

# Resumen ejecutivo

## Contexto internacional

En 2013 la economía global mostró un lento ritmo de crecimiento, alrededor de 3%, similar al observado en 2012 (3,1%). Al igual que en años anteriores, esta expansión fue liderada por las economías emergentes (4,7%), cuyo dinamismo compensó parcialmente el menor desempeño de las economías avanzadas (1,3%)<sup>1</sup>. Este patrón parece estar comenzando a cambiar: durante la segunda mitad del año las economías desarrolladas mostraron síntomas favorables, que permitieron un repunte en los indicadores de comercio e industria manufacturera global. Por su parte, en 2013 las economías emergentes mostraron una actividad económica más moderada, comparada con el período 2010-2012, cuando alcanzaron crecimientos superiores al 5% anual.

## Economías desarrolladas

En el caso de los Estados Unidos, la economía enfrentó un nuevo ajuste en sus finanzas públicas, el cual implicó un incremento en los impuestos y una disminución en el gasto público. Pese al efecto que esto tuvo en la confianza de los agentes, el dinamismo del sector privado fue favorable, y compensó con creces los efectos contractivos del ajuste fiscal. De esta forma, la economía estadounidense se expandió 1,9% en 2013, lo que representó una desaceleración frente al año anterior (2,8%). Sin embargo, cabe resaltar que durante el segundo semestre del año la actividad económica en ese país evidenció un repunte importante gracias al mayor dinamismo de la inversión privada. Del mismo modo, las cifras de consumo fueron algo más favorables en los últimos meses del año. Otro síntoma positivo fue la caída de la tasa de desempleo del 7,9% en diciembre de 2012 a 6,7% un año después. No obstante, una parte no despreciable de esta reducción fue explicada por la disminución en la fuerza de trabajo, como resultado de la salida de pensionados y trabajadores desalentados del mercado laboral ante la larga duración de su desempleo. Por su parte, los indicadores de actividad en el mercado de vivienda estadounidense siguieron recuperándose en 2013, a pesar de que durante el tercer trimestre se evidenció alguna desaceleración,

<sup>1</sup> Estimaciones del Fondo Monetario Internacional (2014). *World Economic Outlook Update*, 21 de enero.

lo cual coincidió con el incremento en las tasas de interés hipotecarias tras los anuncios de la Reserva Federal sobre el posible retiro del programa de estímulo monetario (*tapering*).

En la zona del euro nuevamente se registró una contracción del producto interno bruto (PIB) durante 2013 (-0,4%), aunque a un ritmo inferior al observado en 2012 (-0,7%). A pesar de esta caída anual, en términos trimestrales la producción comenzó a expandirse a partir de marzo, y durante algunos trimestres evidenció crecimientos superiores a los esperados por los analistas. Dentro de los países de la región se destaca el comportamiento de Alemania, que continuó siendo el motor de crecimiento de la zona. De igual forma, algunos países de la periferia, como España, Italia y Portugal, empezaron a mostrar tasas positivas de expansión, indicando que la recesión estaría terminando. Por su parte, en Francia, a pesar del deterioro observado en sus indicadores de confianza en el último trimestre del año, la economía creció entre septiembre y diciembre.

El repunte de algunos indicadores de actividad real en los sectores de manufacturas y servicios explica el menor deterioro de la zona del euro en 2013. De igual forma, los más recientes ajustes fiscales fueron menos restrictivos que en 2012, por lo que la contribución negativa del sector público fue menor. Pese a ello, la tasa de desempleo sigue elevada, en especial en los países de la periferia, lo que junto a un crédito que continúa contrayéndose, impide una mayor recuperación de la demanda interna. En su más reciente informe sobre perspectivas globales, el Fondo Monetario Internacional (FMI) resalta el riesgo deflacionario de la zona del euro como una nueva vulnerabilidad para la recuperación de esta región, teniendo en cuenta que las inflaciones total y básica completaron varios trimestres reduciéndose, y en diciembre se ubicaron por debajo del 1%.

En otras economías desarrolladas la actividad económica se aceleró, como en el caso del Reino Unido y Japón. Las medidas de estímulo en este último país estarían soportando su mayor tasa de expansión. Pese a ello, el crecimiento del cuarto trimestre estuvo por

debajo de lo esperado por los analistas. En el Reino Unido la recuperación de la demanda interna estaría contribuyendo a su mayor dinamismo.

### Economías emergentes

Entre 2012 y 2013 el crecimiento de las economías emergentes se desaceleró levemente, al caer de 4,9% a 4,7%. En el caso de América Latina se redujo de 3,0% a 2,6% entre estos dos años, debido al bajo ritmo de recuperación de Brasil y al menor dinamismo de economías como México, Chile y Perú. Adicionalmente, la caída en los precios internacionales de algunos bienes básicos exportados por la región afectó los términos de intercambio de varios países y redujo sus ingresos por exportaciones. En algunas economías latinoamericanas esta situación fue parcialmente compensada por el dinamismo de la demanda interna y por la implementación de medidas de estímulo.

Para las economías emergentes de Asia el crecimiento entre 2012 y 2013 pasó de 6,4% a 6,5%. En el caso de China se registró una expansión de 7,7%, similar a la de 2012, pero que representa una desaceleración leve en relación con años anteriores. Un hecho por resaltar es la disposición de las autoridades chinas a controlar la rápida expansión del crédito y, en particular, el otorgado por la banca menos regulada (*shadow banking*). Aunque la limitación en el crecimiento del crédito podría afectar la expansión de la demanda interna en los próximos trimestres, las vulnerabilidades de su sector financiero se reducirían.

Otro hecho importante en el plano internacional fueron las noticias relacionadas con el posible desmonte del relajamiento monetario por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed), lo cual afectó el comportamiento de los mercados financieros de las economías emergentes. En una primera instancia, en mayo y junio se incrementó la incertidumbre en estos países, por lo que se produjeron salidas de capitales y depreciaciones en sus monedas. Las economías que experimentaron mayores movimientos en sus mercados de activos y de

divisas fueron aquellas percibidas por los inversionistas como más vulnerables y dependientes de los flujos de corto plazo. La volatilidad de los mercados financieros se redujo en el cuarto trimestre como respuesta a los anuncios de la Fed, en los que aclaraba que el retiro del estímulo se haría de forma gradual y estaría condicionado a la evolución favorable de la actividad real en los Estados Unidos, en particular, de su mercado laboral y de la inflación. De igual forma, la Fed reiteró su compromiso de mantener las tasas de interés en los niveles actuales, por lo menos hasta mediados de 2015.

### Perspectivas para 2014

Para el presente año los analistas estiman un repunte en el crecimiento mundial, fundamentado en la recuperación de las economías desarrolladas y, en menor medida, por el dinamismo de los países emergentes. Se espera que la actividad económica en los Estados Unidos se acelere debido a la contribución positiva del sector privado, mediante el consumo de los hogares y de la inversión, y gracias a una disminución en los efectos contractivos del ajuste fiscal. Por su parte, la actividad real en la zona del euro seguiría recuperándose a un ritmo lento, apoyada en la mejora de la confianza de empresarios y consumidores, así como en menores ajustes de las finanzas públicas.

En relación con los países emergentes, se espera que la desaceleración de China continúe, aunque a un ritmo lento. Para el caso de América Latina, se prevé una aceleración en México y un crecimiento bajo en Brasil (similar al de 2013). La recuperación de las economías desarrolladas, al igual que la normalización de algunos choques de oferta, explicarían el mejor comportamiento de otros países exportadores de bienes básicos frente a lo observado el año anterior.

Si bien para este año los analistas prevén una mejor dinámica de la economía global, la actividad real sigue presentando riesgos no despreciables a la baja. Entre estos, la evolución de la política monetaria de los Estados Unidos, que podría afectar el crecimiento

mundial más allá de lo esperado. De igual forma, la vulnerabilidad económica y financiera de la zona del euro se mantiene, por lo que de nuevo se podrían estrechar las condiciones de financiamiento para los países de la periferia o su actividad real podría deteriorarse otra vez. En relación con las economías emergentes, se identifican algunos riesgos financieros en China y de inestabilidad macroeconómica en países con amplios déficits en su cuenta corriente, niveles bajos y decrecientes de las reservas internacionales y alta dependencia de los flujos de capital de corto plazo. Una situación desfavorable en estos países podría impactar a otros emergentes vía una mayor percepción generalizada de riesgo.

## La economía colombiana

### Actividad económica

En el año 2013 la economía colombiana creció 4,3%, tasa levemente superior a la registrada para 2012 (4,0%). A pesar del débil entorno internacional, el dinamismo de algunos factores internos, como la inversión en construcción de obras civiles y vivienda —estimulada por políticas gubernamentales y por condiciones amplias de liquidez, crédito y bajas tasas de interés—, ayudaron a sostener el desempeño de la economía en un nivel satisfactorio. Igualmente, el consumo final del Gobierno creció a un ritmo importante, mayor que el del resto de la economía y ligeramente por encima del observado el año anterior. El consumo de los hogares se expandió a una tasa anual de 4,5%.

Con respecto a los rubros de comercio exterior, se observaron desaceleraciones en las tasas de crecimiento de las importaciones y las exportaciones. La menor expansión de las compras al exterior se explica por el desempeño modesto de las importaciones de bienes de capital y de materias primas, debido en parte a la caída en la actividad industrial durante 2013. Por su parte, el comportamiento de las exportaciones obedeció tanto a la dinámica relativamente pobre de la demanda externa

como a los distintos choques de oferta que se presentaron en el sector minero a lo largo del año, los cuales afectaron sobre todo las ventas de carbón al exterior.

Por el lado de las ramas de actividad, las de mayor dinamismo fueron la construcción (9,8%), tanto de edificaciones como de obras civiles, la agricultura (5,2%) y los servicios sociales (5,3%). En lo que respecta a la agricultura, se destaca el significativo dinamismo del café (22,3%). Un comportamiento más irregular se presentó en los sectores minero y manufacturero. En el primer caso, aunque el crecimiento fue de 4,9%, estuvo por debajo de lo observado en años anteriores (10,3% en promedio desde 2008 a 2012), debido en particular a la menor producción de carbón, la cual cayó 4,0% en 2013, como consecuencia de paros laborales y problemas medioambientales durante el primer y el tercer trimestres del año. Con respecto a la industria, por segundo año consecutivo se observó un retroceso, el cual se explicaría por una débil demanda externa, una mayor competencia internacional y algunos choques de oferta.

### Perspectivas de la economía colombiana para 2014

El pronóstico del equipo técnico del Banco de la República para 2014 prevé un rango de crecimiento de la economía colombiana entre 3,3% y 5,3%, con una tasa de 4,3% como más probable, la cual es cercana al promedio observado desde 2001. Una combinación de factores externos e internos contribuiría a lograr este resultado. En el entorno internacional, la mejor perspectiva de las economías avanzadas favorecerá el comportamiento de las exportaciones no tradicionales y fortalecerá los ingresos por remesas recibidas del exterior. En el ámbito local, la postura expansiva de la política monetaria seguiría teniendo efectos positivos sobre la actividad real, al mantener amplias condiciones de liquidez y facilitar el crédito. La baja inflación continuará beneficiando el poder adquisitivo del ingreso de los hogares y por esta vía su consumo, el cual se

sostendría, a su vez, por la reducción de la tasa de desempleo y el incremento de la confianza del consumidor. La formación bruta de capital fijo podría ser otro factor de estímulo al crecimiento, impulsada por la inversión en obras civiles, principalmente en infraestructura vial y telecomunicaciones. De igual manera, la construcción de vivienda de interés prioritario, junto con los estímulos generados por el subsidio en la tasa de interés para créditos hipotecarios, podrían desempeñar un papel importante en el presente año.

Frente a los riesgos que podría significar el retiro del estímulo monetario en los Estados Unidos y un eventual aumento de sus tasas de interés, Colombia cuenta con claras fortalezas respaldadas en un régimen creíble de metas de inflación y de flotación cambiaria, acumulación importante de reservas internacionales, bajos niveles de deuda pública y privada, y solidez de su sistema financiero. Todo ello le da a la economía colombiana una alta capacidad para hacer uso de políticas macroeconómicas contracíclicas, que le permitan amortiguar una posible desaceleración y los efectos resultantes del cambio en las condiciones internacionales.

### Mercado laboral

En el año 2013 se presentó una reducción significativa de la tasa de desempleo, que para el último trimestre registró un promedio de 8,2% para el total nacional y de 9,2% para las trece principales áreas urbanas. Este descenso fue en particular importante durante el segundo semestre del año, alcanzando los niveles más bajos desde 2001. La reducción de la tasa de desempleo obedeció en especial a una mayor demanda de mano de obra. Casi la totalidad del empleo generado en 2013 fue asalariado y formal, explicado en su mayoría por la expansión del tipo calificado, lo que evidencia una mejora en la calidad de los puestos de trabajo generados por la economía. Esta tendencia podría, en parte, atribuirse a la reforma tributaria que entró en vigencia a comienzos de año y a la ley del primer empleo aplicada a

partir de 2011. Ambas medidas incluían entre sus objetivos reducir la intermediación laboral e impulsar la formalización.

## Inflación

Al finalizar 2013 la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC) se situó en 1,94%, por debajo del límite inferior del rango meta establecido por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para este año (de 2,0% a 4,0%). En el transcurso del año la inflación se mantuvo en niveles más bajos que los de 2012 y cercanos al 2,0%. Igualmente, la inflación básica, que se ubicó alrededor de 2,5%, también registró una reducción, aunque en menor magnitud que la total.

Diversos factores, tanto de oferta como de demanda, contribuyeron a mantener el bajo nivel de inflación observado en 2013. En el primer grupo se incluye la reforma tributaria de 2012 (efectiva a partir de 2013), la cual introdujo una disminución de los impuestos indirectos para materias primas y varios bienes y servicios finales como combustibles, vehículos, algunos alimentos y comidas fuera del hogar, entre otros. Un segundo factor consistió en la reducción de las tarifas en algunos servicios públicos, como aseo y pasajes del transporte urbano, por decisión de administraciones locales, como la de Bogotá, lo que, junto a las disminuciones del precio interno de los combustibles, permitió mantener en niveles muy bajos la variación anual de los precios de los bienes y servicios regulados. Por otro lado, los precios de los alimentos producidos en el país tendieron a presentar aumentos moderados gracias a las buenas condiciones climáticas y a la fase ascendente del ciclo de producción agropecuaria. A lo anterior se sumaron los descensos en las cotizaciones internacionales de los bienes agrícolas importados por el país, los cuales compensaron la depreciación del peso. Por último, la estabilidad del precio internacional del petróleo y las caídas en los precios de otras materias primas limitaron las alzas de los costos de producción y

transporte, tal como se refleja en la variación negativa del índice de precios al productor (-0,49%) en 2013.

Estos factores de oferta moderadores de la inflación se complementaron con un comportamiento de la demanda agregada durante 2013, que tampoco ejerció presiones alcistas sobre los precios, como resultado de un crecimiento de la economía cercano a su capacidad potencial. Esto permitió que la variación anual del índice de precios de los bienes y servicios no transables descendiera un poco (de 3,9% a 3,6%), y que el promedio de los indicadores de inflación básica permaneciera estable alrededor de 2,5% durante el año. Adicionalmente, no se registraron presiones de costos salariales, a pesar de la reducción en la tasa de desempleo, a lo que se sumaron los menores aportes parafiscales al Instituto Colombiano de Bienestar Familiar (ICBF) y al Servicio Nacional de Aprendizaje (SENA), que representan un 5% del salario y que contribuyeron a disminuir los costos de contratación laboral para las firmas.

Los pronósticos del equipo técnico del Banco de la República indican que durante 2014 la variación anual del IPC se acercará lentamente al 3%, que corresponde al punto medio del rango meta de largo plazo (entre 2,0% y 4,0%). Una tendencia similar de convergencia se anticipa en los indicadores de inflación básica, en particular en la medida sin alimentos. Las expectativas, que han permanecido ancladas alrededor de 3,0%, deben contribuir a que los pronósticos anteriores se cumplan.

Este pronóstico enfrenta riesgos al alza y a la baja, los cuales se consideran balanceados. En el primer caso, una depreciación mayor del peso, debido a la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos, podría inducir una variación en los precios mayor que la prevista. Pese a ello, el riesgo de que se incumpla la meta seguiría siendo bajo, gracias al nivel en el cual se encuentra la inflación hoy en día, y a la escasa transmisión que existe en Colombia entre la devaluación y los precios. Con respecto a los riesgos a la baja, el más importante

sigue siendo un menor crecimiento mundial, con caídas más fuertes que las previstas en las cotizaciones internacionales de las materias primas, debido a los problemas estructurales que enfrentan varias economías desarrolladas y emergentes.

### Política monetaria

Durante el primer trimestre de 2013 la JDBR consideró apropiado reducir la tasa de interés de referencia desde 4,25% en diciembre de 2012 hasta 3,25% en marzo de 2013<sup>2</sup>. Este relajamiento de la política monetaria se tomó teniendo en cuenta el análisis que sugería que la actividad económica podría desacelerarse en el primer trimestre del año y que el crecimiento sería menor al de su potencial. Esto permitía descartar presiones de demanda sobre los precios. Aunque el crecimiento trimestral repuntó en los siguientes trimestres, se mantuvo alrededor de la capacidad potencial de la economía, por lo cual no se identificaron riesgos inflacionarios. Adicionalmente, las expectativas de inflación a diferentes plazos permanecieron cerca o por debajo de 3%. En tales condiciones, hasta la fecha la JDBR ha mantenido inalterada la tasa de política en 3,25%, con el propósito de estimular la demanda agregada.

### Tasas de interés y crédito

El recorte de 100 puntos básicos (pb) de la tasa de intervención del Banco de la República durante el primer trimestre de 2013 se transmitió plenamente a las demás tasas de interés de la economía. Así, en dicho período la tasa interbancaria a un día (TIB) descendió 101 pb y a finales del año se ubicó en 3,26%. Por otra parte, las tasas de captación de los depósitos a término del sistema financiero descendieron en 117 pb para la DTF (a noventa días) y 115 pb para el total de CDT. En el caso de las tasas

de colocación, en general se observó un mayor descenso durante el año, con caídas de 204 pb para la tasa de interés de vivienda, 175 pb para los créditos comerciales y 158 pb para las de tarjetas de crédito. En los créditos de consumo la reducción fue de 63 pb.

El mercado de deuda pública también se vio estimulado por la reducción de la tasa de interés de referencia, al disminuir el costo de fondeo de los títulos de deuda pública (TES), contribuyendo a su valorización. De esta manera, en los primeros cuatro meses de 2013 los precios de los TES se incrementaron, disminuyendo sus tasas de interés. Esta tendencia se vio reforzada por una inflación baja y menores expectativas; por la mejora en la perspectiva y en la calificación de la deuda soberana de Colombia, y por la reforma tributaria de 2012 que redujo la carga impositiva para los inversionistas extranjeros de portafolio, todo lo cual aumentó el atractivo de invertir en TES. A pesar de que la tasa de política se ha mantenido inalterada en 3,25%, la tendencia decreciente de las tasa de interés de los TES se revirtió a partir de mayo de 2013, como resultado de los indicios sobre el posible retiro del programa de compra de activos por parte de la Fed.

En materia de crédito, en 2013 el crecimiento de la cartera total se desaceleró, pero continuó siendo superior al del PIB nominal. El saldo de la cartera bruta en moneda nacional creció 14,3% anual y su saldo a final del año ascendió a \$260.353 mm (37% del PIB). Los créditos según modalidad (comercial más microcrédito, consumo e hipotecaria) han mostrado un comportamiento diverso. La cartera de consumo presentó un menor ritmo de crecimiento, con variaciones anuales cercanas a 12% en el último trimestre de 2013. Los créditos a empresas, representados por la cartera comercial y la de microcrédito, se aceleraron a partir del segundo trimestre del año, de tal forma que su variación anual conjunta fue de 12,9% en diciembre de 2013 frente a 11,6% en marzo. Igual sucedió con la cartera hipotecaria ajustada por titularizaciones, cuya expansión se aceleró desde 14% anual en mar-

<sup>2</sup> 25 puntos básicos (pb) en cada una de las reuniones de enero y febrero y 50 pb en la de marzo.

zo de 2013 a 15,5% en diciembre del mismo año.

### Riesgos del sistema financiero

El cambio en las condiciones financieras internacionales, debido al retiro gradual del estímulo monetario por parte de la Fed en los Estados Unidos, puede crear tensiones en el sistema financiero colombiano, dada la volatilidad que esta situación puede generar sobre el precio de los activos y las tasas de interés. De allí la importancia de evaluar la exposición de los principales intermediarios financieros a los riesgos en los mercados de TES y de crédito, al igual que al riesgo de liquidez. El presente informe realiza una evaluación de los anteriores riesgos y concluye lo siguiente: i) si bien ha aumentado la exposición del sistema financiero a las pérdidas por valoración del portafolio de TES, estas se estiman inferiores a las observadas en los períodos de mayor volatilidad; ii) en el mercado de crédito los indicadores de riesgo (indicador de calidad y de mora de la cartera) no variaron y continúan ubicándose por debajo del promedio calculado en los últimos cinco años (exceptuando el microcrédito); iii) el indicador de liquidez sugiere que el sistema financiero puede atender de forma suficiente sus obligaciones, donde los bancos presentan los mayores niveles y las cooperativas los menores. Se encuentra, además, que el sistema financiero está en condiciones adecuadas para enfrentar una situación de baja liquidez.

