Internacionales brutas	140.082	83,7	142.149	83,7	2.068	1,5
Aportes en organismos y entidades internacionales	10.109	6,0	9.450	5,6	(659)	(6,5)
Inversiones	8.893	5,3	11.515	6,8	2.622	29,5
Sector público para regulación monetaria	8.893	5,3	11.515	6,8	2.622	29,5
Cartera de créditos	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Otros créditos	1	0,0	1	0,0	0	0,2
Deterioro	(1)	(0,0)	(1)	(0,0)	(0)	0,2
Pactos de reventa: apoyos transitorios de liquidez	5.813	3,5	4.174	2,5	(1.640)	(28,2)
Cuentas por cobrar	53	0,0	53	0,0	(0)	(0,4)
Otros activos netos	2.339	1,4	2.406	1,4	67	2,9
Pasivo y patrimonio	167.289	100,0	169.746	100,0	2.458	1,5
Pasivo	110.428	66,0	112.352	66,2	1.924	1,7
Pasivos M/E que afectan reservas internacionales	24	0,0	24	0,0	(0)	(0,3)
Base monetaria	84.598	50,6	88.811	52,3	4.213	5,0
Efectivo	55.427	33,1	59.498	35,1	4.071	7,3
Reserva	29.172	17,4	29.313	17,3	142	0,5
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	83	0,0	278	0,2	195	234,4
Otros depósitos	70	0,0	108	0,1	38	55,2
Gobierno Nacional: Dirección del Tesoro Nacional M/N	14.589	8,7	13.666	8,1	(923)	(6,3)
Gobierno Nacional: Dirección del Tesoro Nacional M/E	266	0,2	323	0,2	57	21,6
Depósitos remunerados de control monetario	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Obligación con organismos internacionales	11.453	6,8	11.131	6,6	(321)	(2,8)
Otros	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Cuentas por pagar	82	0,0	51	0,0	(30)	(37,1)
Otros pasivos	(737)	(0,4)	(2.042)	(1,2)	(1.305)	177,1
Patrimonio total	56.861	34,0	57.394	33,8	534	0,9
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Superávit	56.897	34,0	57.285	33,7	388	0,7
Liquidación CEC	521	0,3	521	0,3	0	0,0
Ajuste de cambio	56.199	33,6	56.523	33,3	324	0,6
Inversión en activos para actividad cultural y donaciones	177	0,1	241	0,1	64	36,1
Otros resultados integrales	(397)	(0,2)	(584)	(0,3)	(187)	47,2
Resultados	502	0,3	804	0,5	302	60,3
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	502	0,3	804	0,5	302	60,3
Resultados acumulados proceso de convergencia a NIIF	(153)	(0,1)	(123)	(0,1)	31	(20,0)

Fuente: Banco de la República.

- (29,5%). Lo anterior fue el resultado de: 1) compras netas de TES por parte del Banco de la República por COP 3.899 mm, y 2) el rendimiento de este portafolio por COP 908 mm. Lo anterior se compensó parcialmente con: 1) el traslado neto de TES al patrimonio autónomo que respalda el pasivo pensional del Banco por COP 1.114 mm, y 2) los vencimientos del portafolio de TES en poder del Banco por COP 1.071 mm.
- ii. Reservas internacionales brutas: su saldo valorado a precios de mercado al cierre de diciembre de 2017 fue de COP 142.149 mm (USD 47.637 m)⁶⁶, superiores en COP 2.068 mm (1,5%) con respecto al dato observado el 31 de diciembre de 2016. Este incremento se explica, principalmente, por: 1) el rendimiento por intereses causados por COP 1.709 mm, y 2) el ajuste de cambio en COP 324 mm, como resultado de las variaciones de las tasas de cambio peso/monedas de reserva. Lo anterior fue compensado, en parte, por la valoración negativa a precios de mercado por COP 121 mm.
 - iii. Aportes en organismos internacionales: su saldo al finalizar diciembre de 2017 se situó en COP 9.450 mm, inferior en COP 659 mm al registrado al cierre de 2016 (-6,5%). Esta disminución incorpora el reconocimiento de la pérdida por las contribuciones del Banco en el FOE, mencionado anteriormente.
 - iv. Operaciones repo utilizadas para otorgar liquidez transitoria: presentaron un saldo de COP 4.174 mm al finalizar diciembre de 2017, lo que significó una reducción de COP 1.640 mm (28,2%) con respecto al cierre de 2016.

4.2.1.2 Pasivo

Al cierre de 2017 el saldo de los pasivos fue de COP 112.352 mm⁶⁷, superior en COP 1.924 mm (1,7%) a lo registrado al finalizar 2016. A continuación se presentan las principales fuentes de variación:

- i. Base monetaria: su saldo se ubicó en COP 88.811 mm, superior en COP 4.213 mm (5,0%) al registrado al cierre de 2016. Por componentes, el efectivo en circulación presentó un incremento de COP 4.071 mm (7,3%) y la reserva bancaria de COP 142 mm (0,5%).
- ii. Obligaciones con organismos internacionales: su saldo fue COP 11.131 mm, inferior en COP 321 mm (2,8%) al presentado al cierre de 2016.
- iii. Los depósitos en pesos del Gobierno Nacional, constituidos mediante la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional en el Banco de la República: su saldo fue COP 13.666 mm al cierre de diciembre de 2017. Este monto fue inferior en COP 923 mm (6,3%) al registrado en diciembre de 2016.

4.2.1.3 Patrimonio

El patrimonio presentó un saldo de COP 57.394 mm, superior en COP 534 mm (0,9%) con respecto a la cifra observada en diciembre de 2016. Este aumento se explica, principalmente, por: 1) el resultado positivo del ejercicio del Banco por COP 804 mm en 2017, y 2) por la variación de la cuenta de ajuste de cambio, que se incrementó en

⁶⁶ Véase la nota anterior.