### Balance externo

En 2013 la economía colombiana registró un déficit en la cuenta corriente de 3,4% del PIB, cifra ligeramente superior a lo observado el año anterior (3,2% del PIB). Esta ampliación se explica principalmente por el menor superávit en el comercio de bienes, como resultado de la contracción de las ventas externas del país debido, en parte, a la reducción generalizada de los precios internacionales de los principales productos de exportación. Así, por ejemplo, el

valor en dólares de las exportaciones de carbón se redujo 14% anual, por efecto tanto de la caída en su cotización como por problemas en su producción, los cuales afectaron los volúmenes despachados. En el caso del petróleo y sus derivados, las menores cotizaciones internacionales fueron compensadas por un incremento en las cantidades exportadas, permitiendo un crecimiento anual de 1,6% en sus exportaciones en dólares. El menor valor de las ventas externas fue compensado de manera parcial por la desaceleración en las importaciones, en especial de bienes de capital, continuando con la tendencia observada desde el año anterior. Asimismo, la menor remisión de utilidades por parte de la actividad extractiva del carbón evitó un mayor deterioro del balance en la cuenta corriente.

El déficit de la cuenta corriente fue financiado con un superávit de la cuenta de capital, equivalente a 5,1% del PIB y superior al registrado en 2012. El principal origen de los recursos de capital fueron los ingresos por inversión extranjera directa (IED) por un valor de US\$16.772 m, especialmente en los sectores de petróleo y minería, como también en industria manufacturera, transporte y comunicaciones. A su vez, las inversiones directas de capital colombiano en el exterior alcanzaron un valor de US\$7.652 m, nivel significativamente alto frente a lo observado en 2012.

Para 2014 el balance externo de la economía colombiana podría verse beneficiado por los mejores resultados esperados para la economía de los Estados Unidos y el fin de la recesión en la zona del euro, lo que impulsaría una mayor dinámica de la demanda externa para el país. Lo anterior, junto con unas buenas expectativas de producción local y una relativa estabilidad en los precios internacionales de los principales productos de exportación, permite prever una recuperación de las exportaciones tradicionales frente a lo registrado en 2013. Por su parte, la IED, que se proyecta en niveles similares a los de 2013, continuará siendo la principal fuente de financiamiento del déficit de la cuenta corriente.

## Política cambiaria

Durante 2013 el peso colombiano presentó una tendencia a la depreciación, en particular a partir de mayo, ante el aumento en la incertidumbre internacional por la posible reducción del estímulo monetario en los Estados Unidos. Dicho comportamiento no fue exclusivo de la moneda colombiana, ya que la percepción de riesgo afectó a la mayoría de economías emergentes, provocando una depreciación generalizada de sus monedas. Esta tendencia ha continuado en lo corrido del presente año, en la medida en que persiste la incertidumbre sobre el desempeño de las economías emergentes ante las nuevas condiciones de liquidez global.

La devaluación nominal del peso colombiano frente al dólar y a otras monedas de los principales socios comerciales del país coincidió con un incremento en los precios externos mayor que el de los internos. Esto permitió obtener una ganancia en competitividad, como se observa a partir del cálculo de la tasa de cambio real (TCR), la cual compara en la misma moneda la evolución de los precios de una canasta de bienes en el exterior y en Colombia. Es así como en 2013 la TCR frente a los principales socios comerciales se depreció 5,1% en promedio anual, cuando en la comparación se utiliza el índice de precios al productor (IPP), y 2,3% si se emplea el índice de precios al consumidor (IPC). Otra medida de la competitividad colombiana para el café, banano, flores y textiles, frente a los principales competidores en el mercado de los Estados Unidos (ITCR-C), señala que en términos reales el peso colombiano se depreció en promedio 4,4% en 2013.

Durante 2013 el Banco de la República acumuló reservas internacionales mediante su programa de subastas de compras directas de divisas por un valor de US\$6.769 m (equivalentes a \$12.586 m). La estrategia de acumulación de reservas reconoce la importancia que el Banco otorga al objetivo de mantener un nivel adecuado de liquidez internacional para enfrentar posibles salidas de capital, así

como para mejorar la confianza en la economía del país. Este Informe presenta diversos indicadores que permiten determinar si las reservas internacionales son suficientes para prevenir y enfrentar choques externos. A partir de estas medidas se puede concluir que el monto de reservas internacionales al finalizar 2013 ofrece suficiente capacidad de respuesta de la economía colombiana ante salidas de capital provocadas por un ataque especulativo. Igualmente, este nivel permitiría cubrir holgadamente las amortizaciones de deuda y el déficit de la cuenta corriente, en un escenario extremo donde se cerrara completamente el acceso al financiamiento internacional. De forma alternativa, las reservas internacionales permitirían cubrir el equivalente a 9,5 meses de importaciones de bienes, lo que ofrece un margen apreciable de seguridad ante un cambio abrupto de la balanza comercial. En general, los indicadores de reservas internacionales en Colombia se comparan favorablemente con los de otros países de la región.

## Manejo de las reservas internacionales

De forma consistente con la Ley 31 de 1992, el Banco de la República administra las reservas internacionales conforme al interés público, al beneficio de la economía nacional y con el propósito de facilitar los pagos del país en el exterior. De acuerdo con esto, 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 sigue las mejores prácticas internacionales con respecto a la administración de las reservas, lo cual significó que en enero de 2014 fuera elegido como “Administrador de reservas internacionales del año” por la publicación británica *Central Banking*. En este sentido, y de acuerdo con el FMI, la administración de las reservas debe procurar: i) contar con suficiente liquidez en moneda extranjera; ii) tener políticas estrictas para la gestión de los diferentes riesgos que enfrentan las operaciones, y iii) generar retor-

nos razonables ajustados por riesgo, sujetos a la liquidez y a otras restricciones<sup>3</sup>.

A diciembre de 2013 las reservas internacionales netas totalizaron US\$43.632,74 m, cuantía superior en US\$6.166,13 m al saldo registrado en diciembre de 2012<sup>4</sup>. La composición cambiaría objetivo del tramo de inversión de las reservas, el cual ascendía a US\$40.469,23 m a fin de año era 87% en dólares de los Estados Unidos, 5% en dólares canadienses, 4% en dólares australianos, 2% en libras, 1% en coronas suecas y 1% en dólares neozelandeses. Por otro lado, más del 95% del tramo de inversión estaba concentrado en papeles emitidos por gobiernos o cuasi-gobiernos y acuerdos de recompra con la Fed.

### Situación financiera del Banco de la República

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

El estado de pérdidas y ganancias del Banco de la República está determinado, en gran medida, por los ingresos y egresos monetarios, los cuales se asocian con sus funciones de banca central y dependen, princi-

palmente, de variables que no están bajo su control. El Banco, tras muchos años de obtener utilidades, empezó a generar pérdidas en 2010. Este cambio en el estado de resultados se explica por las menores tasas de interés externas y, durante 2013, por la caída del precio internacional del oro y la depreciación de las monedas de reserva frente al dólar, que han afectado el rendimiento de las reservas internacionales<sup>5</sup>. Adicionalmente, durante los últimos años el Banco de la República ha incrementado significativamente las compras de divisas en el mercado cambiario<sup>6</sup>, las cuales han sido contrarrestadas con operaciones de contracción para evitar su efecto inflacionario, lo cual ha generado costos para el Banco<sup>7</sup>.

En relación con los rubros corporativos, el Banco ha administrado los recursos de manera eficiente y responsable, acorde con las necesidades de la institución, y durante los últimos años ha ejecutado una importante reducción de los egresos. Es así como entre 1999 y 2013 los gastos de personal y los generales registraron una disminución en términos reales de 30% y 29%, respectivamente, comportamiento asociado en forma directa con la reducción en la planta de personal y la implementación de programas de racionalización del gasto, campañas de ahorro y gestiones administrativas.

Los estatutos del Banco contemplan la constitución de reservas estatutarias para absorber eventuales pérdidas<sup>8</sup>. Estas reservas se constituyen con las utilidades del ejercicio cuando se proyecten pérdidas para los siguientes dos años (Reserva de Estabilización Monetaria y Cambiaria) y con las utilidades

<sup>3</sup> El documento "Directrices para la administración de las reservas internacionales", del Fondo Monetario Internacional, puede ser consultado en <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2013/pr13138.htm>

<sup>4</sup> Las reservas internacionales netas son iguales al total de las reservas, 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 US\$43.639,3 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron US\$6,57 m.

<sup>5</sup> El rendimiento de las reservas internacionales registró una significativa reducción, al pasar de \$2.119,8 mm en 2008, a \$271,8 mm en 2010, y a -\$659,6 mm en 2013.

<sup>6</sup> Entre enero de 2007 y diciembre de 2013 el Banco adquirió en neto divisas por US\$25.424 m.

<sup>7</sup> El costo de la intervención se estima en \$6,2 billones para el período 2007-2013, monto que habría incrementado el resultado operacional acumulado obtenido durante este período, el cual ascendió a \$785,8 mm.

<sup>8</sup> Decreto 2520 de 1993.

generadas por el diferencial cambiario entre el dólar y las demás monedas de reserva sobre los activos y pasivos denominados en moneda extranjera (Reserva para Fluctuación de Monedas)<sup>9</sup>. La constitución de estas reservas permitió cubrir el resultado operacional negativo obtenido en 2010 (\$271,5 mm) y 2011 (\$356,1 mm), y cubrir parcialmente las pérdidas de 2012 (\$340,5 mm). El remanente de ese año, de acuerdo con los Estatutos, fue cubierto con recursos del presupuesto general de la nación (PGN por \$239,3 mm).

En 2013 el Banco registró un resultado operacional negativo de \$1.708,3 mm. Las pérdidas atribuidas al diferencial cambiario entre el dólar y las monedas de reserva (\$516,5 mm) se cubrieron con la Reserva para Fluctuación de Monedas y el remanente, una vez descontada la reserva para inversión neta en actividad cultural por \$6,1 mm, fue cubierto por el gobierno nacional (\$1.197,8 mm).

Para 2014 se proyecta un resultado operacional negativo de \$728,6 mm. Esta estimación

considera, entre otros supuestos, que las tasas de interés externas continuarán en niveles bajos y que las tasas de cambio y el precio de oro corresponderán al promedio observado durante febrero, variables que por su volatilidad podrían cambiar y afectar el resultado final obtenido.

Finalmente, vale la pena señalar que las reservas internacionales brutas, principal activo del Banco, alcanzaron un saldo de \$84.086 mm (US\$43.639 m) a diciembre de 2013, monto que incorpora las compras de divisas por US\$6.769 m durante el año. La base monetaria, principal pasivo del Emisor, registró un crecimiento de 15,3% frente al cierre de 2012, alcanzando \$65.093 mm a diciembre de 2013. El patrimonio, por su parte, ascendió a \$10.476 mm al cierre de 2013, rubro que incorpora el incremento de la cuenta Ajuste de Cambio por \$6.169 mm como resultado del efecto de la depreciación del peso frente al dólar sobre el saldo de las reservas internacionales.

<sup>9</sup> Con parte de las utilidades de 2008 (\$1.321,8 mm) se constituyó una Reserva de Estabilización Monetaria y Cambiaria por \$503,5 mm. El remanente fue transferido al Gobierno (\$818,6 mm).

# Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República

## I. Contexto internacional

---

En 2013 la actividad económica global continuó expandiéndose a un ritmo lento. Si bien los países emergentes siguieron liderando el crecimiento mundial, su dinamismo se moderó frente a lo observado en 2012. Por su parte, la economía de los principales países desarrollados continuó recuperándose, con los Estados Unidos a la cabeza. En la segunda mitad del año los anuncios sobre la evolución de la política monetaria en los Estados Unidos afectaron el comportamiento de los mercados financieros mundiales, en particular los de las economías emergentes. Es importante resaltar que países como Perú, Chile, Colombia y México no se vieron tan afectados por la turbulencia financiera.

---

En 2013 la economía global se expandió a un ritmo lento, similar al observado en 2012. Al igual que en años anteriores, el dinamismo mundial estuvo liderado por el comportamiento de los países emergentes, con China a la cabeza. No obstante, la actividad económica de este grupo de países continuó moderándose frente a lo registrado en los dos años anteriores<sup>1</sup>. Por su parte, las economías desarrolladas mostraron síntomas favorables (principalmente durante la segunda mitad del año), los cuales permitieron un repunte en los indicadores de comercio e industria manufacturera global (Gráfico 1).

En materia de precios, la cotización internacional del petróleo permaneció relativamente estable, a pesar de que durante algunos meses del año la incertidumbre geopolítica en el Medio Oriente y el norte de África generó presiones alcistas (Gráfico 2). Por el lado de la oferta, la producción de petróleo siguió aumentando rápidamente en los Estados Unidos debido, en parte, a la implementación de técnicas no convencionales para su extracción. Lo anterior ha reducido los precios del crudo, en especial para la referencia West Texas Intermediate (WTI), la cual se cotiza dentro de los Estados Unidos.

<sup>1</sup> Entre 2010 y 2012 el crecimiento de las economías emergentes fue superior al 5% anual.

Gráfico 1

A. Volumen de exportaciones globales

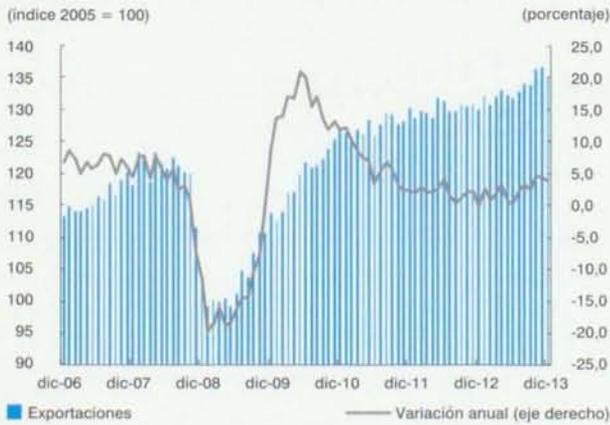
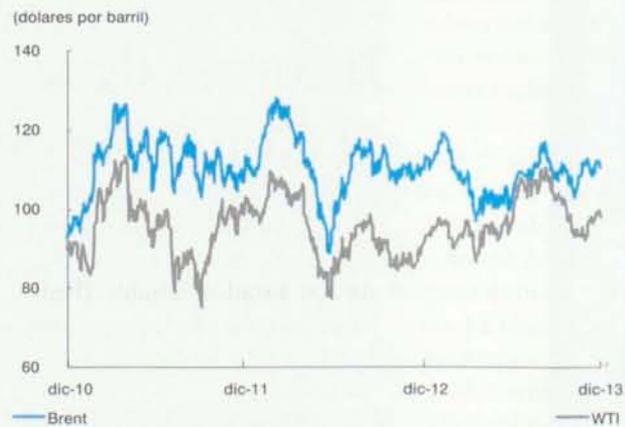


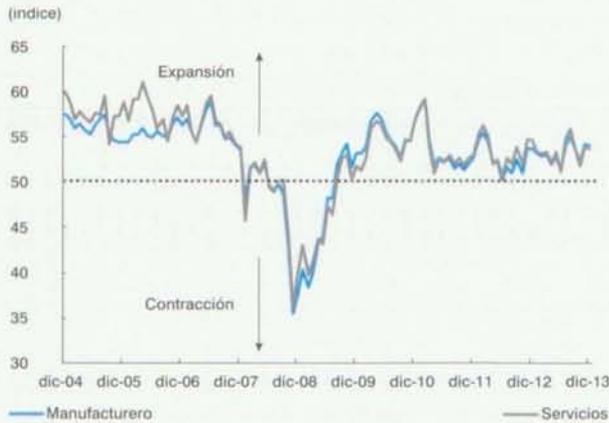
Gráfico 2

Precios internacionales del petróleo (Brent y WTI)



WTI: West Texas Intermediate.  
Fuente: Datastream.

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3

Precios internacionales de los alimentos



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

Para el caso de otros bienes básicos de origen mineral, como carbón, níquel y cobre, las condiciones de oferta favorables, junto con una expansión moderada de la demanda externa generaron reducciones en sus cotizaciones internacionales, lo que afectó los ingresos por exportaciones de algunos países productores. En relación con los alimentos, los niveles récord alcanzados en las cosechas generaron descensos en sus precios durante 2013 (Gráfico 3). Esta situación redujo las presiones inflacionarias en algunas economías emergentes de América Latina y Asia.

Por otra parte, entre mayo y septiembre los anuncios sobre el inicio del desmonte gradual del programa de estímulo monetario en los Estados Unidos incrementaron la volatilidad de los mercados financieros y generaron temores sobre la estabilidad económica y financiera de algunos países emergentes, en particular de aquellos con mayor dependencia a los flujos de capital de corto plazo,

mayores vulnerabilidades externas (amplios déficits en la cuenta corriente financiados principalmente por flujos de portafolio, bajos niveles de reservas internacionales, entre otros) y con mayores restricciones al momento de implementar medidas de estímulo fiscal y monetario. Lo anterior llevó a una depreciación generalizada de los tipos de cambio de las economías emergentes.

Por su parte, entre septiembre y noviembre los distintos comunicados de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) dieron mayor claridad sobre la forma como se implementaría el retiro del programa de estímulo. En particular, los miembros de la Fed establecieron que el desmonte sería gradual, pero estaría condicionado a la evolución de la economía estadounidense, en especial, de su mercado laboral y su inflación. De igual forma, hicieron evidente su preocupación sobre la respuesta de los mercados financieros. Estos anuncios tranquilizaron a los inversionistas y permitieron que la incertidumbre global se redujera en el último trimestre del año. Así las cosas, en los países emergentes las primas de riesgo, las tasas de interés de deuda pública y las tasas de cambio corrigieron de manera parcial los aumentos evidenciados en los meses anteriores. Pese a ello, la expectativa de menores aumentos en la liquidez global llevó a que las anteriores variables se ubicaran en niveles superiores a los observados antes de mayo.

Si bien el aumento en la perspectiva de riesgo fue generalizado en las economías emergentes, es importante resaltar que algunos países evidenciaron mayores incrementos en sus primas de riesgo y un más fuerte debilitamiento de sus monedas en relación con el dólar estadounidense. En particular, economías como Turquía, India, Indonesia, Brasil y Sudáfrica fueron identificadas por los inversionistas como un grupo con mayor vulnerabilidad ante las condiciones de menor liquidez global, dados sus desbalances externos y las escasas posibilidades de implementar medidas de estímulo fiscal y monetario.

En su reunión de diciembre la Fed<sup>2</sup> decidió reducir sus compras de activos financieros, comenzando en enero de 2014 con US\$10 mil millones (mm) menos —comprando US\$40 mm en bonos del tesoro y US\$35 mm en *mortgage backed securities* (MBS)—. Asimismo, insistió en que la postura de la política monetaria en los Estados Unidos sigue dependiendo de la evolución de su economía, en particular del mercado laboral y de la inflación<sup>3</sup>.

#### A. Desempeño de las economías desarrolladas en 2013

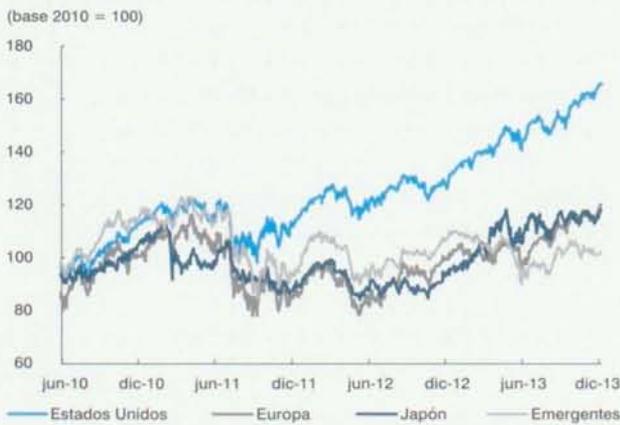
En 2013 el crecimiento económico de las principales economías desarrolladas se mantuvo en un ritmo bajo, similar al registrado durante 2012. El ajuste fiscal en los Estados Unidos y la debilidad de la economía de la zona del euro explican, en gran medida, el comportamiento moderado de este grupo de países. Sin embargo, a partir de la segunda mitad del año se observó un repunte en la actividad real en estas dos regiones. La recuperación y las buenas perspectivas contribuyeron a que en 2013 la actividad bursátil de estos países fuera positiva y en algunos casos las valorizaciones alcanzaran nuevos máximos históricos (Gráfico 4).

Durante el año la economía de los Estados Unidos enfrentó un nuevo ajuste en sus finanzas públicas, que implicó un incremento en los impuestos y una reducción en el gasto público. Pese al efecto que esto tuvo en la confianza de los agentes, el dinamismo del sector privado fue favorable y compensó con creces los efectos contraccionistas de dicho ajuste fiscal. En este contexto, en 2013 el PIB se expandió 1,9%, cifra que representa una desaceleración

<sup>2</sup> El 18 de diciembre de 2013 la Fed decidió reducir su programa de estímulo de US\$85 mm a US\$75 mm.

<sup>3</sup> El *forward guidance* de la Fed señala que la tasa de los fondos federales se mantendría en niveles bajos más allá del momento en que el desempleo se ubique por debajo de 6,5%, en especial si las proyecciones de inflación continúan por debajo de la meta de largo plazo de 2%.

Gráfico 4  
Índices accionarios



Fuente: Bloomberg.

frente al año anterior (2,8%) (Gráfico 5). Es importante anotar que el comportamiento de la actividad económica no fue homogéneo durante el año, en la medida en que las cifras para el segundo semestre evidenciaron un repunte del gasto privado, debido al mayor dinamismo de la inversión. Por el lado del consumo, los datos también fueron un poco más favorables en los últimos meses del año.

Gráfico 5  
PIB real de los Estados Unidos



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

En relación con el mercado laboral, la tasa de desempleo pasó de 7,9% en diciembre de 2012 a 6,7% en el mismo mes de 2013. A pesar de la mejora en este indicador, el ritmo de creación neta de empleo<sup>4</sup> en los sectores no agrícolas fue similar al observado el año anterior (alrededor de 180.000 puestos de trabajo mensuales). Una parte de la reducción en el desempleo puede ser explicada por la disminución en la fuerza de trabajo (tasa global de participación), la cual mantuvo una tendencia decreciente a lo largo del año. De acuerdo con diversos analistas, la caída en la tasa de participación laboral obedece a distintos factores, entre ellos la salida de pensionados y de trabajadores desalentados del mercado de trabajo, dada la larga duración de su desempleo.

Por su parte, los indicadores de actividad en el mercado de vivienda estadounidense siguieron recuperándose en 2013. No obstante, durante el tercer trimestre se evidenció alguna desaceleración, que coincidió con el incremento en las tasas de interés hipotecarias, tras los anuncios de la Fed sobre el posible retiro del programa de estímulo monetario.

En cuanto al tema fiscal, en la segunda mitad del año la discusión sobre el límite de endeudamiento generó un cierre parcial del gobierno federal durante las primeras semanas de octubre. En particular, varias agencias gubernamentales suspendieron de manera temporal sus actividades entre el 1 y el 16 de octubre de 2013. En esta última fecha se decidió ampliar el límite de endeudamiento hasta los primeros días de febrero y se autorizó al Gobierno para continuar labores hasta enero. Es importante anotar que, a pesar del cierre, los efectos sobre el sector privado fueron bajos y no interrumpieron la recuperación de la actividad real. Finalmente, en los últimos meses del año los dos partidos políticos de los Estados Unidos llegaron a acuerdos sobre el ajuste de las finanzas públicas, reduciendo la

<sup>4</sup>La creación neta de empleo es equivalente al número de trabajos generados menos el número de empleos destruidos.

incertidumbre que estas discusiones habían generado.

En relación con la zona del euro, aunque el PIB de la región se contrajo de nuevo en 2013 (-0,4%), su ritmo de deterioro fue inferior al registrado en 2012 (-0,7%). A pesar de la caída anual, en términos trimestrales la producción comenzó a expandirse a partir de marzo, y durante algunos trimestres evidenció crecimientos superiores a los esperados por los analistas (Gráfico 6).

El repunte de algunos indicadores de actividad real en los sectores de manufacturas y servicios explican el menor deterioro de la zona del euro en 2013 (Gráfico 7). De igual forma, los ajustes fiscales que se realizaron fueron menos restrictivos que en 2012, por lo que la contribución negativa del sector público fue menor. Pese a ello, es importante anotar que la economía de la región se mantiene débil y persisten algunos factores que impiden un mayor crecimiento en el corto plazo. En efecto, la tasa de desempleo sigue elevada, en especial en los países de la periferia, los costos de captación y de préstamos son muy diferentes entre países (fragmentación financiera) y el crédito continúa contrayéndose, aunque a menor ritmo que en el pasado.

El deterioro del mercado laboral y, en particular la amplia duración del desem-

Gráfico 6  
PIB real de la zona del euro



Fuente: Datastream.

Gráfico 7  
Índices de sentimiento empresarial de la zona del euro  
(purchasing managers index: PMI)

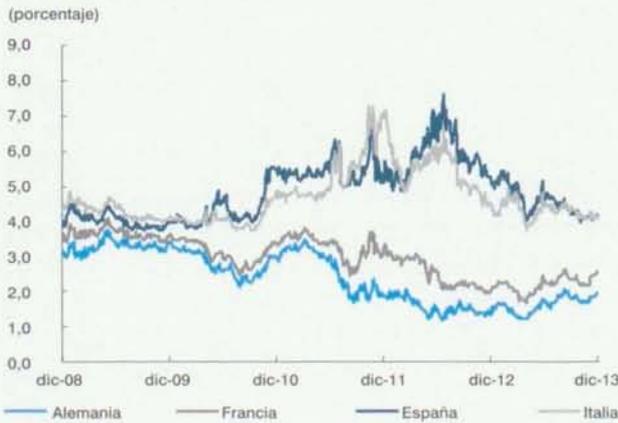


Fuente: Bloomberg.

pleo, estaría afectando la productividad de la mano de obra de la región, situación que tiene implicaciones directas sobre el producto potencial. De igual forma, la fragmentación financiera limita los mecanismos de transmisión de la política monetaria, mientras que el estancamiento del crédito impide una mayor recuperación de la demanda interna. Si bien el deterioro de estos factores se ha frenado en los últimos trimestres, sus niveles aún siguen siendo preocupantes.

En 2013, a pesar de los anuncios de la Fed sobre el retiro de su programa de estímulo monetario, los costos de financiamiento para los gobiernos de los países de la periferia se redujeron (Gráfico 8). Esta situación disminuye las presiones sobre los mercados de deuda pública y ofrece un mayor espacio para ajustar las finanzas de los gobiernos. De igual forma, es un primer paso para reducir la fragmentación de los mercados financieros de la región. En este sentido, las negociaciones en torno a la integración financiera continuaron, y se hicieron importantes anuncios sobre el manejo futuro de quiebras bancarias. Los acuerdos buscan dar mayor claridad a los inversionistas y, en general, proteger a los depositarios con menores recursos frente a posibles situaciones de quiebras. De igual forma, se definieron los

**Gráfico 8**  
Tasas de interés de los títulos de deuda pública para algunas economías europeas



Fuente: Bloomberg.

bancos que serían regulados por un ente supranacional y aquellos que quedarían cobijados por la regulación de cada país.

Se destaca el comportamiento positivo de Alemania, que de nuevo fue el motor de la economía de la zona. De igual forma, es importante mencionar que algunos países de la periferia, como España, Italia y Portugal, empezaron a mostrar tasas de expansión positivas, indicando que la recesión estaría terminando. Por su parte, la economía de Francia, a pesar del deterioro en sus indicadores de confianza observado en el último trimestre del año, se expandió entre septiembre y diciembre.

En otras economías desarrolladas, como Japón y el Reino Unido, el crecimiento se aceleró. Las medidas de estímulo monetario de las autoridades niponas estarían soportando la mayor tasa de expansión; pese a ello, el crecimiento del cuarto trimestre estuvo por debajo de lo esperado por los analistas. En el Reino Unido la recuperación de la demanda interna estaría contribuyendo al mayor dinamismo de su economía.

En términos de inflación, la variación en el nivel general de precios de las principales economías desarrolladas se mantuvo por

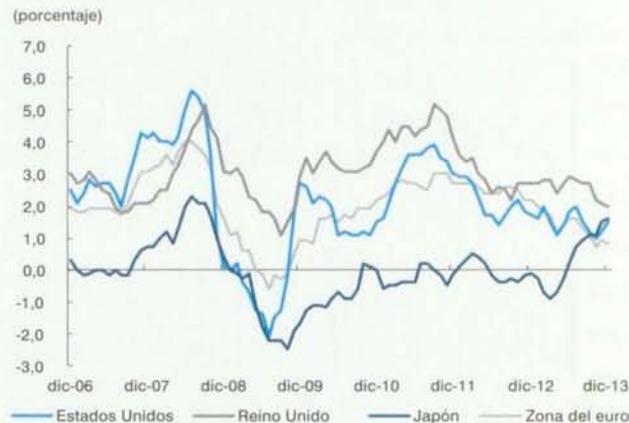
debajo de las metas de largo plazo fijadas por sus bancos centrales (Gráfico 9). En el caso particular de la zona del euro, las medidas total y básica completaron varios trimestres reduciéndose y en diciembre se ubicaron por debajo del 1%. El Fondo Monetario Internacional (FMI), en su más reciente informe sobre perspectivas globales, resalta el riesgo deflacionario como una nueva vulnerabilidad para la recuperación de esta región. En Japón los precios siguieron aumentando, como resultado, en parte, de la implementación de políticas de estímulo por parte de sus autoridades económicas.

**B. Desempeño de las economías emergentes en 2013**

El crecimiento de las economías emergentes se desaceleró levemente frente a lo observado en 2012. De acuerdo con el FMI, la expansión de este grupo de países en 2013 fue de 4,7%, cifra ligeramente inferior a la registrada en 2012 (4,9%). Por regiones, el crecimiento en Asia pasó de 6,4% a 6,5%, mientras que en América Latina pasó de 3,0% a 2,6%.

La expansión del PIB de China se aceleró en la segunda mitad del año, debido a la implementación de algunas medidas de estímulo

**Gráfico 9**  
Inflación total al consumidor para algunas economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

que favorecieron el dinamismo de la inversión. Frente a 2012, su economía mantuvo una tasa de crecimiento de 7,7%, cifra que representa una desaceleración leve en relación con lo registrado en años anteriores. Un hecho para resaltar en esta economía es la disposición de las autoridades para controlar el rápido crecimiento del crédito y, en particular, del otorgado por la banca menos regulada (*shadow banking*). En este sentido, en 2013 se presentaron dos episodios, uno a mitad de año y otro en diciembre, en los que la liquidez se estrechó y las tasas interbancarias aumentaron de manera significativa. Aunque la limitación en el incremento del crédito podría afectar la expansión de la demanda interna en los próximos trimestres, las vulnerabilidades del sector financiero se reducirían.

Por otra parte, en 2013 el crecimiento de América Latina se desaceleró, debido tanto al menor dinamismo de economías como México, Chile y Perú (Gráfico 10), como al bajo ritmo de recuperación de Brasil. Asimismo, la caída en los precios internacionales de algunos bienes básicos exportados por la región afectó los términos de intercambio de varios países y redujo sus ingresos por exportaciones. Esta

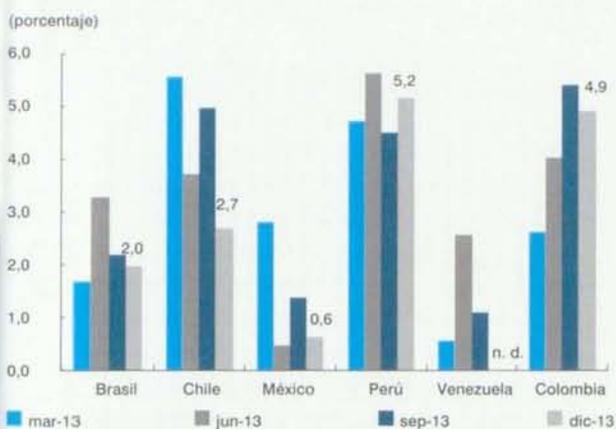
situación fue parcialmente compensada, en algunas economías, por el dinamismo de la demanda interna y por la implementación de medidas de estímulo.

En México la baja ejecución del gasto público en 2013, sumada a algunos choques de oferta relacionados con el clima, afectaron el comportamiento de su economía. Sin embargo, las perspectivas hacia mediano plazo son positivas dadas las reformas estructurales anunciadas, las cuales han favorecido el comportamiento de la confianza inversionista. De igual forma, la recuperación prevista para los Estados Unidos contribuiría a la aceleración mexicana. En el caso particular de Brasil, el crecimiento se mantuvo en un ritmo bajo e inferior al promedio de la última década. El deterioro en la confianza, así como la falta de reformas estructurales, que permitan un incremento de la productividad, han frenado su expansión. De igual forma, las presiones inflacionarias, que han surgido por limitaciones en la oferta, restringen el margen de acción del banco central para implementar medidas de estímulo. De hecho, la postura monetaria se hizo menos expansiva en los últimos meses del año.

En cuanto al panorama de los precios en las economías emergentes, este continuó siendo desigual. Así, mientras que en países como Chile, Colombia y Perú la inflación fue relativamente baja, en otras economías como Brasil, India e Indonesia se siguieron presentando presiones alcistas. En este contexto, algunos bancos centrales tuvieron espacio para reducir sus tasas de intervención (por ejemplo, México, Chile y Perú); en tanto que otros se vieron en la necesidad de incrementarlas, dado el rápido aumento en su nivel de precios (por ejemplo, Brasil, India e Indonesia).

Finalmente, vale la pena resaltar el efecto de los anuncios de la Fed sobre el comportamiento de los mercados financieros en las economías emergentes. En una primera instancia, los pronunciamientos de mayo y junio incrementaron la incertidumbre en estos países, por lo que experimentaron salidas de capitales y depreciaciones en sus monedas.

Gráfico 10  
Crecimiento real anual del PIB para algunos países  
de América Latina



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

Aunque esta situación fue generalizada, las economías donde ocurrieron mayores movimientos en sus mercados de activos y de divisas fueron aquellas percibidas por los inversionistas como más vulnerables y dependientes de los flujos de corto plazo.

En el cuarto trimestre la volatilidad de los mercados financieros se redujo, como respuesta a los anuncios de la Fed sobre la forma en que se retiraría el programa de estímulo, lo cual se haría de forma gradual y condicionado a la evolución favorable de la actividad real en los Estados Unidos, en particular, de su mercado laboral y de la inflación. De igual manera, la Fed reiteró su compromiso de mantener las tasas de interés en los niveles actuales, por lo menos hasta mediados de 2015. Estos anuncios dieron mayor tranquilidad a los inversionistas, por lo que la decisión de diciembre de empezar a comprar menos activos a partir de enero de 2014 no generó mayores sobresaltos sobre los mercados financieros del grupo de economías emergentes.

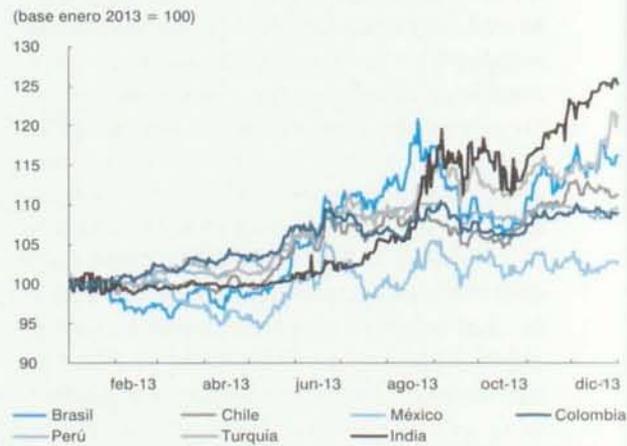
Es importante resaltar que países como Perú, Chile, Colombia y México no se vieron tan afectados por la turbulencia financiera. Sin embargo, otros como Brasil, India, Indonesia y Turquía evidenciaron mayores desvalorizaciones en sus mercados bursátiles y experimentaron una depreciación más fuerte de sus monedas (Gráfico 11). Lo anterior ha puesto de manifiesto sus posibles vulnerabilidades, en cuanto a una alta dependencia a los flujos de capital, altos déficits de la cuenta corriente, bajos niveles de reservas internacionales, rápido crecimiento del crédito y presiones inflacionarias, entre otros (véase el Recuadro 1, p. 25).

### C. Proyecciones para 2014

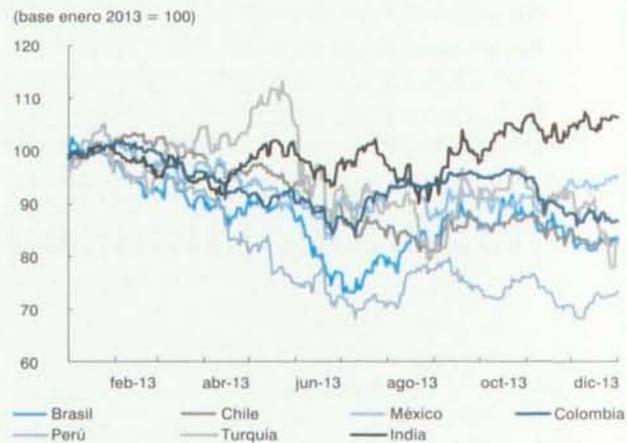
Para 2014 los analistas estiman un repunte en el crecimiento mundial, fundamentado en la recuperación de las economías desarrolladas y, en menor medida, por el dinamismo de los países emergentes. Así las cosas, la expansión del PIB en los Estados Unidos se aceleraría debido a la contribución positiva del sector

Gráfico 11

#### A. Índices de tasa de cambio nominal



#### B. Índices bursátiles de las economías emergentes



Fuente: Bloomberg.

privado, en particular del consumo de los hogares y de la inversión, y a una reducción en los efectos contractivos del ajuste fiscal.

Por su parte, la actividad real en la zona del euro seguiría recuperándose a un ritmo lento, apoyada en la mejora de la confianza de empresarios y consumidores y en menores ajustes de las finanzas públicas. Las reducciones en las tasas de interés de los títulos de deuda pública de los países de la periferia disminuirían las presiones por el lado fiscal, esto a pesar de los efectos de la menor expansión

monetaria por parte de la Fed sobre los mercados de deuda pública global. De igual forma, la postura de la política monetaria continuaría siendo de estímulo para la economía de la región.

En relación con los países emergentes, en China se espera una desaceleración moderada de su crecimiento económico. Para el caso de América Latina, se estima una aceleración en México y un crecimiento bajo en Brasil, similar al observado en 2013. La recuperación de las economías desarrolladas, al igual que la normalización de algunos choques de oferta, explicarían el mejor comportamiento de otros países exportadores de bienes básicos frente a 2013. Por último, para el caso de Venezuela el crecimiento podría ser muy bajo debido a los problemas estructurales que enfrenta su economía.

Adicionalmente, para estos países se identifican algunos riesgos financieros en China y de inestabilidad macroeconómica en

países como India, Indonesia, Turquía, Sudáfrica y Brasil, economías caracterizadas por amplios déficits en su cuenta corriente, niveles de reservas internacionales bajos y decrecientes, y alta dependencia a los flujos de capital de corto plazo, entre otros. Una situación desfavorable en estas economías podría afectar la percepción de riesgo de otros países emergentes.

Si bien los analistas esperan un comportamiento mejor de la economía global frente a lo observado en 2013, la actividad real sigue presentando riesgos no despreciables a la baja. Entre estos, la evolución de la política monetaria de los Estados Unidos, que podría afectar la economía mundial más allá de lo esperado. De igual forma, la vulnerabilidad económica y financiera de la zona del euro se mantiene, por lo que se podrían estrechar de nuevo las condiciones de financiamiento para los países de la periferia o su actividad real podría deteriorarse otra vez.

### Recuadro 1

#### Entradas de capital extranjero en las principales economías latinoamericanas: comportamiento reciente y perspectivas

El avance de las economías emergentes en sus procesos de apertura económica y reformas estructurales durante las últimas dos décadas se ha reflejado en crecientes flujos de capital hacia estos países, atraídos por la oportunidad de obtener altas rentabilidades con riesgos razonables. Estos flujos se han caracterizado por su elevada volatilidad en respuesta a cambios en las condiciones económicas y financieras globales. Fue así como durante la crisis financiera internacional de 2009 los flujos netos de capital privado fueron negativos, seguidos por una rápida recuperación a partir de 2010, hasta alcanzar en promedio alrededor del 6% del PIB de estas economías (Banco Mundial, 2014). El fuerte repunte de las entradas de capital fue motivado

por tasas de interés históricamente bajas en las economías desarrolladas y por una perspectiva optimista de crecimiento de los países emergentes, que demostraron su fortaleza en tiempos de crisis. Adicionalmente, la tendencia al alza en el precio de los bienes básicos (*commodities*) ha sido un factor que ha impulsado las inversiones extranjeras directas. El incremento de estos recursos hacia las economías emergentes repercutió de manera positiva en tasas de inversión más altas y facilitó la profundización financiera y la transferencia tecnológica, lo cual tuvo efectos positivos sobre el crecimiento potencial y los niveles de desarrollo (Banco Mundial, 2010).