⁶⁷ Como se mencionó en la nota 65, en la presentación con criterio económico de las cifras financieras del Banco de la República, los pasivos asociados con operaciones de compra de portafolio de reservas sobre las cuales aún no se ha efectuado el pago, se descuentan del valor de los activos. Además, dentro de los pasivos, en este cuadro se incluye la moneda metálica en circulación que, de acuerdo con la Ley 31 de 1992, no hace parte de los pasivos del Banco de la República. Esto explica la diferencia entre el total del pasivo presentado en el Cuadro 4.4 (COP 112.352 mm) y el valor del pasivo de los estados financieros del Banco aprobados por la Superintendencia Financiera de Colombia (COP 117.490 mm).

COP 324 mm y tuvo como contrapartida un aumento en pesos de las reservas internacionales brutas, como se explicó anteriormente. Esto fue contrarrestado, parcialmente, por la transferencia de utilidades al Gobierno Nacional por COP 407 mm.

4.3 Presupuesto de ingresos y gastos para 2018

El presupuesto para 2018 fue aprobado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) en diciembre de 2017, previo concepto del Consejo Superior de Política Fiscal (Confis) sobre la incidencia del mismo en las finanzas públicas.

El presupuesto del Banco de la República tiene dos componentes principales: los monetarios y los corporativos. Los primeros comprenden los resultados de actividades monetarias, cambiarias y crediticias, de administrador de las reservas internacionales, banquero y prestamista de última instancia de los establecimientos de crédito y banco de emisión. Los resultados de la actividad monetaria dependen de variables que no están bajo el control del Banco, como por ejemplo tasas de interés externas y fluctuaciones de precios de mercado. Los resultados corporativos incluyen la gestión administrativa del Banco, como por ejemplo ingresos por comisiones, gastos de personal, gastos de funcionamiento y gastos de pensionados (Recuadro 6).

Para 2018 se proyecta una utilidad del ejercicio de COP 1.232 mm, producto de ingresos por COP 3.420 mm y de egresos por COP 2.188 mm (Cuadro 4.5).

El presupuesto de ingresos para 2018 contempla un incremento anual de 34,8% frente a los presupuestados en 2017. Los principales rubros son los siguientes:

- a. Se proyecta que el ingreso por el rendimiento neto de las reservas internacionales será de COP 1.871 mm frente a COP 1.037 mm estimados en 2017. La rentabilidad promedio de las reservas internacionales para 2018 se estima en 1,3%

en dólares. El presupuesto no supone variación del precio internacional del oro.

- b. El ingreso estimado por la valoración de TES del Banco de la República es de COP 844 mm frente a COP 569 mm estimados para 2017. El presupuesto para 2018 contempló el portafolio base de proyección, las tasas de interés cupón y de compra de estos títulos por parte del Banco de la República y los vencimientos correspondientes. No se proyectan operaciones de compra o venta definitivas de TES para el período proyectado.
- c. El ingreso estimado por las operaciones de liquidez mediante repos de expansión (operaciones activas de regulación monetaria) se proyecta en COP 288 mm frente a los COP 276 mm incluidos en el presupuesto en 2017⁶⁸. Esta variación se explica por los mayores volúmenes promedio de estas operaciones, aunque se considera una tasa de interés de política inferior para 2018.
- d. Se estima que la puesta en circulación de moneda metálica generará ingresos por COP 202 mm⁶⁹, con una disminución anual de 39,0% frente a lo presupuestado en 2017. Lo anterior, como resultado de la estimación de la puesta en circulación de 636 millones de piezas de moneda metálica frente a 902 millones de piezas de 2017.
- e. El ingreso neto estimado por el ajuste en cambio es resultado de ingresos por COP 28 mm y egresos por COP 45 mm, producto de la variación del peso frente al dólar sobre los activos y pasivos en moneda extranjera diferentes a reservas internacionales.

⁶⁸ El presupuesto de 2018 supone un crecimiento nominal anual de la base monetaria de 7,24%. Los volúmenes promedio diario de repos de expansión proyectados para 2018 son de COP 5.901 mm y la tasa de interés promedio de remuneración considera la tasa de interés de referencia (5,0% e. a.), vigente al momento de elaborar el presupuesto. En 2017 se presupuestaron operaciones repo promedio diarias por COP 3.702 mm y una tasa de interés promedio de 7,75% e. a.

⁶⁹ De acuerdo con los Estatutos del Banco, este ingreso corresponde al valor facial de la moneda metálica puesta en circulación.

Cuadro 4.5
Presupuesto del Banco de la República, 2018
(miles de millones de pesos)

	Presupuesto aprobado		Relativas (B) / (A)
	2017 ^{a/} (A)	2018 (B)	
I. Total ingresos (A + B + C)	2.537	3.420	34,8
A. Ingresos monetarios	2.022	3.033	50,0
1. Intereses y rendimientos	1.882	3.003	59,5
Reservas internacionales	1,037	1.871	80,4
Portafolio de inversión de regulación monetaria (TES)	569	844	48,3
Operaciones activas de regulación monetaria (repos)	276	288	4,2
Otras operaciones	0	0	(58,3)
2. Diferencias en cambio	137	28	(79,6)
3. Otros ingresos monetarios	3	2	(18,9)
B. Moneda metálica emitida	331	202	(39,0)
C. Ingresos corporativos	184	185	0,7
1. Comisiones	161	166	2,9
Servicios bancarios	64	58	(8,7)
Negocios fiduciarios	97	107	10,5
2. Otros ingresos corporativos	23	20	(14,6)
II, Total gastos (A + B + C + D)	2.680	2.188	(18,4)
A. Gastos monetarios	1.805	1.187	(34,2)
1. Intereses y rendimientos	1.379	1.017	(26,3)
Depósitos remunerados (DGCPTN)	1.372	1.001	(27,1)
Depósitos por operaciones pasivas de regulación monetaria	6	16	143,3
2. Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior	49	37	(24,8)
3. Comisión de compromiso por el crédito flexible con el FMI	91	88	(3,5)
4. Diferencias en cambio	85	45	(47,1)
5. Otros gastos monetarios	201	1	(99,6)
B. Billetes y monedas	211	227	7,6
C. Gastos corporativos	583	661	13,4
1. Gastos de personal	366	394	7,5
2. Gastos generales	84	89	5,4
3. Otros corporativos	132	179	35,1
D. Gastos de pensionados	81	112	38,1
III. Resultado del ejercicio (I - II)		1.232	

Nota: los otros gastos corporativos incluyen: impuestos, seguros, depreciaciones, provisiones, amortizaciones, gastos culturales, contribuciones y afiliaciones, entre otros,

a/ El presupuesto 2017 incluye las adiciones al presupuesto monetario aprobadas en octubre y diciembre de 2017 por COP 221 mm y COP 75 mm, respectivamente.