La literatura económica ha identificado los determinantes de la dinámica de los

flujos de capital, clasificándolos en dos tipos: factores globales (*push*) y factores internos (*pull*)<sup>1</sup>. La evidencia reciente confirma que los factores económicos globales han desempeñado un papel preponderante en las entradas de capital hacia las economías emergentes. Sin embargo, cuando estas se analizan por componentes, se observa que los flujos de portafolio son los más volátiles y sensibles a las condiciones financieras externas (por ejemplo, las tasas de interés de corto plazo, la curva de rendimiento, la aversión global al riesgo y la amplia liquidez internacional). Por el contrario, la inversión extranjera directa (IED) constituye el componente más estable de las entradas de capital y tiende a ser relativamente insensible a los efectos de los factores globales, mientras que reacciona en mayor magnitud a factores internos asociados a cada país, tales como la actividad económica, las calificaciones crediticias y las condiciones políticas, entre otros.

Algunos estudios encuentran que los factores globales explicaron alrededor del 60% del incremento en las entradas de capital hacia las economías emergentes entre 2009 y 2013 (Banco Mundial, 2014). Esto permite esperar que, a medida que las condiciones económicas mejoren en los países desarrollados y que las políticas monetarias, extraordinariamente laxas, se normalicen, los flujos de capital se ajusten hacia un nuevo equilibrio.

En el caso de América Latina, a los factores globales se sumó un incremento sostenido de la demanda interna desde los años previos a la crisis, jalonado por una expansión de la inversión más que del consumo, en un contexto de bonanza de recursos naturales (Banco Mundial, 2013). Esta dinámica interna y los altos precios de exportación incidieron, a su vez, en el incremento de los giros de utilidades de las filiales a sus casas matrices, así como en la mayor demanda por bienes y servicios importados, lo cual

generó un deterioro de los balances en la cuenta corriente y una mayor dependencia de la región del financiamiento externo. En este contexto, el flujo estable y continuo de IED, atraído por las buenas oportunidades de negocios que ofrecían estos países, se convirtió en la principal fuente directa de financiamiento del gasto corriente de la región. Los flujos de portafolio y los créditos externos fueron también importantes recursos directos de financiación de la cuenta corriente.

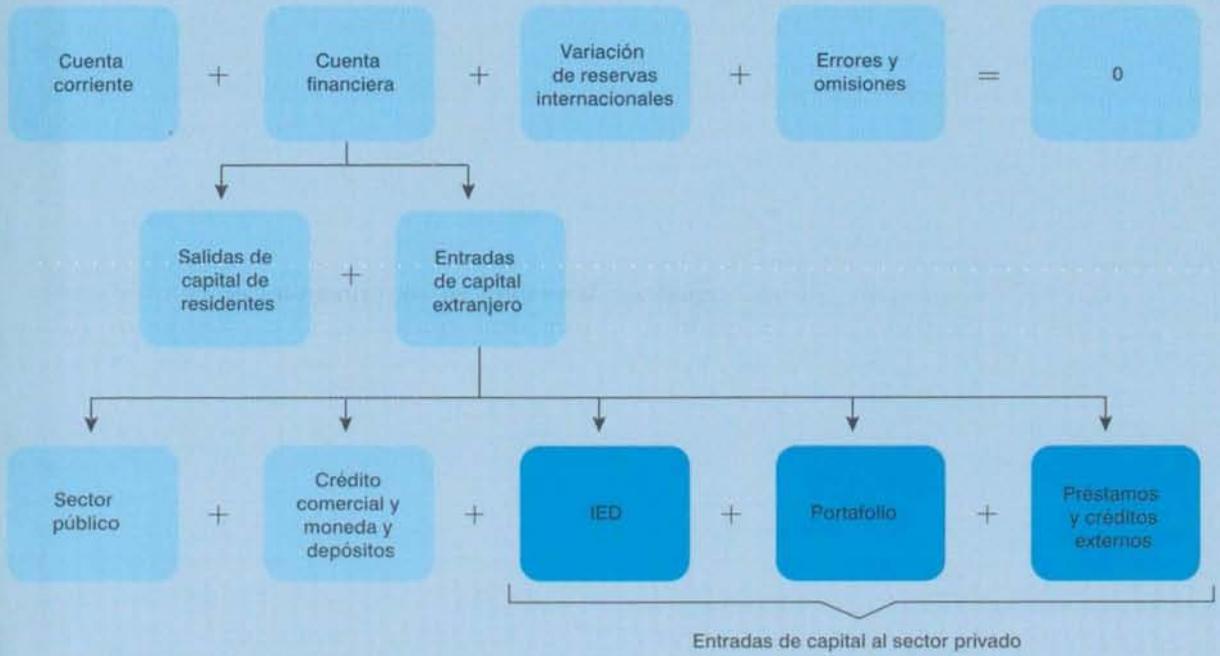
La combinación de condiciones internas favorables en las principales economías latinoamericanas, con una coyuntura externa de los países desarrollados (bajas tasas de interés, mayor percepción de riesgo, elevada liquidez, etc.), que incentivaba a los inversionistas de esos países a buscar oportunidades en el exterior, generaron un crecimiento significativo y generalizado de las entradas de capital extranjero a Latinoamérica, las cuales se dirigieron principalmente al sector privado. Para apreciar la importancia de este fenómeno, a continuación se describe la evolución reciente de los flujos de IED, portafolio, préstamos y créditos externos, que confluyeron hacia los sectores privados de Brasil, México, Chile, Colombia y Perú (LAC-5). Estos capitales son los más sensibles a los factores globales y locales ya descritos, y constituyeron el principal componente de las entradas de capital extranjero de la cuenta financiera y, por tanto, de la financiación del gasto corriente de la región (Diagrama R1.1).

La evolución trimestral de estas entradas de capital para el grupo de países LAC-5 se presenta en los gráficos R1.1 y R1.2, tanto en millones de dólares como en porcentaje del PIB total del grupo. Entre el primer trimestre de 2005 y el tercero de 2013 los ingresos por IED respondieron por el 65% del total de entradas de capital privado. Un 26% estuvo relacionado con inversiones de portafolio (13% en acciones y 13% en títulos de deuda) y el 9% restante con la contratación de nuevos préstamos con entidades del exterior.

Brasil y México han sido los principales receptores de estos flujos de capital, al responder por alrededor del 45% y 23%, respectivamente, del total de entradas en dólares entre 2005 y

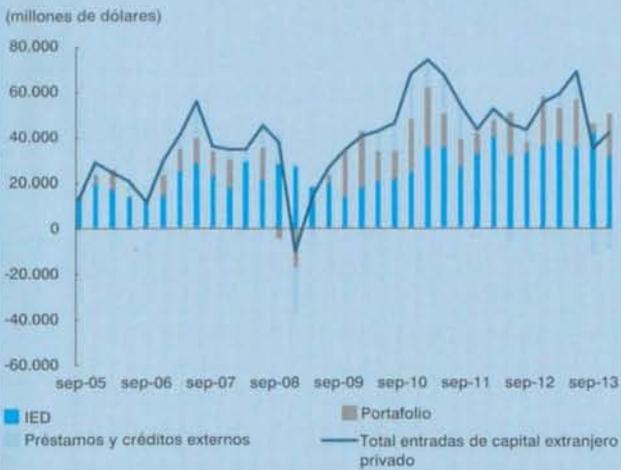
<sup>1</sup>Los factores *push* son aquellos que expulsan los capitales de las economías desarrolladas, y los *pull* son los que los atraen a las economías en desarrollo (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993; Chuhan, Claessens y Mamingi, 1993; Cantor y Packer, 1996).

Diagrama R1.1  
Entradas extranjeras de capital privado y los componentes de la balanza de pagos



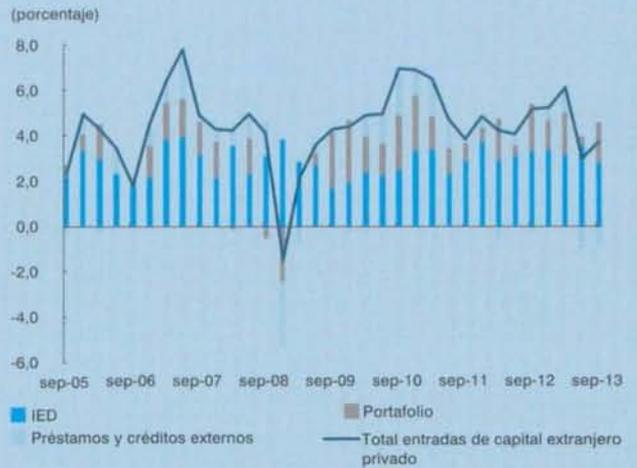
Fuente: Banco de la República.

Gráfico R1.1  
Entradas extranjeras de capital al sector privado



Fuentes: FMI y bancos centrales.

Gráfico R1.2  
Entradas extranjeras de capital al sector privado (porcentaje del PIB)



Fuentes: FMI y bancos centrales.

2013, seguidos por Chile (16%), Colombia (9%) y Perú (7%). En el período 2011-2013 Colombia y Chile sobresalen por haber incrementado su participación a 10,5% y 18%, respectivamente.

El inicio de la crisis financiera internacional, en el cuarto trimestre de 2008, produjo una drástica reducción de los flujos de capital privados hacia la región<sup>2</sup>. No obstante, muy pronto registraron una fuerte y sostenida recuperación hasta alcanzar, a finales de 2010, un nivel más alto del que tenían antes de la crisis (US\$74.000 m; es decir, 7% del PIB). Este rápido crecimiento se moderó en 2011 y se mantuvo relativamente estable a lo largo de 2012. En el primer trimestre de 2013 los flujos privados de nuevo registraron un importante aumento, hasta alcanzar los US\$68.775 m (6,1% del PIB). En términos del producto, entre 2005 y 2013 las inversiones de portafolio aportaron cerca del 90% del incremento de los flujos para el total de países LAC-5 y 10% fue atribuible a préstamos y créditos. La IED se mantuvo estable alrededor de 2,9% del PIB. Este patrón de comportamiento se ajusta a lo explicado atrás, en cuanto a que los flujos de portafolio, los préstamos y créditos son los más afectados por el cambio en las condiciones externas; mientras que la IED, que es el componente más importante en términos absolutos, tiende a ser mucho más estable, al depender en especial de las condiciones internas de cada economía.

A partir del segundo trimestre de 2013 se registró una importante desaceleración en las entradas de capital al sector privado de la región, como resultado del anuncio por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) sobre el posible desmonte de su programa de compra de activos (*quantitative easing*: QE). Este anuncio condujo a una significativa reducción de las inversiones de portafolio en los países emergentes, lo que afectó el comportamiento de sus monedas, el precio de los activos y sus reservas internacionales. En el caso de los países LAC-5, los flujos de portafolio cayeron cerca de 15% durante el segundo y tercer trimestres de 2013

frente al mismo período de 2012, como resultado en particular de menores colocaciones en el mercado internacional de títulos de deuda de largo plazo. Además, mientras un año atrás se habían registrado desembolsos netos por concepto de préstamos y créditos externos, entre abril y septiembre de 2013 se produjeron pagos netos de deuda (gráficos R1.1 y R1.2).

Cabe mencionar que en algunos períodos el comportamiento por país y por tipo de flujos es bastante heterogéneo (Gráfico R1.3). Así, la desaceleración de los últimos trimestres (como porcentaje del PIB) fue más pronunciada en Chile<sup>3</sup>, Brasil y Perú. Cabe resaltar que las entradas de capital privado en la economía brasileña mostraban señales de un menor dinamismo desde el período anterior. Por el contrario, en Colombia y México se siguió registrando un crecimiento de estos capitales, impulsados en ambos casos por mayores inversiones directas.

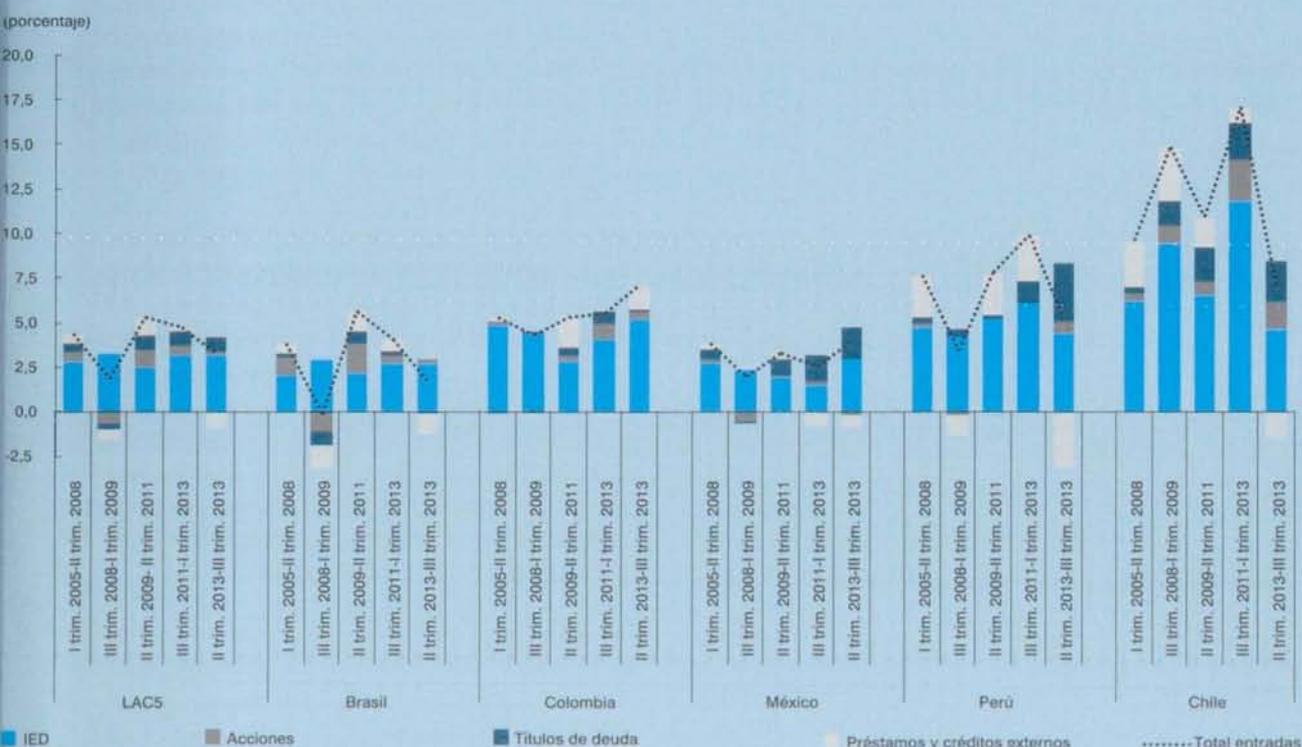
En el caso colombiano los flujos de capital hacia el sector privado registraron un crecimiento generalizado en el período poscrisis (II trim. 2009 a III trim. 2013) frente a lo observado en el período precrisis (I trim. 2005 a III trim. 2008). Los préstamos y créditos otorgados por no residentes aumentaron 0,6 puntos porcentuales (pp) del PIB, y la adquisición de acciones en el mercado local y las emisiones de títulos de deuda en el mercado externo lo hicieron cada una en 0,5 pp.

El comienzo de la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos a principios de 2014 ha coincidido con otros factores, como el final del ciclo alcista del precio de los bienes básicos, la amenaza de una fuerte desaceleración de la economía china y la incertidumbre sobre la recuperación de las economías avanzadas. Lo anterior ha incrementado las primas de riesgo en las economías emergentes, reduciendo la dinámica de los flujos de capital, afectando el precio de los activos financieros y depreciando las monedas de estos países, incluidas las de las principales economías de

<sup>2</sup>Principalmente, las inversiones de portafolio, los préstamos y créditos externos, los cuales, como se anotó, son los flujos más sensibles a los cambios en las condiciones internacionales.

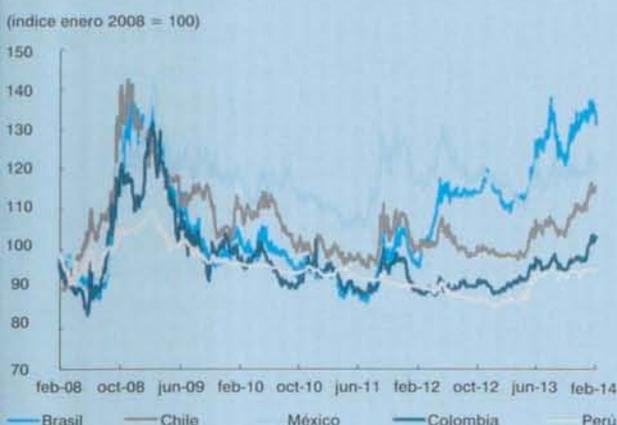
<sup>3</sup>Este resultado se explica porque en el segundo trimestre de 2013 se reportó una IED negativa de US\$1.064 m, lo cual repercutió en el dato global.

Gráfico R1.3  
Entradas extranjeras de capital al sector privado por tipo de flujo y país  
(porcentaje del PIB)



Nota: Los cálculos como porcentaje del PIB se realizaron teniendo en cuenta el promedio de los flujos con respecto al promedio del PIB en cada periodo.  
Fuentes: FMI y bancos centrales.

Gráfico R1.4  
Tasas de cambio nominal



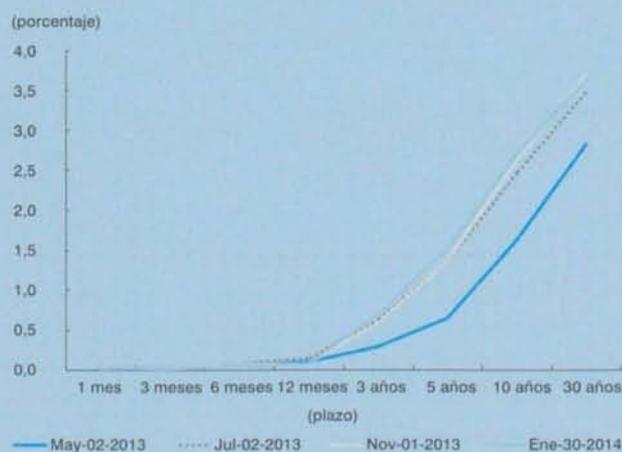
Fuente: Bloomberg.

América Latina (Gráfico R1.4). En particular, el empinamiento de la curva de rendimientos de los bonos de los Estados Unidos desde el año pasado, que refleja una mayor diferencia entre los rendimientos de corto y largo plazos (Gráfico R1.5), ha inducido la reversión de algunos flujos de capital, lo que ha repercutido en la caída de los precios de los activos financieros, tanto bonos como acciones.

En estas circunstancias, el estudio ya mencionado del Banco Mundial (2014) estima que las entradas de capital a los países emergentes podrían reducirse desde el 4,6% del PIB en el tercer trimestre de 2013 a 4% a finales de 2016<sup>4</sup>. En

<sup>4</sup>Adicionalmente, el estudio considera que podrían darse dos posibles escenarios: el primero supone que el recorte del

Gráfico R1.5  
Curva de rendimiento en los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

el caso de América Latina, los hechos apuntan a que dicha desaceleración es similar a la observada en otras economías emergentes, lo cual indica que los factores globales han desempeñado un papel importante en este resultado. Sin embargo, los factores y políticas internas son igualmente cruciales al momento de explicar las diferencias en el desempeño de cada país. Lo anterior también tendría un impacto en la actividad económica y en la dinámica de dichas economías.

El cambio en las condiciones internacionales ha impactado hasta el momento a algunas economías emergentes como Turquía, Argentina, Sudáfrica, India e Indonesia, caracterizadas,

estímulo monetario en los Estados Unidos tendría como resultado un aumento de 100 puntos básicos de la tasa de interés de largo plazo en la primera mitad de 2014, con lo cual las entradas de capitales externos a los países emergentes caerían en promedio 30% en 2014. El segundo estima que un incremento de 200 pb en la tasa de interés de largo plazo en la primera mitad de 2014 conduciría a una caída promedio de los flujos de 45% en este año.

en general, por déficits fiscal y de la cuenta corriente, caídas en el crecimiento, inflaciones por encima de la meta y riesgos políticos. En cuanto a las principales economías de América Latina, entre las cuales se destaca el caso colombiano, durante la última década se han dado pasos importantes para mitigar los factores que en el pasado la hicieron vulnerable a los choques externos, que produjeron crisis cambiarias, de deuda o bancarias. Las principales fortalezas actuales se derivan principalmente de regímenes creíbles de metas de inflación y de flotación cambiaria, acumulación importante de reservas internacionales, bajos niveles de deuda pública y privada, y solidez de los sistemas financieros. Todo lo anterior le ofrece a estas economías una alta capacidad para hacer uso de políticas macroeconómicas contracíclicas, que les permitan amortiguar una posible desaceleración y los efectos del cambio en las condiciones internacionales.

## Referencias

- Banco Mundial (2014). *Global Economic Prospects*, vol. 8, Washington, D. C.
- Banco Mundial (2013). "La desaceleración en América Latina y el tipo de cambio como amortiguador", Informe semestral, Oficina del Economista Jefe Regional, Washington, D. C.
- Banco Mundial (2010). "Global Economic Prospects: Crisis, Finance, and Growth", Washington, D. C.
- Calvo, G.; Leiderman, L.; Reinhart, C. M. (1993). "Capital Inflows and Real Exchange Rate. Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", IMF Staff Papers, vol. 40.
- Cantor, R.; Packer, F. (1996). "Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings", *FRBNY Economic Policy Review*, octubre.
- Chuhan, P.; Claessens, S.; Mamingi, N. (1993). "Equity and Bond Flows to Asia and Latin America", Banco Mundial, Policy Research Working Papers, núm. 1160.

## II. La economía colombiana: resultados en 2013 y perspectivas para 2014

En 2013 el crecimiento de la economía (4,3%) se dio en un contexto de una demanda internacional débil y con un buen desempeño de la inversión en construcción de obras civiles y vivienda, así como del consumo privado y público. Por sectores, el agrícola registró un alto crecimiento, explicado principalmente por la producción de café. Para 2014 cabe esperar que la mejor perspectiva de las economías avanzadas favorezca la expansión de las exportaciones y fortalezca el ingreso nacional del país. En el ámbito local, las acciones de política monetaria realizadas hasta el momento seguirían teniendo efectos positivos sobre la actividad real. La baja inflación, que se espera converja gradualmente a la meta de largo plazo (3,0%), continuará beneficiando el consumo de los hogares. Además, la reducción en la tasa de desempleo y el incremento de la confianza del consumidor contribuirían a incentivar el gasto privado.

### A. Actividad económica

#### 1. Evolución de la actividad económica en 2013

De acuerdo con las cifras publicadas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), en 2013 la economía colombiana se expandió a una tasa anual de 4,3% (Gráfico 12), cifra levemente superior a la registrada para 2012 (4,0%). Este desempeño estuvo en línea con las expectativas del mercado y con los pronósticos del equipo técnico del Banco de la República. Los resultados observados en la segunda mitad del año compensaron las expansiones mediocres de los primeros seis meses, cuando el crecimiento

Gráfico 12  
Producto interno bruto  
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

resultó afectado por choques de oferta negativos en el sector minero y por una demanda interna poco dinámica; hechos que restaron impulso tanto a la producción como a las exportaciones.

En general, la economía mantuvo un ritmo de expansión favorable, a pesar de un entorno internacional más débil que en años anteriores y de unos términos de intercambio, en promedio, un poco más bajos que los observados en 2012. Factores internos, como un importante dinamismo en la inversión en construcción de obras civiles y vivienda (en parte resultado de políticas gubernamentales), junto con unas condiciones amplias de liquidez, de crédito y de bajas tasas de interés, contribuyeron activamente al desempeño del PIB.

A lo anterior se sumó una confianza de los hogares que se ubicó en niveles relativamente altos, y unos flujos de capital representados en inversión extranjera directa (IED) que continuaron siendo amplios. Además, los esfuerzos de inversión en años anteriores que se hicieron en los sectores cafetero y minero empezaron a generar resultados, permitiendo así una expansión de las producciones de café

y de petróleo, en un entorno donde la depreciación del peso pudo favorecer los ingresos de los exportadores.

Por tipo de gasto, los mayores impulsos provinieron de los componentes de la demanda interna. El rubro más importante dentro de este renglón, el consumo agregado, mantuvo un ritmo de crecimiento favorable y similar al registrado en 2012. Lo anterior es resultado de una expansión del consumo de los hogares a una tasa de 4,5% y de un consumo final del Gobierno que mostró un buen dinamismo, por encima del resto de la economía y ligeramente superior al observado para el año inmediatamente anterior (Cuadro 1).

Por su parte, la formación bruta de capital también contribuyó a la expansión del PIB. El buen desempeño de la construcción, tanto de edificaciones como de obras civiles, compensó con creces la caída de la inversión en

equipo de transporte y el menor dinamismo de la inversión en maquinaria y equipo.

Con respecto a los rubros de comercio exterior, se observaron desaceleraciones en las tasas de crecimiento de las importaciones y las exportaciones, mayores para el primer caso que para el segundo. La menor expansión de las compras del exterior coincidió con un desempeño modesto de las importaciones de bienes de capital y de materias primas, hecho que se explica en parte por la contracción del sector industrial registrada en 2013. Por otro lado, la desaceleración de las exportaciones estuvo relacionada con la dinámica relativamente pobre de la demanda de nuestros principales socios comerciales, así como con los distintos choques de oferta que se presentaron en el sector minero a lo largo del año. Estos últimos afectaron sobre todo las ventas de carbón al exterior.

Cuadro 1  
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2012	2013				2013
		I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	
<b>Consumo total</b>	<b>4,7</b>	<b>4,5</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>4,9</b>	<b>4,7</b>
Consumo de los hogares	4,4	4,2	4,6	4,5	4,9	4,5
Bienes no durables	3,6	3,7	4,7	3,9	4,9	4,3
Bienes semidurables	5,1	6,4	6,1	7,1	7,5	6,8
Bienes durables	7,6	2,1	4,4	5,5	3,8	3,9
Servicios	4,5	4,2	4,3	4,3	4,4	4,3
Consumo final del Gobierno	5,7	5,9	5,9	6,1	6,1	6,0
<b>Formación bruta de capital</b>	<b>4,5</b>	<b>1,5</b>	<b>(2,4)</b>	<b>11,7</b>	<b>9,9</b>	<b>4,9</b>
Formación bruta de capital fijo	4,6	3,2	0,6	11,3	8,0	5,7
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	(13,5)	(1,0)	(6,7)	(9,5)	(11,7)	(7,3)
Maquinaria y equipo	13,1	0,7	4,2	4,6	4,6	3,6
Equipo de transporte	(11,0)	(10,8)	(10,2)	(1,5)	11,8	(3,0)
Construcción y edificaciones	5,1	9,8	8,0	27,0	(2,0)	9,8
Obras civiles	5,3	6,9	(1,7)	19,1	20,4	10,4
Servicios	7,2	4,2	(2,0)	12,9	3,4	4,4
<b>Demanda interna</b>	<b>4,6</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	<b>6,3</b>	<b>6,2</b>	<b>4,9</b>
<b>Exportaciones totales</b>	<b>6,1</b>	<b>0,6</b>	<b>10,5</b>	<b>2,4</b>	<b>7,9</b>	<b>5,3</b>
<b>Importaciones totales</b>	<b>8,9</b>	<b>(0,3)</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>4,5</b>	<b>2,1</b>
<b>PIB</b>	<b>4,0</b>	<b>2,6</b>	<b>4,0</b>	<b>5,4</b>	<b>4,9</b>	<b>4,3</b>

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por el lado de la oferta, en 2013 la mayoría de los sectores se caracterizaron por un mediocre desempeño en la primera mitad del año y una recuperación en el segundo semestre. Durante el año las ramas de mayor dinamismo fueron la construcción, la agricultura (principalmente por café) y los servicios sociales (Cuadro 2).

El sector que sobresalió durante 2013 fue la construcción, tanto de edificaciones (9,2%) como de obras civiles (10,4%). El efecto de una baja base de comparación con respecto al año anterior y una ejecución más alta en las etapas del proceso constructivo con mayor valor agregado explicarían este resultado. El desempeño de las obras civiles estuvo ligado a la buena dinámica registrada para el grupo de vías de agua, puertos, represas, acueductos y alcantarillados y para el de vías férreas, pistas de aterrizaje y sistemas de transporte masivo.

En lo que respecta a la agricultura, se destaca el significativo dinamismo del sector

cafetero (22,3%). La consolidación de la totalidad de hectáreas productivas para el café, junto con el incremento en la productividad<sup>5</sup>, generado por el programa de renovación de cultivos, permitieron afianzar expansiones significativas y sostenidas de la producción de café durante lo corrido de 2013. En otros productos agrícolas se destacó el crecimiento de los cultivos transitorios, en especial la papa, las hortalizas, el grupo de legumbres, raíces y tubérculos, el de semillas y frutos oleaginosos y la caña de azúcar. Por su parte, el sacrificio de ganado mantuvo un crecimiento similar al

<sup>5</sup>De acuerdo con la Federación Nacional de Cafeteros, la renovación de cafetales emprendida por el gremio no solo ha permitido tener árboles más jóvenes y resistentes a enfermedades, como el hongo de la roya, aparte de los efectos climáticos, sino también ha sido factor fundamental para elevar la productividad por hectárea, la cual pasó de 11,1 sacos de café verde por hectárea en 2012 a cerca de 14,5 sacos en 2013. Debe mencionarse que se han renovado más de 460.000 hectáreas de cultivo en los últimos cinco años.

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

Ramas de actividad	2012	2013				2013
		I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	2,5	3,5	7,2	4,8	5,2	5,2
Explotación de minas y canteras	5,6	0,8	4,3	6,7	7,7	4,9
Industrias manufactureras	(1,1)	(5,0)	0,9	(0,5)	(0,1)	(1,2)
Suministro de electricidad, gas y agua	2,1	4,5	5,8	4,0	5,4	4,9
Construcción	6,0	8,2	2,4	21,7	8,2	9,8
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	4,3	2,9	4,3	4,7	5,5	4,3
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	4,9	2,4	3,1	3,4	3,6	3,1
Establecimientos financieros, seguros, actividades inmobiliarias y servicios a las empresas	5,0	3,7	4,2	5,7	4,9	4,6
Actividades de servicios sociales, comunales y personales	5,0	4,7	5,2	5,0	6,3	5,3
Subtotal valor agregado	3,9	2,5	4,0	5,4	5,0	4,2
Impuestos	5,1	3,8	4,6	5,6	4,1	4,5
<b>Producto interno bruto</b>	<b>4,0</b>	<b>2,6</b>	<b>4,0</b>	<b>5,4</b>	<b>4,9</b>	<b>4,3</b>

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República

del año pasado (de 2,7% en 2012 a 2,5% en 2013).

El PIB de servicios sociales, comunales y personales continuó creciendo a una tasa por encima de la economía en su conjunto (5,3% en el año), lo que implicó una leve aceleración frente a 2012 (5,0%). El comportamiento de dicho sector obedeció a un gasto público que siguió siendo dinámico.

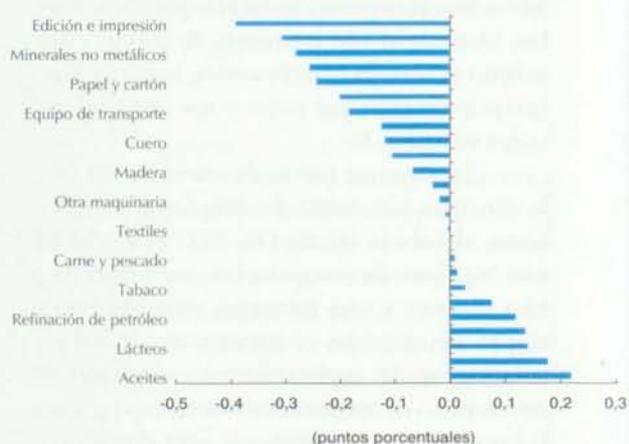
En 2013 el comportamiento más irregular se presentó en los sectores minero y manufacturero. En el primer caso, aunque el crecimiento fue de 4,9%, estuvo por debajo del observado en años anteriores (10,3% en promedio desde 2008 a 2012) (Cuadro 2). El deterioro se concentró en la producción de carbón, la cual cayó 4,0% en 2013 como consecuencia de la parálisis de actividades en las dos principales empresas carboníferas durante el primer y el tercer trimestres del año, debido a huelgas de trabajadores y problemas medioambientales. En el caso del petróleo, la producción promedio anual fue de 1.005.000 barriles diarios, cifra que no fue suficiente para alcanzar la meta propuesta por las autoridades al inicio del año (alrededor de 1.040.000 barriles diarios). Algunas dificultades relacionados con cuellos de botella por el transporte del crudo y atentados contra oleoductos están detrás de este comportamiento.

Con respecto a la industria, por segundo año consecutivo se observó un retroceso que se explicaría por una débil demanda externa, una mayor competencia internacional y algunos choques de oferta. Dentro del sector se apreció una gran heterogeneidad, con disminuciones fuertes en subramas como la de hilados, equipo de transporte, cuero y calzado, e imprenta y editoriales, y expansiones en otras como alimentos y bebidas, trilla de café, tabaco y refinación de petróleo (Gráfico 13).

## 2. Perspectivas de la economía colombiana para 2014

Las proyecciones efectuadas por el equipo técnico del Banco de la República sugieren que el PIB de 2014 crecería a una tasa anual similar

Gráfico 13  
Contribuciones al crecimiento del PIB  
de industrias manufactureras



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

a la observada en 2013. El escenario más probable apunta hacia una expansión de la economía de alrededor de 4,3%, cifra cercana a su promedio desde 2001.

Distintos factores permiten confiar en este pronóstico. En primer lugar, se espera un mejor desempeño del entorno macroeconómico internacional, con una demanda de nuestros socios comerciales más dinámica que favorecerá la expansión de las exportaciones no tradicionales. La mejor perspectiva en las economías avanzadas también fortalecería los ingresos por remesas recibidas del exterior. Por ello mismo, así como por los recientes tratados de libre comercio firmados por el país, es probable que la IED alcance montos similares a los registrados en 2013. No obstante, los precios internacionales de los bienes básicos de exportación del país tenderán a disminuir un poco, lo que afectaría en algo el ingreso nacional y en particular los ingresos fiscales de la nación<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Cabe señalar que en el momento en el que se redactaba este documento, los precios internacionales de algunos bienes de exportación colombianos se encontraban en niveles más altos que los contemplados en los pronósticos.

En el ámbito interno, la postura expansiva de la política monetaria seguiría teniendo efectos positivos sobre la actividad real, al mantener unas amplias condiciones de liquidez y facilitar el crecimiento del crédito. También, para 2014 se prevé una inflación relativamente baja (véase sección C de este capítulo), lo que seguirá beneficiando el poder adquisitivo del ingreso de las familias y, por esta vía, el consumo privado. Además, el año comienza con un mercado laboral saludable, con unas perspectivas que apuntan a un mejoramiento adicional y con una confianza en niveles medianamente altos, todo lo cual favorece el desempeño del consumo de los hogares.

En términos de los diferentes agregados del gasto, por el lado del consumo final del Gobierno se prevé una dinámica favorable, aunque menor que la registrada para el año pasado. Lo anterior se deriva de las proyecciones publicadas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), en las cuales se hacen explícitas las perspectivas de un gasto gubernamental que continuaría contribuyendo de manera importante a la expansión de la economía. A pesar de lo anterior, existe incertidumbre asociada con el efecto que tenga la Ley de Garantías sobre la contratación directa del Estado durante la primera mitad del año.

En el caso de la formación bruta de capital fijo (FBCF), de nuevo su crecimiento debería estar impulsado por la inversión en obras civiles, aunque sería menor que el observado en 2013. Se confía en que el ritmo de ejecución de las entidades territoriales y de orden nacional se mantenga a lo largo del año. Las obras que mayor impacto tendrían sobre el comportamiento de este rubro serían aquellas de infraestructura vial y del sector de telecomunicaciones.

Para las exportaciones e importaciones se proyectan crecimientos mayores que los registrados en 2013. El mejor desempeño previsto para la demanda externa permite confiar en un mejor registro para las ventas al exterior. En el caso de las importaciones, la expansión sostenida que debería ocurrir en la

demanda interna, junto con una recuperación de la industria (sector altamente intensivo en bienes intermedios importados), deberán dinamizar las compras del exterior.

En cuanto al PIB por ramas de actividad, se espera que los sectores de mayor dinamismo en 2014 sean la construcción y los servicios financieros, con ritmos de crecimiento superiores al de la economía en su conjunto. Para otros sectores, como el comercio, la agricultura y los servicios sociales, se proyectan tasas de expansión también significativas, aunque menores que las del año anterior. Por último, la minería crecerá a una tasa similar a la de 2013, pero menor que la de la economía en su conjunto.

En construcción se espera que prosiga el impulso proveniente del programa de viviendas de interés prioritario, a lo que se suman los estímulos generados por el subsidio en la tasa de interés para créditos hipotecarios. De igual manera, y como ya se mencionó, las obras de infraestructura vial y de telecomunicaciones deberán realizar un aporte importante al crecimiento.

Con respecto al sector agropecuario, se proyecta un buen crecimiento en 2014, liderado por la producción de café, la cual alcanzaría los 11,4 millones de sacos de 60 kilos, de acuerdo con la Federación Nacional de Cafeteros, siempre y cuando las condiciones climáticas sean las adecuadas. Esto implica un incremento de 4,6% con respecto al año anterior, en el que la producción fue de 10,9 millones de sacos de 60 kilos.

En la minería se contempla una recuperación en carbón, luego de los problemas de orden público y de transporte que complicaron su cadena de producción. Se estima un crecimiento en esta subrama de alrededor del 5% para 2014. Esta cifra tiene en cuenta la parálisis de las actividades de producción y exportación durante el primer trimestre por parte de una de las dos mayores empresas del sector, mientras adecúa sus instalaciones de embarque para minimizar el impacto ambiental. Para petróleo, de acuerdo con la Asociación Colombiana de Petróleo (ACP) se

estima una producción promedio para el año de 1.030.000 barriles diarios, 2,4% más que en 2013; no obstante, dada la plena entrada en funcionamiento de la primera fase del Oleoducto Bicentenario, la producción podría ser incluso mayor, pues con ella se estarían superando varios cuellos de botella en transporte que se hicieron evidentes en el pasado. A pesar de esto, para la minería en su conjunto el crecimiento no alcanzará las elevadas tasas reportadas en los años anteriores (por encima del 10%).

Por último, el pronóstico para el PIB de 2014 supone que la industria presentaría alguna recuperación basada en los esfuerzos de inversión efectuados en años anteriores y en la diversificación de productos y de mercados de exportación. El mayor nivel del tipo de cambio observado a comienzos de este año, de mantenerse, puede ayudar en este mejor desempeño. De todas maneras, algunas ramas seguirían enfrentando una dura competencia de las importaciones, de acuerdo con la percepción reportada por los empresarios en las encuestas de la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI)<sup>7</sup>.

Dadas las fuentes de riesgo internas y externas, la proyección central del PIB para 2014 que se presentó en un comienzo está rodeada de una incertidumbre considerable. Por ello, el intervalo de pronóstico del equipo técnico es amplio y se ubica entre 3,3% y 5,3%.

## B. Mercado Laboral

Durante 2013 el mercado laboral mostró mejoras importantes. Sobresale la reducción de la tasa de desempleo (TD), principalmente debida a una mayor demanda de mano de obra. Además, durante el año se observaron incrementos del empleo asalariado y formal,

<sup>7</sup> Cabe señalar que la actividad industrial puede mostrar una alta irregularidad en 2014, debido al efecto de los días hábiles, en particular por la presencia de Semana Santa, de nuevo, en abril. Debido a ello, se espera que el primer trimestre de 2014 exhiba una mejoría significativa, mientras que en el período abril-junio se observaría una desaceleración. Este patrón también se podría presentar en otras ramas del PIB.

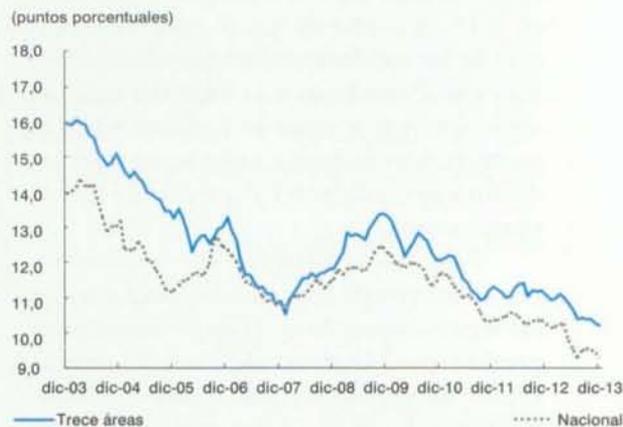
variables que tienen una relación estrecha con la evolución del consumo y la confianza de los hogares.