Fuente: Banco de la República.

- f. Las comisiones recibidas por el Banco por servicios bancarios y negocios fiduciarios se estiman en COP 166 mm, superiores en 2,9% frente a las presupuestadas un año atrás, principalmente por el mayor ingreso estimado por la administración de títulos fiduciarios, especialmente TES.
- g. Otros ingresos corporativos se estiman en COP 20 mm, menores en 14,6% a los incluidos en el presupuesto de 2017.

En cuanto a los egresos, para 2018 se proyectan COP 2.188 mm, con una disminución de 18,4% frente al presupuesto de 2017, así:

- a. La remuneración a los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco se estima que ascenderá a COP 1.001 mm, con una disminución de 27,1% frente a la proyectada en 2017, por la menor tasa de interés que remunera estos depósitos y su menor saldo promedio⁷⁰.
- b. El gasto por la comisión de compromiso pagada sobre la línea de crédito flexible (LCF) aprobada por el Fondo Monetario Internacional (FMI) se estima que será de COP 88 mm, inferior en COP 3 mm a la presupuestada en 2017, que se explica por una menor tasa de cambio promedio para 2018, ya que se supone el mismo cupo aprobado en junio de 2016 a favor de Colombia por DEG 8,18 mm (aproximadamente USD 11,5 mm).
- c. Los gastos por administración y manejo de fondos en el exterior se estima que

serán de COP 37 mm en 2018 frente a COP 49 mm en 2017⁷¹.

- d. Los costos de emisión y distribución de especies monetarias se calculan en COP 227 mm, superiores en 7,6% frente a los estimados un año atrás. Este rubro no incluye gastos asociados en que incurriría el Banco de la República por la posible aprobación de la Ley del Nuevo Peso.
- e. Los egresos corporativos se proyectan en COP 661 mm, con una variación de 13,4% anual (9,8% real), frente al presupuesto de 2017, de los cuales COP 394 mm corresponden a gastos de personal, COP 89 mm a gastos generales y COP 179 mm a otros corporativos.
 - i. Los gastos de personal se estiman con un crecimiento anual de 4,1% real, resultado del incremento salarial pactado en la convención colectiva vigente y el inicio de los programas contenidos en el Plan Estratégico aprobado por la Junta Directiva del Banco de la República.
 - ii. Se estima un aumento en los gastos generales de 2,1% real. Estos gastos incluyen servicios públicos, servicio de vigilancia, mantenimiento de equipos, aseo, servicios contratados para el Banco y la Biblioteca Luis Ángel Arango, adecuaciones a las instalaciones, transporte, combustibles, útiles y papelería, encuestas, estudios especiales, entre otros. Estos gastos están afectados por el incremento del salario mínimo y por la tasa de cambio. Además, el crecimiento previsto para 2018 incorpora, entre otros, el efecto del aumento en el IVA y el mayor gasto por mantenimiento de equipos del Banco que pierden su garantía por el tiempo de uso.
 - iii. Los otros gastos corporativos, tales como impuestos, seguros, depre-

⁷⁰ Los volúmenes promedio diarios de depósitos del Gobierno Nacional en el Banco estimados inicialmente para 2017, fueron de COP 15.421 mm, con una tasa de 7,75% e. a. De acuerdo con los mayores volúmenes de estos depósitos en el Banco durante 2017, se generó un mayor gasto, por lo cual fue necesario realizar una adición presupuestal en octubre por COP 221 mm, basada en un promedio de depósitos de COP 25.677 mm y una tasa de remuneración de 5,25% e. a. para el período septiembre-diciembre de 2017. El presupuesto de 2018 contempla volúmenes promedio diario de COP 20.513 mm y una tasa de remuneración de 5,0% e. a., vigente al momento de elaborar el presupuesto.

⁷¹ El valor de los gastos por administración disminuye principalmente porque el monto administrado directamente por el Banco de la República aumenta para 2018.

ciaciones, deterioro (provisiones) y amortizaciones, contribuciones y afiliaciones, gastos culturales y becas a personas diferentes a empleados, se estiman con un incremento anual de 30,8% real. Este crecimiento obedece, principalmente, a partidas relacionadas con procesos jurídicos y sentencias. En particular, se estimaron provisiones para un proceso que data de la crisis financiera de finales de los años noventa, relacionado con apoyos transitorios de liquidez (Banco Selfin S. A.) y se presupuestaron gastos por el proceso que se adelanta con dos compañías aseguradoras con respecto al amparo de la póliza global bancaria, a raíz de la crisis hipotecaria también de finales de los años noventa⁷².

- f. Por último, se presupuestó que los gastos de pensionados ascenderán a COP 112 mm, resultado de cálculos actuariales y estadísticos que incluyen diferentes variables (género, edad, expectativas de vida, tasas de interés, etc.). Sin embargo, es importante mencionar que con posterioridad a la aprobación del presupuesto para 2018, el Banco decidió autorizar el fondeo total del pasivo pensional. Por ello, como se mencionó, se realizó un traslado de títulos del portafolio monetario de TES al portafolio del pasivo pensional, y por ello una reestimación del gasto de pensionados mostraría un valor nulo para 2018.

⁷² De excluirse estos gastos extraordinarios, el crecimiento nominal de los otros gastos corporativos sería nulo.