### 1. Desempleo

De acuerdo con la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) del Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE), durante 2013 se registraron disminuciones significativas de la TD. Este comportamiento se presentó en todos los dominios geográficos, siendo estas reducciones mayores que las observadas un año atrás, excepto en el caso de las áreas rurales. De esta forma, en el último trimestre del año la TD nacional se ubicó en 8,2% y la de las trece principales áreas urbanas en 9,2%, valores inferiores en 1,0 y 0,8 pp, respectivamente, a los registrados en el mismo período de 2012. La serie corregida por estacionalidad muestra que este descenso fue particularmente importante durante el segundo semestre del año, pues se presentó tanto en el total nacional como en las trece principales áreas urbanas (Gráfico 14).

La mejoría del panorama laboral se corrobora cuando se examina el comportamiento de la TD de los jefes de hogar, un segmento

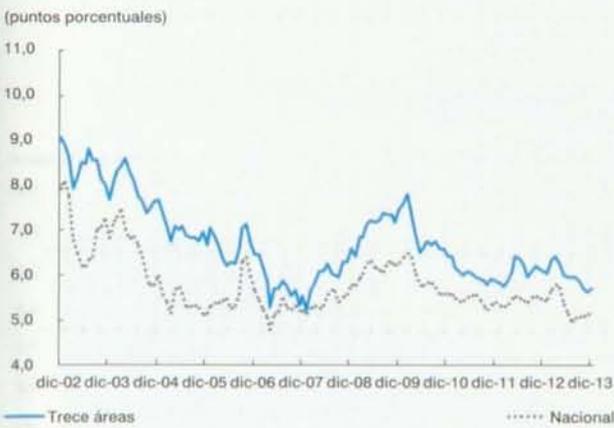
Gráfico 14  
Tasa de desempleo  
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

que sigue más de cerca el ciclo económico, al presentar una oferta de trabajo menos volátil y que está menos afectada por fenómenos demográficos y de participación. En este grupo, la TD presentó una caída significativa, la cual se concentró en el segundo semestre del año (Gráfico 15).

Gráfico 15  
Tasa de desempleo de los jefes del hogar  
(trimestre móvil desestacionalizado)



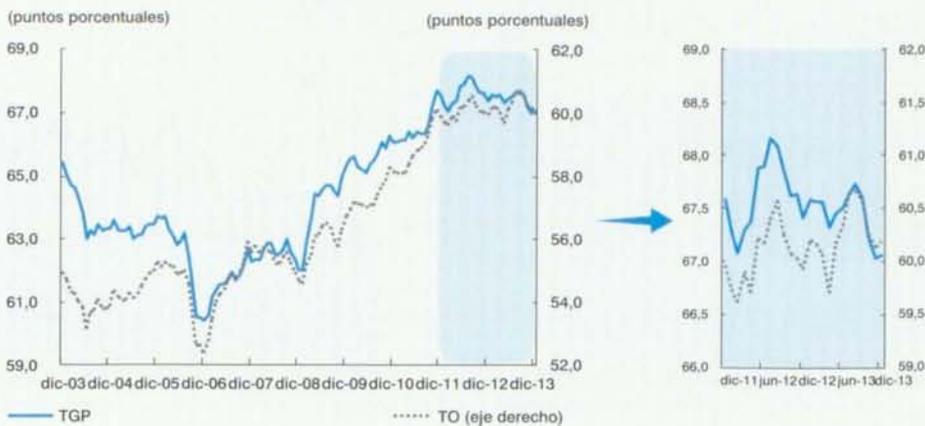
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

## 2. Oferta y demanda de trabajo

La dinámica del desempleo puede explicarse a partir del comportamiento de la oferta, resumida por la tasa global de participación (TGP), y de la demanda, entendida como la tasa de ocupación (TO). Como lo muestra el Gráfico 16, durante la primera mitad de 2013 tanto la TGP como la TO mostraron comportamientos similares en las trece áreas, por lo que se observaron pocos cambios en la TD en este período y dominio. Sin embargo, a partir de mayo la TO aumentó en términos anuales, mientras que la TGP disminuyó.

Por tanto, es posible afirmar que la reducción del desempleo se fundamentó en un aumento de la demanda que, expresada por el número de ocupados, a diciembre de 2013 creció 2,7% anual en el total nacional, 3,1% en las cabeceras urbanas, 1,3% en las áreas rurales y 2% en las trece áreas. La recuperación de la demanda de empleo fue particularmente evidente en la segunda mitad del año, cuando el crecimiento de los ocupados se aceleró en todos los dominios geográficos, excepto en las trece áreas, donde se mantuvo alrededor del 2% anual. Esto sugiere una demanda laboral más dinámica en los centros urbanos diferentes

Gráfico 16  
Tasa global de participación (TGP) y tasa de ocupación (TO)  
(desestacionalizadas, trece áreas)



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

a las trece principales áreas metropolitanas (Gráfico 17).

Al desagregar por rama de actividad económica, se observa que, en promedio, durante 2013 la creación de empleo fue impulsada por el sector de servicios y, en menor medida, por el de comercio. Por el contrario, la industria habría reducido su nivel de ocupación en el mismo período. En cuanto a la construcción, aunque en promedio para ese año disminuyó el número de trabajadores, en los últimos cinco

meses contribuyó positivamente a la generación de empleo.

### 3. Calidad del empleo y condiciones del mercado laboral

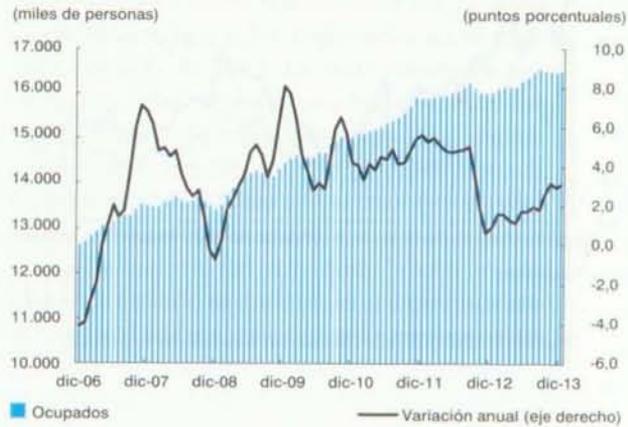
Las variables asociadas con la calidad del empleo evolucionaron favorablemente en 2013. A lo largo del año se observaron mejoras significativas en la formalidad y en el empleo asalariado, algo que podría atribuirse, en parte, a

Gráfico 17  
Número de ocupados y variación anual

#### A. Total nacional



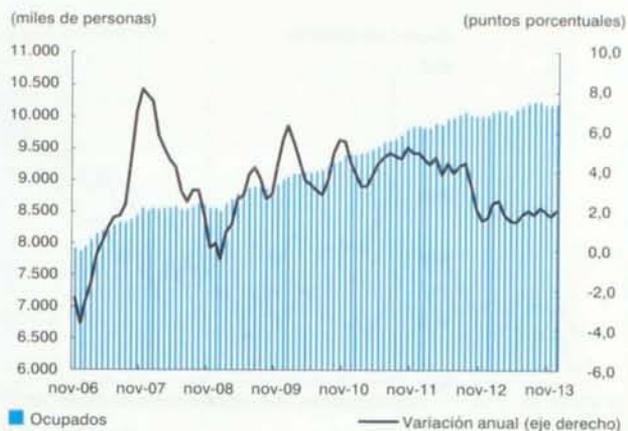
#### B. Cabeceras urbanas



#### C. Áreas rurales



#### D. Trece principales áreas metropolitanas



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

la reforma tributaria que entró en vigencia a comienzos de año y a la ley del primer empleo aplicada a partir de 2011. Ambas medidas incluían entre sus objetivos reducir la intermediación laboral e impulsar la formalización.

Cabe resaltar que prácticamente la totalidad del empleo generado en 2013 fue asalariado y formal, puesto que el no asalariado informal cayó durante este período; así, mientras que el empleo asalariado mostró incrementos importantes en su nivel y su tasa de crecimiento anual promedio fue de 4,4%, el no asalariado cayó a una tasa anual promedio de 0,5% (Gráfico 18). Esta dinámica, que se concentró en el segundo semestre, condujo a un aumento de la participación del empleo formal en el total, de 49% en 2012 a 51% en 2013. Es interesante mencionar que el incremento del empleo asalariado y formal se explica por la expansión del calificado, el cual creció a una tasa promedio anual de 9,5% en los primeros nueve meses del año, mientras que el asalariado no calificado lo hizo a una tasa de 0,6% anual.

El incremento del trabajo asalariado y formal sugiere mejoras en la calidad del empleo. Adicionalmente, la dinámica de este tipo

de trabajadores está muy relacionada con los niveles de confianza y consumo de los hogares, por cuanto el empleo asalariado y formal tiende a ser más estable, a ofrecer mayores niveles de remuneración y a permitir un acceso más fácil al crédito.

#### 4. Costos laborales y salariales

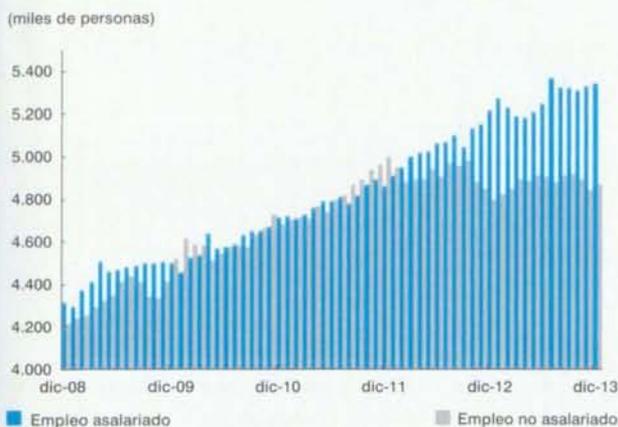
Durante 2013 los ajustes salariales observados pueden considerarse moderados. Entre enero y diciembre se presentaron incrementos promedio anuales de 4,7% en los salarios nominales de la industria y de 2% en los del comercio. Estos ajustes no amenazan el cumplimiento de la meta de inflación del Banco de la República para 2014.

A lo anterior se añade que el salario mínimo se incrementó a una tasa moderada (de 4,5%) y que para este año continuará la reducción en las contribuciones obligatorias a cargo del empleador ordenada por la pasada reforma tributaria: en enero de 2014 la contribución en salud, que equivale al 8,5% del salario básico, fue eliminada para todos aquellos trabajadores que devenguen menos de diez salarios mínimos legales.

Las reducciones en los parafiscales efectuadas a partir de la reforma tributaria implican que, a pesar de los aumentos en el salario, el costo efectivo para los empresarios de un gran porcentaje de la mano de obra no se habría incrementado o incluso podría estar cayendo en 2013 y 2014. Cálculos del Banco de la República sugieren que, si se tienen en cuenta los ajustes salariales para un trabajador con salario mínimo, su costo laboral total habría aumentado en términos nominales solo 0,3% anual en 2013 y estaría disminuyendo 2,2% en 2014. Sin embargo, la reducción en el costo de los trabajadores con salarios más altos puede ser mayor, puesto que la restricción que implica el aumento del mínimo no aplicaría para ellos.

Así las cosas, en 2013 las presiones inflacionarias originadas en los salarios habrían sido muy bajas y para 2014 esta situación debería mantenerse. En particular, los ajustes en

Gráfico 18  
Empleo por tipo de ocupación  
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



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

términos reales en el comercio han sido bajos, cayendo 0,6% en diciembre de 2013 con respecto al mismo mes del año anterior (Gráfico 19).

**5. Expectativas para 2014**

De acuerdo con las proyecciones de crecimiento económico para 2014, se espera que el comportamiento del mercado laboral sea similar al de 2013. Esto implica que el descenso gradual de la TD debe continuar y que el empleo podría aumentar a un ritmo similar que al observado durante el segundo semestre de 2013.

En el Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República anterior se presentó una perspectiva favorable para el empleo asalariado en 2013, que fue confirmada por los datos observados. Sin embargo, se comentó que había un grado de incertidumbre importante con respecto al comportamiento del empleo no asalariado e informal. El hecho de que justamente este último tipo de empleo haya dejado de crecer sugiere que, posiblemente, la

pasada reforma tributaria está incentivando la sustitución de trabajadores informales y no asalariados por formales asalariados, situación que tal vez continuará en 2014. Por tanto, se espera que para este año se mantenga la tendencia hacia una mayor formalización de la fuerza laboral.

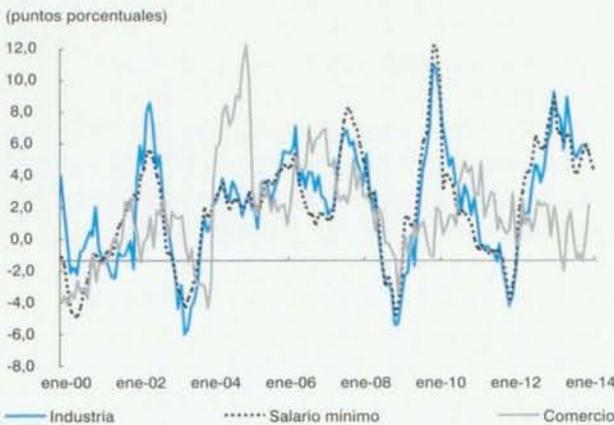
**C. Inflación**

**1. La inflación en 2013**

En diciembre de 2013 la inflación anual al consumidor se situó en 1,94%, por debajo del piso del rango meta establecido por la JDDBR (de 2,0% a 4,0%). A lo largo de todo el año la inflación se mantuvo en niveles inferiores a los de 2012 y cercanos al 2,0%, tendiendo a ser menor que las expectativas del mercado y que lo previsto por el equipo técnico del Banco de la República (Gráfico 20).

Por su parte, la inflación básica, que está asociada de manera más directa con la política monetaria, también se redujo en 2013 frente al año anterior, aunque en menor magnitud que la inflación total. De acuerdo con el promedio

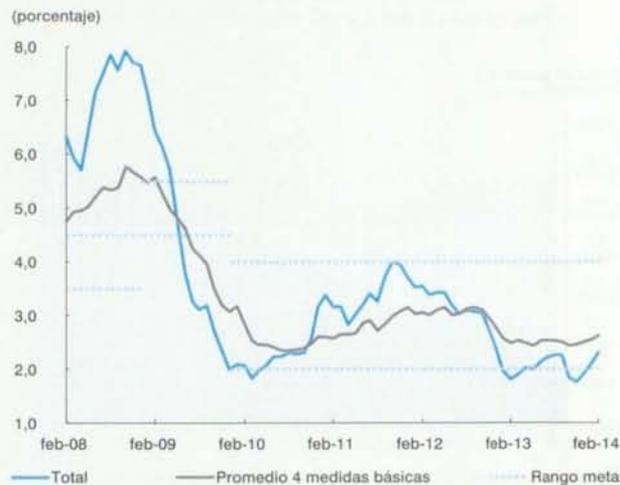
**Gráfico 19**  
Variación real anual de los salarios



Nota: el índice de la industria fue deflactado por el IPP industrial, el salario mínimo por el IPP total y la variable comercio por el IPC sin alimentos.

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

**Gráfico 20**  
Inflación total al consumidor e inflación básica



Fuentes: DANE y Banco de la República.

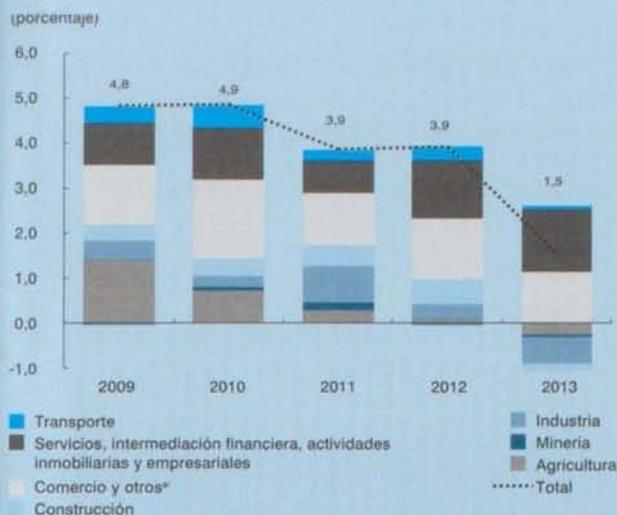
### Comportamiento del mercado laboral por rama de actividad económica en 2013

En 2013 el crecimiento del empleo se redujo con respecto al año anterior, registrando una tasa anual promedio de 1,5% para el total nacional. Este comportamiento se explica por la contracción en el nivel de ocupación en la construcción, la agricultura, la minería y la industria (Gráfico A). Cabe resaltar que, aunque en promedio para 2013 el sector de la construcción destruyó empleo, en el segundo semestre del año contribuyó de manera positiva en la generación de puestos de trabajo. Las ramas de actividad económica que más aportaron a la creación de empleo fueron servicios y comercio, con 335.000 y 289.000 nuevos empleos para el total nacional, respectivamente.

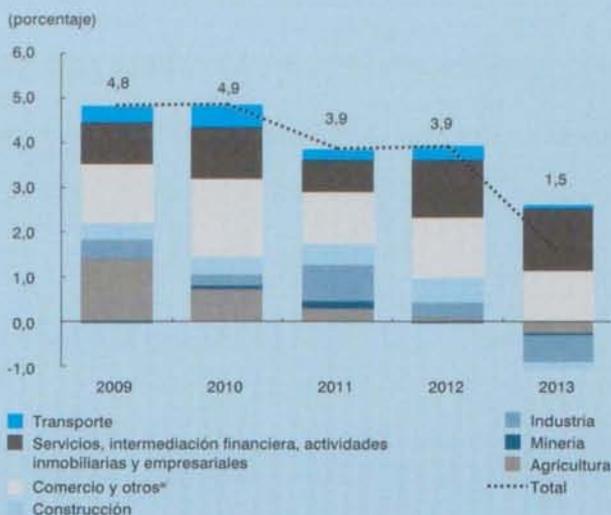
Por su parte, el empleo formal<sup>1</sup> se aceleró, creando 328.000 nuevos puestos de trabajo en las trece principales áreas urbanas durante el año 2013 (Gráfico B). Esta expansión se explica en especial por la dinámica de los sectores de servicios y transporte, los cuales añadieron 179.000 y 46.000 empleos formales, respectivamente.

<sup>1</sup> La definición actual de empleo formal, empleada por el DANE y la Organización Internacional del Trabajo (OIT), considera a todos los ocupados empleados por empresas de más de cinco trabajadores.

**Gráfico A**  
Contribución al crecimiento del empleo total por rama de actividad (nacional, promedio anual)



**Gráfico B**  
Contribución al crecimiento del empleo formal por rama de actividad (trece áreas, promedio anual)



a/ "Otros" hace referencia a aquellos trabajadores que no reportaron rama de actividad al momento de responder a la encuesta. Fuente: DANE (GEIH).

a/ "Otros" se refiere a la agricultura, la minería y a aquellos trabajadores que no reportaron rama de actividad al momento de responder la encuesta. El tamaño de estos grupos es pequeño en las trece áreas, por lo que no afectan el tamaño de las contribuciones. Fuente: DANE (GEIH).

de los cuatro indicadores de inflación básica monitoreados por el Banco, esta variable presentó una gran estabilidad alrededor de 2,5% durante todo el año (Cuadro 3).

Al descomponer el índice de precios al consumidor (IPC) por subcanastas, se observa que el grueso de la desaceleración de la inflación anual entre 2012 y 2013 se concentró en las de alimentos y regulados, indicadores que mostraron una variación anual bastante por debajo del promedio. Una disminución menor se presentó en la variación anual del

IPC de no transables sin alimentos, la cual estuvo liderada por los arriendos. En este caso, el registro continuó superando el 3,0%, como sucede desde hace varios años. La única subcanasta cuya variación anual se aceleró en 2013 fue la de transables sin alimentos ni regulados, aunque también permaneció por debajo de la inflación promedio (Cuadro 3).