Recuadro 6

Marco de gasto de mediano plazo (funcionamiento e inversión) del Banco de la República, 2018-2022

El Decreto 1739 del 25 de octubre de 2017, mediante el cual se modificaron los Estatutos del Banco de la República, estableció la obligación por parte de la Junta Directiva (JDBR) de aprobar un plan estratégico y un marco de gasto de mediano plazo, en los siguientes términos:

La Junta Directiva aprobará anualmente un marco de gasto (funcionamiento e inversión) de mediano plazo con vigencia para los próximos cinco (5) años. Así mismo, cada cuatro (4) años, aprobará un plan estratégico con vigencia para los siguientes cuatro (4) años, el cual se revisará anualmente.

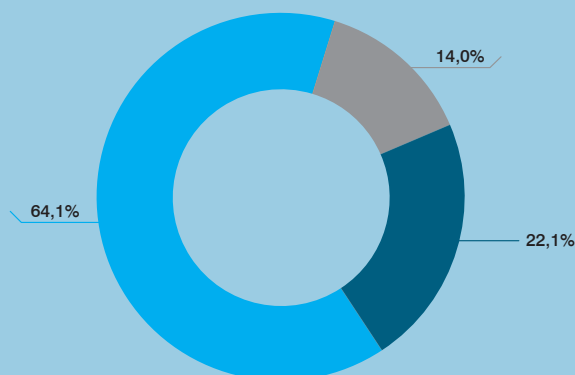
La aprobación del presupuesto anual, del marco de gasto (funcionamiento e inversión) de mediano plazo y del plan estratégico, requerirá el voto favorable de cinco (5) miembros de la Junta Directiva.

De acuerdo con lo anterior, se estableció el presupuesto quinquenal 2018-2022 atendiendo los planes trazados en el *Plan Estratégico* aprobado por la JDBR. En el Cuadro R6.1 se presenta la estimación para el total de los gastos de funcionamiento. Estos incluyen los gastos corporativos y los costos de producción y distribución de especies monetarias puestas en circulación.

Estos gastos se estiman en COP 4.488.243 millones (m) para el período 2018-2022.

Como se observa en el Gráfico R6.1, el rubro de mayor participación corresponde a personal (64%). Le siguen los “otros corporativos”,

Gráfico R6.1
Participación de los componentes de egresos corporativos,
2018-2022^{a/}



a/ Calculado como el promedio anual entre 2018 y 2022.
Fuente: Banco de la República.

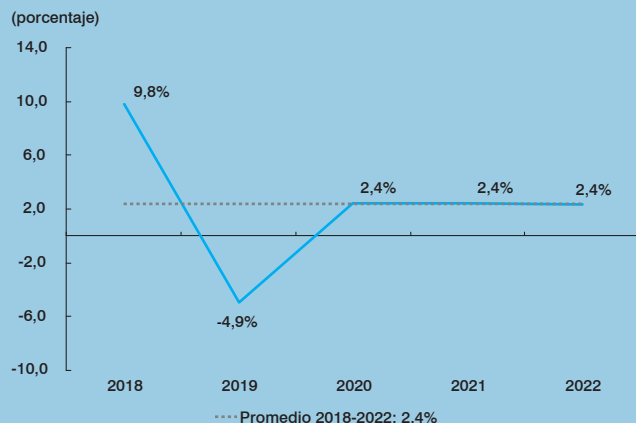
Cuadro R6.1
Presupuesto de funcionamiento del Banco de la República: 2018 - 2022
(millones de pesos a precios de 2018)

	2018 - 2022	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio anual del crecimiento real (porcentaje)
I. Gastos corporativos	3.268.052	661.228	628.655	643.755	659.361	675.054	2,4
Personal	2.093.062	393.566	406.495	418.455	430.868	443.678	3,2
Generales	451.329	89.017	88.641	90.222	91.286	92.163	1,1
Otros	723.661	178.645	133.519	135.078	137.206	139.213	2,0
II. Billetes y monedas ^{a/}	1.220.191	226.708	236.583	243.956	252.229	260.715	3,7
Total	4.488.243	887.936	865.238	887.711	911.590	935.769	2,7

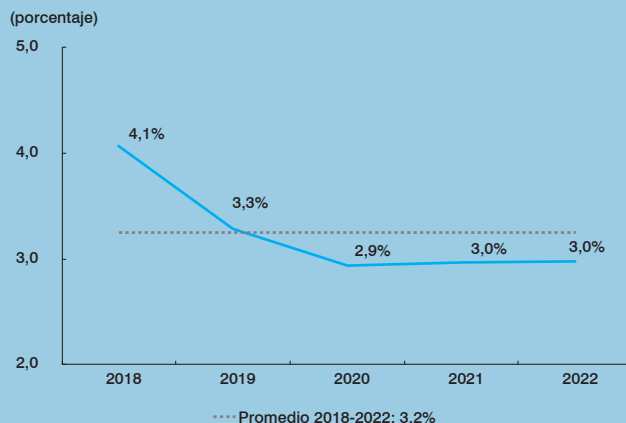
a/ Costos de producción y distribución de especies monetarias puestas en circulación.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico R6.2
Proyección de gastos, 2018-2022

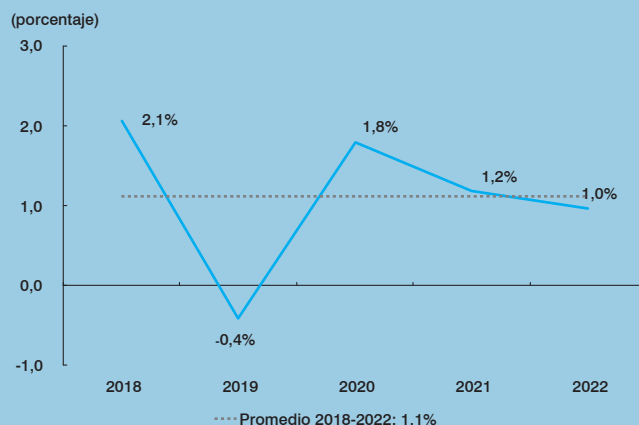
A. Total gastos corporativos
(variación porcentual real anual)^{a/}