Son varios los factores que explican el bajo nivel de la inflación en 2013, algunos asociados con choques de oferta que tienden a tener un carácter transitorio. El primer fenómeno

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

Descripción	Ponderación	Dic-11	Mar-12	Jun-12	Sep-12	Dic-12	Mar-13	Jun-13	Sep-13	Dic-13	Ene-14	Feb-14
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>3,73</b>	<b>3,40</b>	<b>3,20</b>	<b>3,08</b>	<b>2,44</b>	<b>1,91</b>	<b>2,16</b>	<b>2,27</b>	<b>1,94</b>	<b>2,13</b>	<b>2,32</b>
Sin alimentos	71,79	3,13	2,95	2,80	2,87	2,40	2,11	2,48	2,36	2,36	2,49	2,53
Transables	26	0,80	0,68	1,01	1,09	0,77	1,13	1,10	1,34	1,40	1,57	1,61
No transables	30,52	3,63	3,71	3,62	4,02	3,92	3,85	3,78	3,70	3,76	3,61	3,61
Regulados	15,26	5,81	4,94	3,92	3,32	1,91	0,20	1,98	1,24	1,05	1,66	1,76
Alimentos	28,21	5,27	4,56	4,22	3,63	2,52	1,41	1,34	2,05	0,86	1,20	1,78
Perecederos	3,88	7,73	5,18	(2,05)	(2,35)	(3,90)	(1,86)	2,44	5,94	(0,16)	2,13	2,61
Procesados	16,26	4,50	3,69	5,12	4,32	2,83	1,25	(0,11)	0,18	(0,24)	(0,18)	0,40
Comidas fuera del hogar	8,07	5,60	5,87	5,52	5,20	4,90	3,22	3,51	3,74	3,26	3,29	3,88
Indicadores de inflación básica												
Sin alimentos		3,13	2,95	2,80	2,87	2,40	2,11	2,48	2,36	2,36	2,49	2,53
Núcleo 20		3,92	3,76	3,56	3,71	3,23	2,78	2,83	2,79	2,72	2,69	2,79
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos		3,18	2,99	3,23	3,33	3,02	2,51	2,14	2,19	2,19	2,27	2,43
Inflación sin alimentos ni regulados		2,38	2,38	2,48	2,74	2,55	2,67	2,63	2,69	2,74	2,74	2,76
Promedio de todos los indicadores		3,15	3,02	3,02	3,16	2,80	2,52	2,52	2,51	2,50	2,55	2,63

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

se relaciona con la reforma tributaria de 2012, la cual se empezó a implementar a comienzos de 2013. Esta medida contempló una reducción de los impuestos indirectos para materias primas y para varios bienes y servicios finales que hacen parte de la canasta del consumidor, como combustibles, vehículos, algunos alimentos y comidas fuera del hogar, entre otros. La rebaja de impuestos permitió una reducción o un menor aumento en el nivel de precios de los bienes y servicios afectados a comienzos de 2013, con el consecuente impacto sobre la inflación anual durante doce meses. Cálculos efectuados por el equipo técnico del Banco indican que la disminución de los impuestos indirectos habría producido una desaceleración de la inflación anual en cerca de 26 pb durante todo el año.

Un segundo factor corresponde a las decisiones de algunas administraciones locales, como la de Bogotá, de reducir las tarifas en algunos servicios públicos, en especial las de aseo, y la de congelar o bajar los precios de los pasajes del transporte urbano. Estos hechos, aunados a las disminuciones del precio interno de los combustibles (debido a menores impuestos indirectos), mantuvieron en niveles muy bajos la variación anual del IPC de regulados.

Las buenas condiciones climáticas en 2013, caracterizadas por un régimen adecuado de precipitaciones, y la fase ascendente del ciclo de producción agropecuaria, fueron otros factores que ayudaron a mantener la inflación en niveles bajos. Estas circunstancias hicieron posible que los precios de los alimentos producidos en el país tendieran a presentar aumentos más moderados que en el pasado. A lo anterior se suman los descensos en las cotizaciones internacionales de los bienes agrícolas importados por el país (principalmente cereales, aceites y oleaginosas), los cuales compensaron la depreciación del peso y dieron estabilidad a los precios al consumidor.

Los choques transitorios de oferta enumerados estuvieron acompañados de escasas presiones de demanda. Aunque la economía ganó en dinamismo con el transcurso del año,

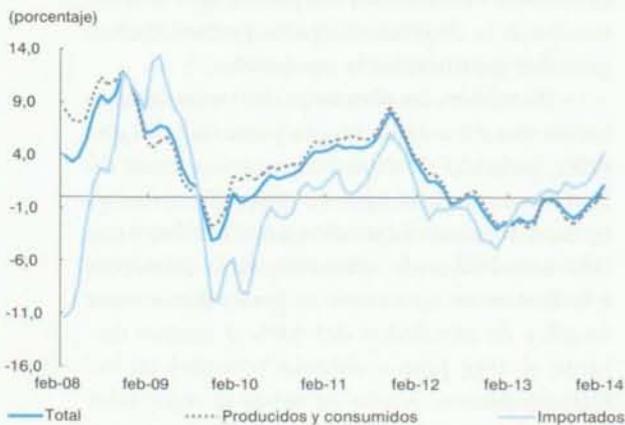
su crecimiento no superó el potencial, lo que permitió que la variación anual del IPC de no transables descendiera un poco y que la transmisión de la depreciación a los precios al consumidor también fuera moderada.

También, las presiones de costos salariales fueron escasas en buena parte del año pasado, incluido el último trimestre, a pesar de la reducción en la tasa de desempleo. Como se mencionó en la sección anterior, los salarios nominales de sectores como comercio e industria se ajustaron en promedio a tasas anuales de alrededor del 4,0% o menos durante el año, pese a algunos repuntes en los últimos meses. A ello se sumó la reducción de los parafiscales del Instituto Colombiano de Bienestar Familiar (ICBF) y del Servicio Nacional de Aprendizaje (SENA), que representan un 5,0% del salario y que debieron disminuir los costos de contratación laboral para las firmas.

Por último, y a diferencia de lo que sucedió en años anteriores, un precio internacional del petróleo más estable y los descensos en las cotizaciones de otras materias primas habrían limitado las alzas de los costos de producción y transporte, compensando también las mayores presiones asociadas con la depreciación. Al respecto, la variación anual del índice de precios del productor (IPP), una variable que aproxima los costos, se mantuvo en terreno negativo casi todo el año, finalizando 2013 en -0,49%, pese a la tendencia ascendente de los últimos dos meses (Gráfico 21). Este resultado fue posible por un decrecimiento de los precios al productor de productos agropecuarios (-4,27%) y mineros (-3,35%).

Así las cosas, el descenso de la inflación total al consumidor en 2013 y su bajo nivel, cercano al piso del rango meta, tienen su explicación, en parte, en los choques de oferta bajistas que se presentaron desde comienzos de año. Estos choques en principio son transitorios y deberían revertirse total o parcialmente en 2014. Por otro lado, sin presiones de demanda importantes, con escasos ajustes en los costos externos e internos y con unas expectativas de inflación controladas, como

Gráfico 21  
IPP por procedencia



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

se muestra más adelante, la inflación básica se redujo menos en 2013 frente al año anterior, permaneciendo siempre dentro del rango meta establecido por la JDBR.

## 2. Perspectivas para 2014

Los pronósticos del equipo técnico del Banco de la República indican que la inflación anual al consumidor tenderá a aumentar a lo largo de 2014, acercándose lentamente al punto medio del rango meta de largo plazo (entre 2,0% y 4,0%), aunque siempre por debajo de él. Una velocidad similar de convergencia al 3,0% se anticipa en el caso de la inflación básica, en particular del IPC sin alimentos.

Se espera que la inflación se vuelva a ubicar dentro del rango meta a partir del primer trimestre del año, algo que ya se observó desde el mes de enero. Según las cifras reportadas por el DANE, para febrero la inflación anual al consumidor aumentó a 2,32%, mientras que la de sin alimentos y el promedio de los cuatro indicadores de inflación básica lo hicieron a 2,53% y 2,63%, respectivamente (Gráfico 20 y Cuadro 3).

Las principales presiones alcistas sobre la inflación en 2014 provendrán de dos frentes.

En primer lugar, de la reversión de los choques de oferta señalados. Su impacto debe sentirse en particular en los precios de los alimentos y regulados. En el primer caso, cabe esperar que los bajos precios relativos que se observaron a finales del año pasado desestimen en algún grado la oferta interna, conduciendo a alzas en los precios al consumidor mayores que las registradas anteriormente. Este comportamiento es normal dentro del ciclo de producción agrícola en Colombia.

El segundo factor alcista corresponde a la depreciación del peso en los últimos meses, la cual se trasladará de manera gradual a los precios al consumidor, en especial a los precios de los transables, incluidos los alimentos y regulados. Los estudios que existen sobre la elasticidad de transmisión del tipo de cambio al IPC indican que esta se materializa luego de tres trimestres, y que es de alrededor de 5%, lo cual es relativamente bajo y menor que lo reportado para otras economías de la región. Aun así, si los niveles del tipo de cambio observados en los dos primeros meses del año se sostienen, cabría esperar una aceleración en el ritmo de ajuste de los precios de bienes y servicios transables por encima de lo que se reportó en los últimos cuatro años.

Aparte de los dos factores anotados, no se vislumbran presiones alcistas de importancia sobre la inflación al consumidor en 2014. Con un crecimiento como el proyectado para el presente año de alrededor de 4,3%, la demanda agregada ejercería pocas presiones sobre los precios (véase la sección A de este capítulo). En materia de presiones salariales, la disminución que se espera para la tasa de desempleo no deberá traducirse en aumentos en los costos laborales, dado que para este año se tiene que efectuar una nueva reducción de los impuestos a la nómina, esta vez en lo que respecta a la contribución a salud, según lo ordenado por la reforma tributaria de 2012. Finalmente, en cuanto a los precios internacionales del petróleo, los alimentos y otras materias primas, se anticipan algunas reducciones o estabilidad, lo que debe producir pocas alzas en los costos de producción y de transporte.

Las expectativas de inflación deben contribuir a que los pronósticos anteriores se verifiquen, ya que estas han permanecido ancladas cerca del 3,0%. Así, por ejemplo, los analistas del mercado financiero prevén una inflación para finales de 2014 de 2,8%, mientras que las expectativas derivadas de la curva de rendimientos de TES a dos, tres y cinco años se acercaron al 3% a comienzos del presente año, después de haber caído por debajo de este nivel a finales del año pasado.

Como es normal, el pronóstico central descrito arriba enfrenta diferentes tipos de riesgos al alza y a la baja, que en este informe se consideran balanceados. En el primer caso, una depreciación mayor del peso, debida a la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos, puede inducir una inflación mayor que la prevista. Pese a ello, el riesgo de que se incumpla la meta seguiría siendo bajo dado el nivel en el cual se encuentra la inflación hoy en día. Con respecto a los riesgos a la baja, el principal sigue siendo un menor crecimiento mundial, con caídas más fuertes que las previstas en los precios internacionales de las materias primas por los problemas estructurales que enfrentan varias economías desarrolladas y emergentes.

#### D. Política monetaria, tasas de interés y sector financiero

Al inicio de 2013 la nueva información de la actividad económica sugería que en el primer trimestre del año la economía colombiana se desaceleraba y que en dicho período podría registrar un crecimiento menor al de su potencial. De esta forma, el producto observado continuaba siendo inferior al que se podía generar con la capacidad instalada, situación que indicaba la no existencia de presiones de demanda sobre los precios.

Entre enero y marzo de 2013 la inflación se situó por debajo del límite inferior del rango meta y las expectativas a diferentes plazos del incremento anual de los precios eran inferiores a 3%. Los pronósticos de inflación, que incluían una política monetaria activa, sugerían

que la convergencia a la meta de largo plazo podría hacerse más lenta de lo estimado. Ante este escenario, junto con la evaluación del balance de riesgos, la JDDB consideró apropiado continuar con la reducción de la tasa de interés de referencia iniciada en julio de 2012<sup>8</sup>. De esta forma, la tasa de intervención disminuyó de 4,25% en diciembre de 2012 hasta 3,25% en marzo de 2013<sup>9</sup>.

Aunque en los siguientes trimestres se presentaron mejores resultados de crecimiento, las estimaciones indicaban que el nivel de producto permanecía por debajo de lo que se podía generar con la capacidad instalada de la economía. La inflación continuó baja y al finalizar el año culminó en 1,94%, cifra menor al límite inferior del rango meta, al tiempo que las expectativas a diferentes plazos permanecieron por debajo de 3%. De esta forma, la Junta consideró adecuado mantener la tasa de interés de referencia en 3,25%, nivel que estimula la demanda agregada.

En materia de crédito, en 2013 la cartera total se desaceleró, pero su aumento fue superior al crecimiento del PIB nominal. Las tasas de interés nominales de los préstamos se redujeron y se mantienen en niveles que podrían estimular la demanda agregada. Todo esto en un contexto en el cual los indicadores del sistema financiero reflejan solidez.

#### 1. Comportamiento de las tasas de interés durante 2013

##### a. Tasas de interés bancarias

Para mantener las tasas de interés de mercado a un día alineadas con la tasa de referencia, el Banco de la República retira o suministra la liquidez primaria que requiere el sistema financiero mediante distintos mecanismos, permanentes o transitorios. Dentro de los primeros

<sup>8</sup>Entre julio y diciembre de 2012 la tasa de interés de referencia se redujo desde 5,25% hasta 4,25%.

<sup>9</sup>25 pb en cada uno de los meses de enero y febrero, y 50 pb en marzo.

se encuentran, principalmente, tanto las operaciones de compra-venta definitiva de TES como de divisas. Los mecanismos transitorios más importantes son los repos con el sistema financiero y, en el período reciente, los depósitos remunerados de control monetario. Así, debido a la expansión monetaria generada por las compras de divisas realizadas durante 2013 por el Banco de la República (\$12.586 mm), fue necesaria una esterilización parcial, principalmente mediante los depósitos remunerados de control monetario (\$7.943 mm) (véase sombreado p. 49).

El recorte de la tasa de política se transmitió a las demás tasas de interés de la economía. Así, en el primer trimestre de 2013 la tasa interbancaria a un día (TIB) descendió 101 pb y a finales del año se ubicó en 3,26% (Gráfico 22). Por otra parte, entre diciembre de 2012 y el mismo mes de 2013 las tasas de captación de los depósitos a término del sistema financiero descendieron en 117 pb para la tasa promedio de los depósitos a término a 90 días (DTF) y 115 pb para el total de los certificados de depósito a término (CDT). En el caso de las tasas de colocación, en general

se observó un mayor descenso durante el año, con caídas de 204 pb para la de vivienda<sup>10</sup>, 175 pb para los créditos comerciales y 158 pb para las tarjetas de crédito. En las tasas de consumo la reducción fue de 63 pb (Cuadro 4 y gráficos 23 y 24).

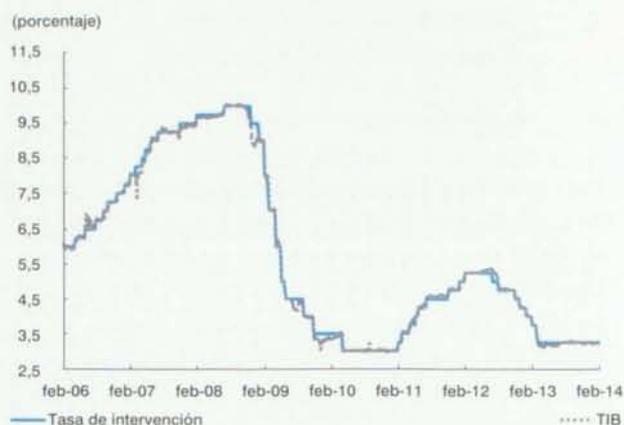
#### b. Mercado de deuda pública

En los primeros cuatro meses de 2013 los precios de los títulos de deuda pública (TES) se incrementaron, alcanzando máximos históricos en algunos casos. En consecuencia, sus tasas de interés bajaron<sup>11</sup> (Gráfico 25). Desde mayo de 2013, ante factores internacionales como los indicios sobre un posible retiro del programa de estímulo monetario de los Estados Unidos, los precios de los TES tomaron una tendencia a la baja, de acuerdo con el comportamiento de otros activos de la región y de otros países emergentes.

Varios hechos contribuyeron a este comportamiento. Uno de ellos fue una inflación baja e inferior a la proyectada<sup>12</sup>, junto con un descenso en las expectativas de incremento de precios, contexto que sugería un rendimiento real esperado más alto de estos

Gráfico 22

Tasa de interés de intervención del Banco de la República y tasa de interés interbancaria (TIB)<sup>a/</sup>



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el dato más reciente corresponde al 28 de febrero de 2014.

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

<sup>10</sup> Como se mencionó en el *Informe al Congreso* de julio de 2013, la reducción de las tasas de interés de vivienda fue, en gran medida, producto del Decreto 701 de 2013 que estableció un subsidio por siete años a la tasa de interés de los créditos de vivienda nueva, siempre que la tasa anual máxima fuera de 9,5% para los créditos denominados en pesos o de 6,5% para los denominados en unidades de valor real (UVR) y que los desembolsos se realizaran para la adquisición de vivienda nueva con precios que oscilaran entre \$79,6 m y \$197,5 m. Por otro lado, algunos bancos manifestaron interés en reducir la tasa sobre otros créditos hipotecarios con el objetivo de apoyar la política gubernamental para dinamizar la construcción de vivienda e incentivar su adquisición.

<sup>11</sup> 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 seguirá recibiendo los mismos \$110.

<sup>12</sup> Los datos de inflación de diciembre de 2012 y enero, febrero y marzo de 2013 fueron inferiores a los esperados: en el mismo orden, los datos observados fueron 2,44%, 2,00%, 1,83% y 1,91%, mientras que los esperados para las mismas fechas fueron: 2,61%, 2,22%, 1,89%, y 1,91%, respectivamente.

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

	Tasa de interés de política <sup>a/</sup>	Tasas pasivas <sup>b/</sup>		Total <sup>c/</sup>	Tasas activas <sup>b/</sup>			
		DTF	CDT		Consumo	Tarjeta de crédito <sup>d/</sup>	Hipotecario <sup>e/</sup>	Comercial <sup>f/</sup>
jul.-12	5,25	5,44	6,08	12,47	19,66	30,27	13,02	10,52
dic.-12	4,25	5,22	5,54	11,64	18,26	30,48	12,82	10,06
dic.-13	3,25	4,06	4,40	9,96	17,63	28,90	10,77	8,31
Diferencias (puntos básicos)								
jul./12-dic./13	(200)	(138)	(168)	(250)	(203)	(137)	(224)	(221)
dic./12-dic./13	(100)	(117)	(115)	(167)	(63)	(158)	(204)	(175)

a/ Corresponde al valor al viernes más cercano a fin de mes.

b/ Corresponde al promedio mensual.

c/ Corresponde a la tasa de interés activa calculada por el Banco de la República: es el promedio ponderado de los créditos de consumo y comerciales. Dentro del comercial se toman los desembolsos de cartera preferencial, ordinario y tesorería. Debido a la alta rotación de los créditos de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso.

d/ No incluye compras a un mes ni avances.

e/ Corresponde al promedio de las tasas de adquisición de vivienda.

f/ Corresponde al promedio ponderado de los créditos preferencial, ordinario y tesorería. Debido a la alta rotación de los créditos de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso. No incluye microcrédito.

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

Gráfico 23  
Tasas de interés

A. Tasas nominales

B. Tasas reales <sup>d/</sup>



a/ Corresponde al valor al viernes más cercano a fin de mes.

b/ Promedio ponderado de la tasa de interés de CDT a todos los plazos. Promedio mensual.

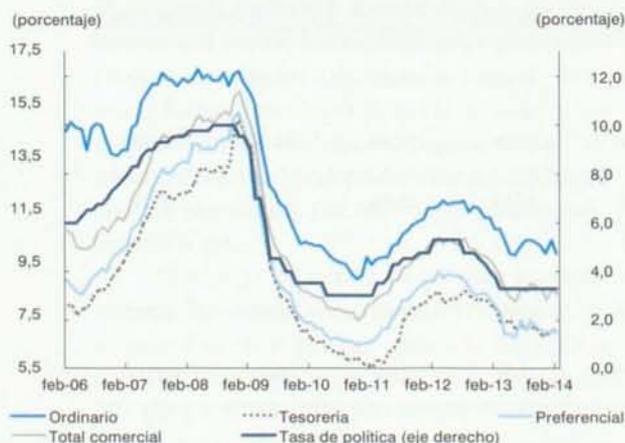
c/ Corresponde a la tasa de interés activa calculada por el Banco de la República. Promedio mensual.

d/ Se utilizó el IPC sin alimentos.

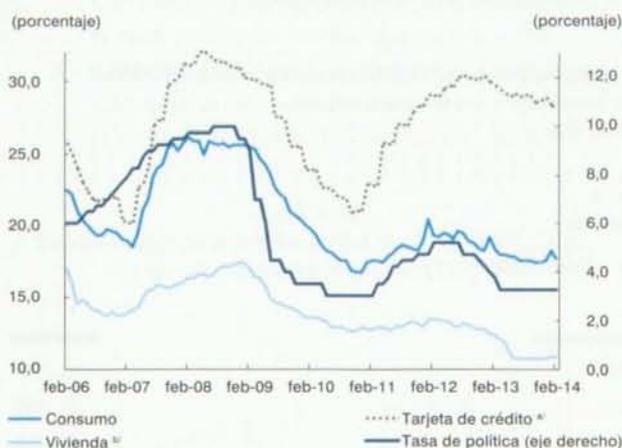
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

**Gráfico 24**  
Tasa de interés de referencia y tasas de interés de los créditos (nominales)

**A. Tasas de interés de los créditos comerciales**



**B. Tasas de interés de los créditos a los hogares**



Nota: las tasas de interés corresponden al promedio mensual, excepto la de política, que corresponde al valor al viernes más cercano a fin de mes.

a/ No incluye compras a un mes ni avances.