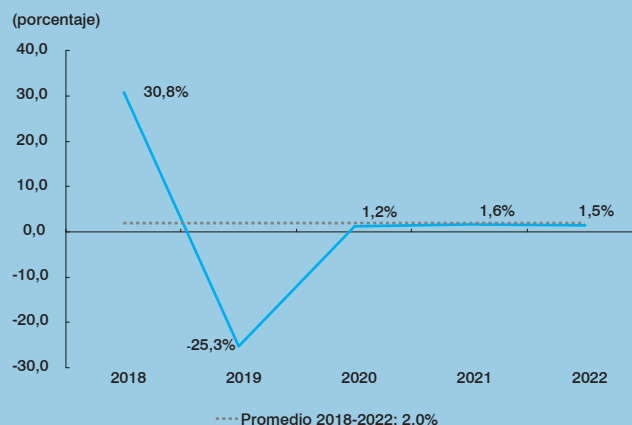
B. Total gastos de personal
(variación porcentual real anual)^{a/}



C. Total gastos generales
(variación porcentual real anual)^{a/}



D. Total otros gastos corporativos
(variación porcentual real anual)^{a/}



a/ El crecimiento de 2018 se calcula con base en el presupuesto aprobado para 2017.

Fuente: Banco de la República.

que incluyen, entre otros, los gastos por depreciación, amortización, deterioro y provisiones (22%). Finalmente, los gastos generales (14%) incluyen, entre otros, mantenimiento y adecuaciones de los activos del Banco y gastos de la operación normal del Banco (servicios públicos, vigilancia, aseo, etc.).

Como se mencionó en la sección 4.4: “Presupuesto de ingresos y gastos para 2018”, los

gastos corporativos presentarían un crecimiento anual real de 9,8% en 2018 (Gráfico R6.2), el cual se reduce en 2019 y se mantiene en 2,4% a partir de 2020.

Por componentes:

- a. Para los gastos de personal se proyecta un crecimiento real anual de 4,1% en 2018, que

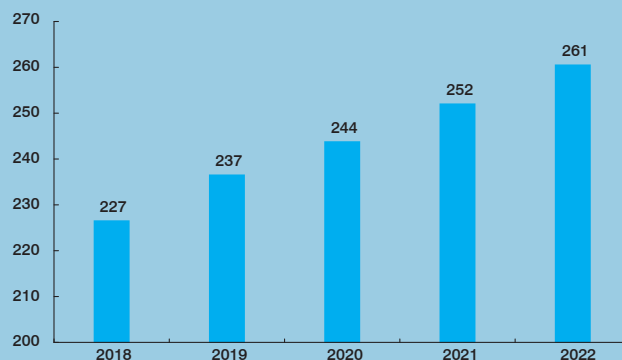
contiene el incremento salarial pactado en la convención colectiva vigente y el inicio de los programas contenidos en el *Plan Estratégico* aprobado por la JDBR. Se destaca que hacia finales del quinquenio 2018-2022, el crecimiento del gasto de personal no superaría el 3% real anual.

- b. En cuanto a los gastos generales, se proyecta un crecimiento real anual de 2,1% en 2018 y de 1,1%, en promedio, para el período 2018-2022. El crecimiento previsto para 2018 incorpora, entre otros, el efecto del aumento en el IVA y el mayor gasto por mantenimiento de equipos del Banco a los cuales se le vence su garantía por el tiempo de uso.
- c. En caso del rubro de “otros gastos corporativos”, se proyecta un crecimiento real anual de 30,8% en 2018. Como se mencionó en la sección 4.4, este crecimiento obedece, principalmente, a partidas relacionadas con procesos jurídicos y sentencias. En particular, se estimaron provisiones para un proceso que data de la crisis financiera de finales de los años noventa relacionado con apoyos transitorios de liquidez (Banco Sel fin S. A.) y se presupuestaron gastos por el proceso que se adelanta con dos compañías aseguradoras con respecto al amparo de la póliza global bancaria, a raíz de la crisis hipotecaria también de finales de los años noventa¹. Estos gastos extraordinarios no se repetirían a partir de 2019 y ello explica la fuerte caída de este rubro proyectada para ese año (-25,3%). A partir de 2020 se estima un crecimiento real anual inferior al 2,0%.

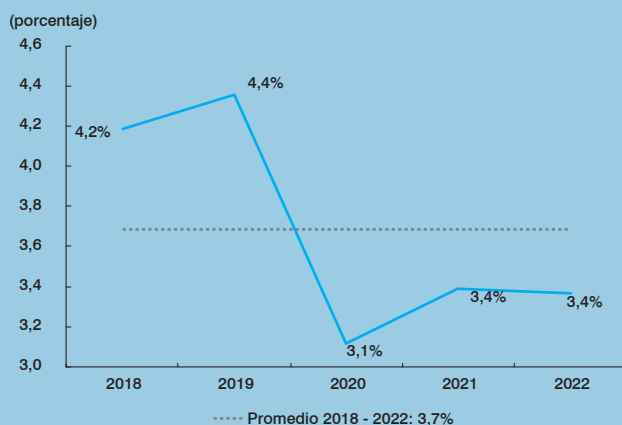
Por otra parte, en el Gráfico R6.3 se presentan los egresos por costos de producción y distribución de los billetes y monedas puestos en circulación, tanto en nivel como en variación real anual. En 2018 se proyecta un crecimiento real anual de 4,2%, y a partir de 2019 la variación de los egresos es consistente con el

Gráfico R6.3
Egresos por emisión y puesta en circulación de especies monetarias, 2018-2022

A. Miles de millones de pesos de 2018



B. Variación porcentual real anual ^{a/}



a/ El crecimiento de 2018 se calcula con base en el presupuesto aprobado para 2017.

Fuente: Banco de la República.

crecimiento económico proyectado (entre 3,2% y 3,6% anual), lo que constituye un determinante principal de la demanda de dinero.

Es importante mencionar que esta proyección no considera los gastos relacionados con el proyecto de la ley del “nuevo peso”.

Por su parte, durante el quinquenio se proyecta un crecimiento real de la inversión de

¹ De excluirse estos gastos extraordinarios, el crecimiento nominal de los otros gastos corporativos sería nulo.

7,8%². Por rubros, en el Cuadro R6.2 se presenta el crecimiento real anual promedio.

Este crecimiento es el resultado de los proyectos incluidos para el área de tecnología e industrial, que obedece a los lineamientos aprobados en el *Plan Estratégico* del Banco para el período 2017-2021, lo cual incluye como uno de sus temas pilares el relacionado con la “eficiencia”. Esto implica la inclusión de proyectos de inversión para renovar equipos y *software* que garanticen la prestación de servicios en áreas tales como el Sistema de Estadísticas Cambiarias, el Depósito Central de Valores y todo lo relacionado con maquinaria y equipos de la Imprenta de Billetes y la Fábrica de Moneda, entre otros. Asimismo, se incluyeron proyectos de inversión requeridos para el mantenimiento de los edificios del Banco.

Cuadro R6.2
Crecimiento promedio real anual de la inversión
del Banco de la República, 2018-2022

Total	7,8
Infraestructura	5,8
Tecnología	5,7
Industrial	35,7
Cultural	0,9
Otros	37,9

Fuente: Banco de la República.

² Este crecimiento se calculó con base en los datos de inversión ejecutados durante 2017 y no sobre el presupuesto aprobado. Lo anterior, debido a la baja ejecución de inversión en 2017 que obligó a incluir proyectos de 2018 en adelante para mantener en buen funcionamiento los edificios del Banco y considerar la reposición de equipos en el área industrial. Además, se incluyó la reposición que debe realizarse sobre vehículos blindados para el transporte de especies monetarias, cuya inversión se presenta en el rubro “otros”.

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

La Ley 1484 del 12 de diciembre de 2011 autorizó la incorporación del Banco de la República como accionista del Banco de Pagos Internacionales (BPI). De acuerdo con la autorización conferida, el Banco suscribió 3.000 acciones del BPI 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 29 de junio de 2017 por concepto de dividendos el Banco recibió USD 1.244.985,48, correspondientes al ejercicio contable del BPI que finalizó en marzo de 2017 (abril de 2016 a marzo de 2017), lo cual equivale a una rentabilidad anual del 1,3%¹.

La incorporación del Banco de la República al BPI 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 los bancos centrales, lo cual contribuye a entender mejor los desafíos que afectan a varios países y a implementar medidas de política apropiadas. Asimismo, el Banco participa en diversos grupos consultivos coordinados por el BPI, como el Consejo Consultivo para las Américas (CCA), los cuales 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 CCA, el cual está conformado por los gobernadores de los bancos centrales del continente americano miembros del BPI², el Banco participa activamente en proyectos de investigación y conferencias en diversas áreas de banca central. Entre ellas, el Comité Científico (que comprende a los economistas jefe de los respectivos bancos centrales) que organiza la red anual de investigación, y que para 2017 se enfocó en los efectos de la política monetaria, las tasas de interés, la inflación y los flujos de capital³. En 2018 esta conferencia, que se realizará en Río de Janeiro, tratará el tema del uso de microdatos en la investigación económica de los bancos centrales. Bajo la línea de este mismo Comité este año continúa la red de investigación iniciada en 2017 sobre el traslado de variaciones en la tasa de cambio (*pass through*) sobre la inflación y el comercio, utilizando datos por empresa⁴.

En 2017 Bogotá fue la sede de la reunión anual del Comité Consultivo de Directores de Estabilidad Financiera del CCA. En esta reunión los encargados del área de estabilidad financiera de los diferentes bancos centrales discuten sobre aspectos recientes de coyuntura internacional y sobre los avances en temas de investigación aplicados al análisis de estabilidad financiera de los países miembros de este grupo. Igualmente, en este encuentro se revisan los avances de los grupos de trabajo asociados a este comité. Entre los mismos se mencionó la culminación en 2017 de la red de investigación

¹ La Asamblea General del BPI aprobó el pago de un dividendo de 300 DEG por acción. La rentabilidad corresponde a la razón entre el dividendo recibido y el precio de suscripción por acción (21.904 DEG).

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

³ La agenda y los documentos están disponibles en: <http://www.bis.org/events/ccaconf2017/agenda.htm>

⁴ La descripción del proyecto se encuentra en: https://www.bis.org/am_office/rsn/erkdeit.htm

sobre evaluación de políticas macroprudenciales utilizando datos de registro de crédito⁵ (información de los créditos en el nivel individual) con la publicación de las contribuciones de los bancos centrales de la región en la serie de documentos BIS Working Papers⁶. Algunos de los documentos de esta red serán publicados en un número especial del *Journal of Financial Intermediation*, la cual es una revista académica de alto reconocimiento internacional. En el marco de este grupo, y trabajando de nuevo con datos de registros de crédito, en 2017 se inició una red para evaluar el efecto del cambio en los modelos de negocio de los bancos comerciales sobre el canal de crédito de la política monetaria⁷. Adicionalmente, y también durante el año pasado se inició un grupo de trabajo con el objetivo de compartir experiencias entre bancos centrales y mejorar los ejercicios que permiten evaluar la resistencia del sistema financiero ante diferentes choques (*stress testing*). En este grupo se está evaluando la posibilidad de realizar un ejercicio común entre los países.

En el marco de las reuniones anuales de subgobernadores de bancos centrales de países emergentes miembros del BPI, la cual estuvo enfocada en 2017 en la implementación de políticas macroprudenciales y su relación con otros instrumentos, el Banco participó y preparó un documento que fue publicado en la serie BIS Papers⁸ en diciembre de 2017, haciendo referencia a la experiencia del caso colombiano en el uso de políticas macroprudenciales y su marco institucional, así como sus principales retos.

Por último, el Banco es miembro del Grupo Consultivo de Directores de Operaciones (CGDO), una red de representantes de los bancos centrales responsables de las operaciones de banca central. En 2017 se culminó un grupo de trabajo encargado de estudiar la liquidez en el mercado cambiario de los países de la región, cuyos resultados fueron publicados en la serie de BIS Papers⁹.

⁵ La descripción del proyecto y los trabajos publicados están disponibles en: https://www.bis.org/am_office/wgfinstab/teompaiwmp.htm

⁶ La descripción del proyecto así como los documentos publicados se encuentra disponible en: https://www.bis.org/am_office/wgfinstab/teompaiwmp.htm

⁷ La descripción del proyecto se encuentra en https://www.bis.org/am_office/wgfinstab/cbbm.htm

⁸ BIS Paper núm. 94 “Macroprudential Frameworks, Implementation and Relationship with Other Policies”. La contribución del Banco de la República está disponible en: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap94i.pdf>

⁹ El documento que resume los resultados de esta red está disponible en: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap90.htm>



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 para la administración del riesgo son las siguientes:

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

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

Riesgo crediticio: solamente se invierte en activos que cuenten con altas calificaciones crediticias según las principales agencias califi-

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

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

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

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

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 tramo de corto plazo, el tramo 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 este tramo está conformado por el *capital de trabajo* y un portafolio pasivo. El *capital de trabajo* es el portafolio al cual ingresan los recursos que provienen de la intervención en el mercado cambiario, y sus inversiones se concentran en activos de muy corto plazo denominados en dólares. Dado que el objetivo de este tramo es dar liquidez inmediata para propósitos de intervención en el mercado cambiario, el capital de trabajo está concentrado en depósitos e inversiones que se pueden liquidar en un día con un costo muy bajo. El *portafolio pasivo* es el principal componente del tramo de corto plazo. Este portafolio se caracteriza por invertir en un mayor número de instrumentos y tener un plazo y un perfil de rentabilidad esperado superior al del capital de trabajo, buscando que el rendimiento esperado del portafolio, excluyendo el componente cambiario, sea positivo en doce meses con un nivel de confianza del 95%. El *portafolio pasivo* está invertido en múltiples monedas con el fin de replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país y busca tener una rentabilidad similar a la del índice de referencia³. A diciembre de 2017 el valor del tramo de corto plazo era de USD 28.997,68 m, de los cuales USD 926,33 m corresponden al ca-

pital de trabajo y USD 28.071,35 m al portafolio pasivo.

El *tramo de mediano plazo* se ejecuta con un plazo y un perfil de rentabilidad esperado superior al del tramo de corto plazo. El objetivo del tramo de mediano plazo es maximizar la rentabilidad ajustada por riesgo en dólares estadounidenses, la moneda en la cual se valoran las reservas internacionales, para la porción del portafolio que se considera menos probable de utilizar en un plazo de doce meses. Al tener un tramo de mediano plazo se busca aumentar la rentabilidad esperada de las reservas internacionales en el largo plazo, preservando un portafolio conservador. Se busca que el rendimiento esperado en dólares 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, en su mayoría, por portafolios de manejo activo que buscan generar una rentabilidad más alta que el índice de referencia⁴. A diciembre de 2017 el valor del tramo de mediano plazo ascendía a USD 16.243,74 m.

El último tramo corresponde a las inversiones de las reservas internacionales en oro físico certificado que se puede negociar fácilmente en mercados internacionales. El oro permite diversificar el portafolio de inversión ya que su precio se comporta de forma diferente al de los títulos en los cuales se invierten los tramos de corto y mediano plazos. A diciembre de 2017 el valor de mercado del oro en las reservas ascendía a USD 432 m.

Los títulos valores del portafolio de inversión se encuentran depositados en entidades financieras conocidas como custodios⁵. 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

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

⁴ En la sección “Programa de administración externa” se explica que uno de los siete portafolios activos es administrado directamente por el Banco de la República y el resto por administradores externos. Allí también se puede encontrar la explicación del funcionamiento de este programa.

⁵ En la actualidad la calificación crediticia mínima de los custodios es A-.

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 referencia⁶. Se construyen índices diferentes para el tramo de corto plazo y para el tramo de mediano plazo, con el fin de reflejar sus objetivos de inversión. Los índices sirven como marco de referencia para medir la gestión de cada uno de los portafolios. A continuación se explica la forma como se construyen los dos índices de referencia.

Para construir el índice del tramo de corto plazo⁷ se determina, en primer lugar, una composición cambiaria objetivo, la cual busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país⁸. Se pretende que las monedas diferentes al dólar se aprecien en períodos en los que aumenta el valor en dólares de los pagos externos del país, lo cual implica que el valor de estas monedas puede reducirse frente al dólar en períodos en los cuales el valor en dólares de los pagos externos disminuye. Al 31 de diciembre de 2017 la composición cambiaria del índice del tramo de corto plazo era 82% dólares de los Estados Unidos, 9% dólares australianos, 5% dólares canadienses, 2% 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 riesgo⁹.

Para la construcción del índice del tramo de mediano plazo se sigue un procedimiento similar con dos diferencias fundamentales: en primer lugar, no se coloca 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 A muestra los índices de referencia de los tramos de corto y mediano plazo¹⁰. Los dos portafolios tienen un nivel de riesgo de mercado bajo. La duración modificada del índice del tramo de corto plazo es 1,73 y la del tramo de mediano plazo de 2,59¹¹.

4. Programa de administración externa

El Banco de la República gestiona directamente el tramo de corto plazo, una porción del tramo de mediano plazo y el tramo del oro (USD 33.905,38 m o 74,23% del portafolio de inversión). El resto de los recursos del tramo de

⁶ 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).

⁷ 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.

⁸ Véase Recuadro “Nueva composición cambiaria del portafolio de reservas internacionales” en el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de marzo de 2012 para una explicación detallada de la metodología de composición cambiaria de las reservas, pp. 127-130.

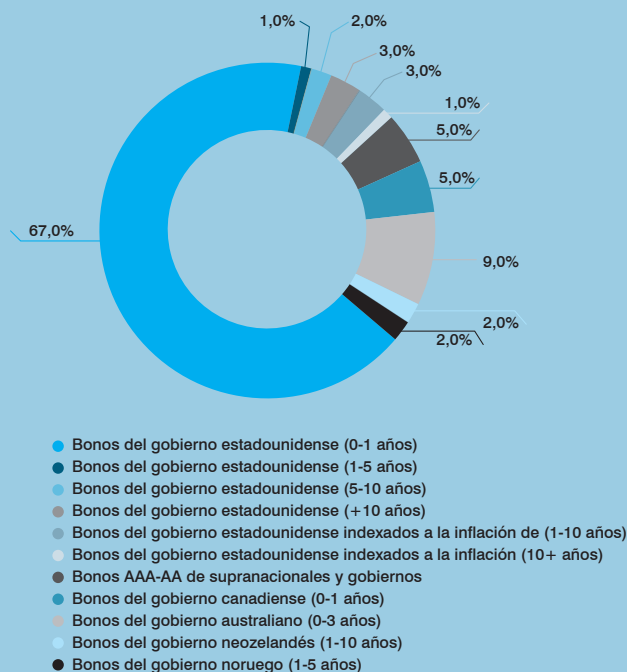
⁹ La descripción detallada de la metodología para la construcción del índice de referencia se encuentra en el recuadro “Explicación técnica de la metodología de construcción del índice de referencia” en el informe de *Administración de las Reservas Internacionales* de marzo de 2013, pp. 31-32.

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

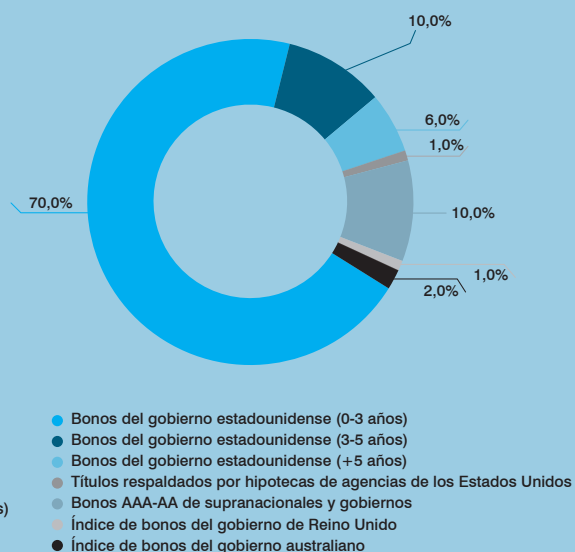
¹¹ La duración modificada se define como la disminución (aumento) porcentual en el valor del portafolio frente a un aumento (disminución) de 1% en todas las tasas de interés.

Gráfico A
Composición del índice de referencia
(al 31 de diciembre de 2017)

1. Tramo de corto plazo



2. Tramo de mediano plazo



Nota: Merrill Lynch, entre otros, construyen índices que permiten medir el desempeño de diferentes sectores del mercado de renta fija. Los índices de bonos de gobierno incluyen todos los instrumentos que cumplen con condiciones mínimas de tamaño y liquidez. Sus reglas son de conocimiento público.

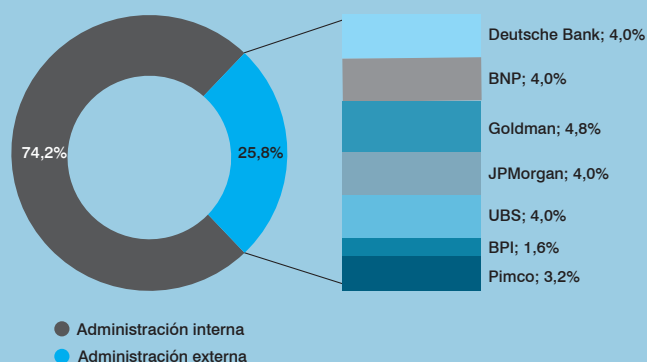
Fuente: Banco de la República.

mediano plazo es gestionado por administradores externos de portafolios.

Al finalizar diciembre de 2017 el programa de administración externa ascendía a USD 11.768,09 m (25,8% del portafolio de inversión). El propósito de utilizar administradores externos es generar retornos superiores al índice de referencia y capacitar a los funcionarios del Banco en la gestión de inversiones internacionales. Las firmas escogidas para participar en el programa tienen una alta capacidad de análisis de los mercados financieros y una infraestructura sofisticada que puede ser aprovechada en la definición de estrategias de inversión.

En la actualidad las firmas privadas que participan en el programa de administración externa son: Deutsche Asset Management International GmbH, BNP Paribas Asset Management USA, Inc., Goldman Sachs Asset Management, L.P., J.P. Morgan Asset Management (UK) Limited, Pacific Investment Management Company LLC y UBS Asset Management (Americas) Inc. (Gráfico B). Las firmas privadas que participan en el programa son escogidas mediante procesos competitivos y son evaluadas permanentemente. Los recursos que manejan estas entidades se encuentran en las cuentas de custodia del Banco de la República y los contratos de los administradores se pueden

Gráfico B
Composición del portafolio de inversión
(al 31 de diciembre de 2017)



Nota: valores aproximados debido al redondeo.

Fuente: Banco de la República.

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 (BPI) también se consideran parte del programa de administración externa. A estos fondos solamente tienen acceso los bancos centrales y entidades multilaterales y tienen como propósito hacer inversiones en activos apropiados para las reservas internacionales mundiales, en un esfuerzo cooperativo entre países¹².

12 En la actualidad se invierte en un fondo de títulos indexados a la inflación emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos (USD 109,23 m), un fondo de títulos emitidos por el gobierno de China (USD 255,01 m), un fondo de títulos emitidos por el gobierno de Corea (USD 108,56 m) y un fondo de títulos emitidos por corporaciones no financieras (USD 249,46 m).