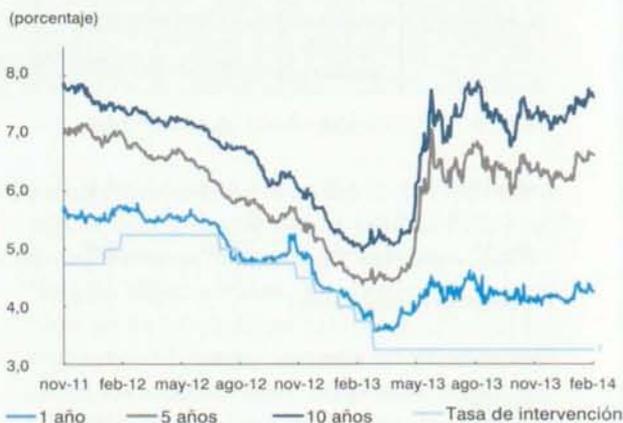
b/ Adquisición no VIS.

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

bonos<sup>13</sup>. La reducción en la tasa de referencia implicó, entre otras cosas, un menor costo

<sup>13</sup>Las tasas de títulos que vencen entre 0 y 2 años disminuyeron en promedio 16 pb, al tiempo que las tasas de los títulos que vencen entre 2 y 5 años, y entre 5 y 15 años registraron en promedio incrementos de 78 pb y 153 pb, respectivamente.

**Gráfico 25**  
Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de intervención del Banco de la República



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

de fondeo de los TES y también contribuyó a esta valorización. Adicionalmente, la mejora en la perspectiva y en la calificación de la deuda soberana de Colombia<sup>14</sup> disminuyó la percepción de riesgo país y estimuló el precio de estos activos financieros. De igual manera, la reforma tributaria de 2012 redujo la carga impositiva para los inversionistas extranjeros de portafolio, situación que hizo más atractivos los TES y afectó al alza su precio.

Entre finales de mayo de 2013 y hasta enero de 2014 la mejora en las perspectivas de la economía estadounidense y sus decisiones de política monetaria y fiscal afectaron los mercados internacionales de bonos, acciones y monedas. En primer lugar, en mayo de 2013 se dieron indicios de que la Fed podría empezar a disminuir su programa de compra de activos, hecho que se materializó en enero de 2014. Lo anterior, que implica una menor liquidez mundial y un aumento del costo de financiamiento externo, se reflejó en incrementos en la percepción de riesgo hacia algunos

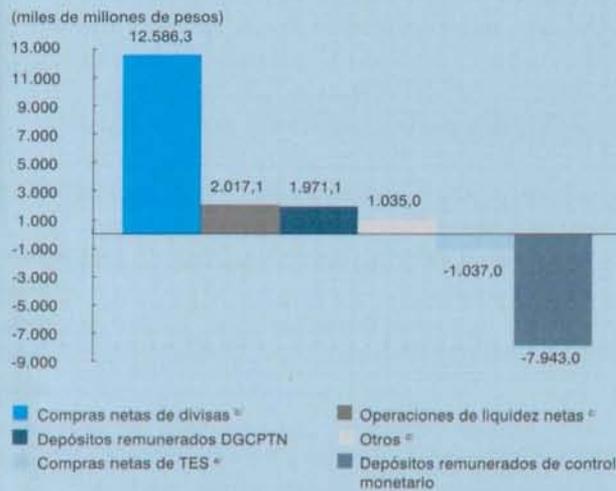
<sup>14</sup>El 6 de marzo Fitch Ratings revisó la perspectiva de la calificación de deuda de largo plazo en moneda extranjera (BBB-) de estable a positiva. El 24 de abril S&P pasó la calificación de BBB- a BBB.

## Base monetaria

En 2013 la fuente principal de oferta de base monetaria correspondió a la acumulación de reservas internacionales mediante el programa de subastas de compras directas implementado por el Banco de la República. Estas compras

ascendieron a US\$6.769 m (\$12.586 mm) y excedieron el incremento de la demanda de base monetaria (\$8.630 mm). Por esta razón, se hizo necesario el uso de instrumentos para retirar liquidez de la economía, como las mayores colocaciones de TES de control monetario (operaciones de depósitos del gobierno nacional en el Banco por \$7.943 mm, las cuales iniciaron en noviembre de 2012) y las ventas netas y vencimientos de TES en poder del Banco (\$1.037 mm) (Gráfico A).

Gráfico A  
Origen de la base monetaria en el año 2013 <sup>a/</sup>  
(variaciones anuales)



Por su parte, el aumento de las operaciones de liquidez netas (\$2.017 mm), la reducción de los depósitos remunerados de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPN) (\$1.971 mm), y el efecto expansivo de otras cuentas del balance<sup>1</sup> (\$1.035 mm) se constituyeron en fuentes adicionales de la base monetaria. Así, a finales de 2013 el saldo de este último agregado fue de \$65.093 mm, lo que representó una tasa promedio anual de crecimiento de 13,25% en términos nominales (10,71% en términos reales) y de 15,3% frente al cierre de 2012.

a/ Variaciones anuales. Estas cifras consideran el cierre del mes calendario.

b/ Incluye subastas de compra directa de divisas.

c/ Considera, para todos los plazos, los repos de expansión y el saldo de los depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE).

d/ Incluye el efecto monetario del PyG del Banco de la República.

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

Fuente: Banco de la República.

<sup>1</sup> Principalmente el efecto monetario del estado de resultados (P y G) del Banco.

países emergentes, y en menores entradas e incluso salidas de capitales de estas economías. La mayor percepción de riesgo internacional también se explicó por las discusiones con respecto al presupuesto estadounidense para el año fiscal 2014, lo que implicó la suspensión temporal de las actividades de varias agencias gubernamentales, y por la falta de un acuerdo en torno a la ampliación del techo de

la deuda de ese país, que abría la posibilidad de una cesación de pagos<sup>15</sup>.

<sup>15</sup> Fitch Ratings puso bajo vigilancia negativa la calificación de deuda de largo plazo en moneda local y extranjera de los Estados Unidos (AAA), citando la reducida flexibilidad financiera y el riesgo político de no llegar a un acuerdo sobre el techo de la deuda.

Por lo anterior, desde finales de mayo de 2013 en Colombia los TES se desvalorizaron<sup>16</sup> y el peso se depreció. Otras economías emergentes, como India, Sudáfrica, Indonesia, Brasil y Turquía, también presentaron una pérdida de valor en sus papeles de deuda pública (Gráfico 26) y depreciación de sus monedas frente al dólar, aunque en magnitudes superiores a las observadas en Colombia, lo cual puso al descubierto las posibles vulnerabilidades de dichas economías, reflejadas, entre otros, en sus altos déficits de la cuenta corriente y en una elevada inflación.

En lo corrido del presente año factores como las menores perspectivas de crecimiento de China y los efectos que esto podría tener sobre el ritmo de la recuperación de la economía mundial continuaron afectando de manera negativa a los países emergentes. No obstante, en este mismo período países como Turquía y Sudáfrica han presentado

un mayor deterioro en sus medidas de riesgo, mientras que Colombia las ha mantenido relativamente estables. Esto sugiere que los mercados estarían castigando ciertas economías con debilidades en algunos de sus fundamentales.

## 2. Principales cuentas de los establecimientos de crédito

Los intermediarios financieros o establecimientos de crédito desempeñan un papel central en la transmisión de las decisiones de política monetaria de la Junta Directiva del Banco de la República. Los bancos realizan operaciones de captación mediante depósitos a la vista y a término, y utilizan estos recursos para otorgar crédito por medio de cartera e inversiones en títulos. La evolución de las cuentas del balance general de estas entidades ilustra el funcionamiento de este mecanismo.

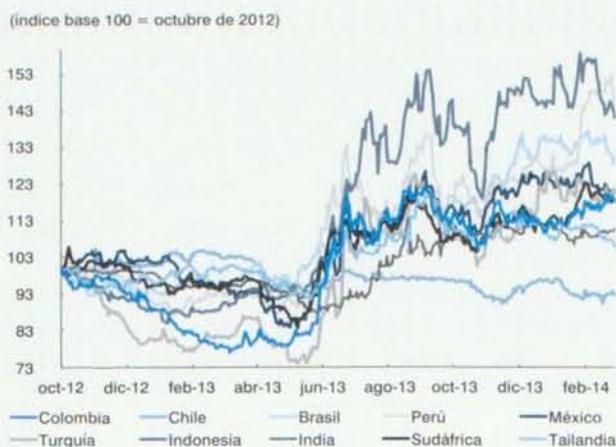
La principal fuente de financiación de los establecimientos de crédito son los depósitos, llamados también pasivos sujetos a encaje (PSE). En diciembre de 2013 su saldo fue de \$300.709 mm (42,8% del PIB), con un crecimiento anual de 14,6% (\$38.202 mm) (Gráfico 27). En el período reciente se ha observado un cambio en la composición de estos pasivos hacia depósitos a la vista (Gráfico 28). Como se aprecia, los depósitos a término (bonos y CDT) redujeron fuertemente su ritmo de crecimiento, desde 30% a mediados de 2012 a 8% a finales de 2013. Lo anterior, en parte, como consecuencia de la reducción de las tasas de interés pasivas.

Los PSE junto con el efectivo constituyen un agregado monetario amplio llamado M3, el cual representa el total de los recursos de los que disponen los agentes en la economía para realizar sus pagos en pesos. En 2013 el crecimiento de este agregado fue 14,6%, similar al registrado por los PSE y superior al de la cartera total (Gráfico 29).

Por otra parte, los préstamos y las inversiones en moneda nacional constituyen los principales activos de los establecimientos de

Gráfico 26

Índice de las tasas cero cupón a 10 años en Latinoamérica y otros países emergentes



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

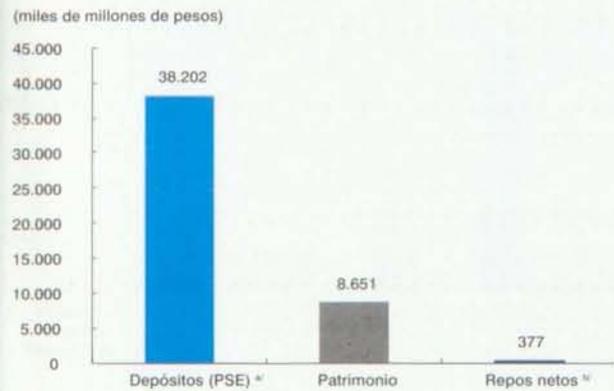
<sup>16</sup> La excepción fue en diciembre de 2013, cuando los TES se valorizaron de forma transitoria, influenciados por algunos factores locales, como la mejora en la calificación de la deuda (de BBB- a BBB por parte de Fitch Ratings el 10 de diciembre de 2013), la publicación del dato de crecimiento de septiembre, que resultó mejor al esperado, y las menores expectativas de inflación.

**Gráfico 27**  
Repos netos, PSE y patrimonio de los establecimientos de crédito

**A. Saldos**



**B. Variaciones anuales**



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

b/ Netos de la DRNCE.

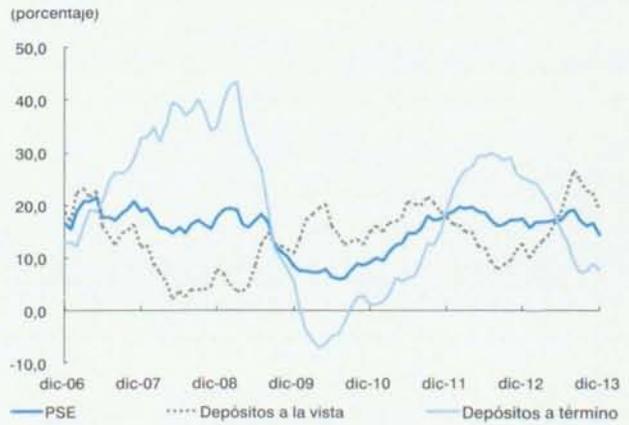
Nota: los saldos aquí presentados corresponden al viernes más cercano al cierre del año, es decir, al viernes 3 de enero de 2014, y las variaciones anuales se calculan con respecto al viernes 4 de enero de 2013.

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

crédito<sup>17</sup>. En el primer caso, en diciembre de 2013 el saldo de la cartera bruta creció 14,3% anual (\$32.504 mm) y su saldo a final del año

<sup>17</sup> En el caso de la cartera y las inversiones en moneda extranjera, su saldo forma parte de la posición propia de contado, excepto las inversiones cuyo objetivo sea tener participación de capital en las entidades que las emiten, en cuyo caso se contabilizan dentro de la posición propia.

**Gráfico 28**  
PSE, depósitos a la vista y a término<sup>a/</sup>  
(crecimiento nominal)



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

Fuente: Banco de la República.

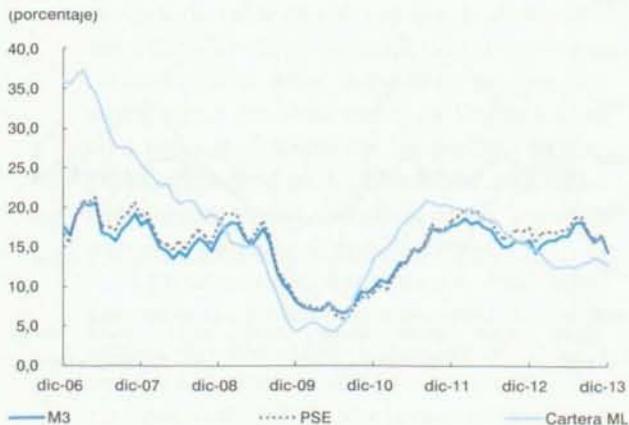
ascendió a \$260.353 mm (37% del PIB). Por su parte, el saldo de las inversiones netas aumentó 13% (\$8.674 mm) y cerró en \$75.539 mm a finales de diciembre (10,7% del PIB) (Gráfico 30).

En el caso de los créditos en moneda nacional, si bien a lo largo de 2013 la cartera total se desaceleró<sup>18</sup>, cada modalidad (comercial + microcrédito, consumo e hipotecaria) ha presentado un comportamiento distinto (Gráfico 31). Desde mediados de 2012 la cartera de consumo viene presentando un menor ritmo de crecimiento, llegando a variaciones anuales cercanas a 12% en el último trimestre de 2013. Por su parte, a partir del segundo trimestre de dicho año los créditos a empresas, representados por la cartera comercial y de microcrédito, se aceleraron. En particular, la variación anual de la suma de estos dos tipos de cartera fue de 12,9% en diciembre de 2013 frente a 11,6% en marzo. Igual sucedió con la cartera hipotecaria ajustada por titularizaciones, cuyo crecimiento

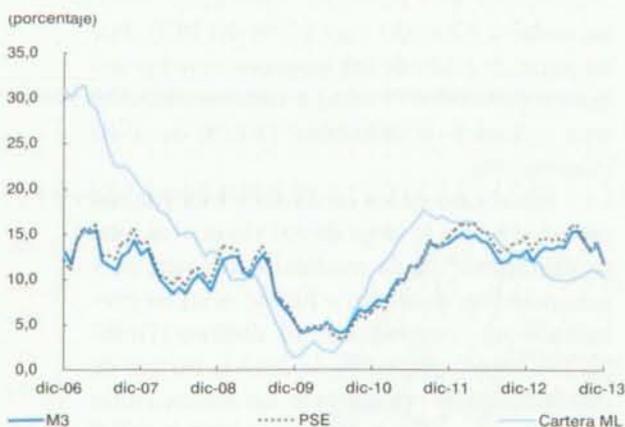
<sup>18</sup> Incluye las titularizaciones de cartera hipotecaria y operaciones relacionadas con ventas de cartera del sistema financiero para manejo mediante derechos fiduciarios. Parte de las primeras están registradas como inversiones y las segundas hacen parte de los otros activos.

**Gráfico 29**  
M3, PSE y cartera en moneda legal (ML) <sup>a/</sup>  
(variación anual)

**A. Crecimiento nominal**



**B. Crecimiento real <sup>b/</sup>**



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

b/ Se utilizó el IPC sin alimentos.

Fuente: Banco de la República.

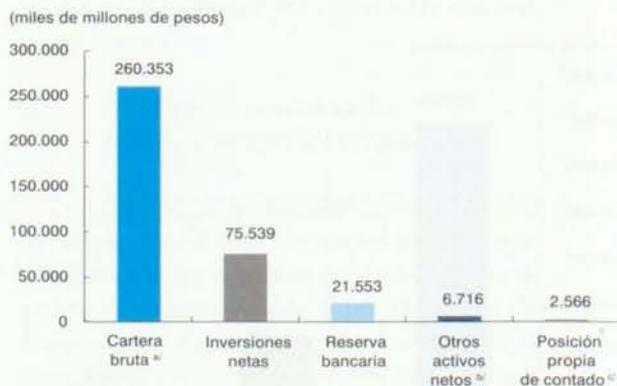
anual se aceleró desde 14% en marzo de 2013 a 15,5% en diciembre del mismo año.

**3. Algunas medidas de riesgo del sistema financiero**

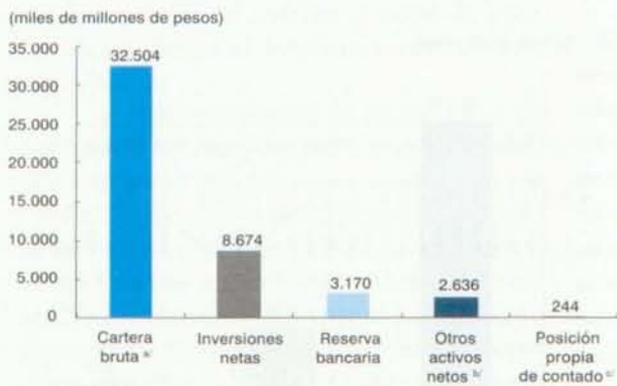
A continuación se analiza la exposición de los principales intermediarios financieros a los riesgos en los mercados de TES y de crédito,

**Gráfico 30**  
Principales activos de los establecimientos de crédito

**A. Saldos**



**B. Variaciones anuales**



a/ No incluye titularizaciones de cartera hipotecaria ni cualquier otra operación relacionada con venta de cartera para manejo a través de derechos fiduciarios. Parte de las primeras están registradas como inversiones y la segunda se registra como parte de los otros activos.

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

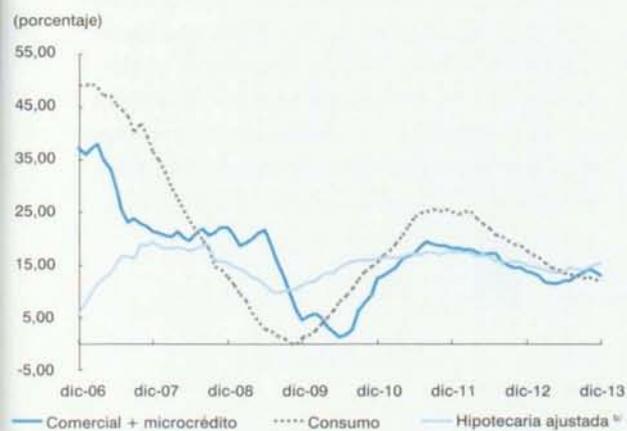
c/ No incluye comisionistas de bolsa. Las variaciones absolutas corresponden a las variaciones en dólares multiplicadas por la tasa de cambio promedio del periodo.

Nota: los saldos aquí presentados corresponden al valor al viernes más cercano a fin de mes, es decir, al viernes 3 de enero de 2014, y las variaciones anuales se calculan con respecto al viernes 4 de enero de 2013.

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

así como a los de liquidez de las entidades pertenecientes al sistema financiero. También, se presentan los resultados más importantes de la Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia realizada por el Banco de la República

Gráfico 31  
Cartera por modalidad<sup>a/</sup>  
(crecimiento nominal)



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

b/ Incluye titularizaciones.

Fuente: Banco de la República.

y aplicada al sistema financiero en diciembre de 2013.

Si bien durante 2013 la tenencia de TES del sistema financiero aumentó, al simular las posibles pérdidas que el sistema podría enfrentar en un día, estas se estiman inferiores a las observadas en los periodos de mayor volatilidad en años recientes (2006, finales de 2008 y durante mayo y diciembre de 2013). En el mercado de crédito los indicadores de riesgo —indicador de calidad (IC) y de mora (IM) de la cartera—<sup>19</sup> no variaron y se encuentran en niveles bajos (exceptuando el de microcrédito). Por su parte, el indicador de liquidez sugiere que el sistema financiero cuenta con recursos líquidos para atender de forma suficiente sus obligaciones contractuales y no contractuales.

<sup>19</sup> Los indicadores de riesgo de crédito considerados son: el IM, definido como la razón entre la cartera vencida —créditos que se han dejado de pagar por un período igual o mayor a treinta días— y la cartera total, y el IC, calculado como la proporción que representa la cartera riesgosa dentro de la cartera total —los créditos pueden ser clasificados de acuerdo con el nivel de riesgo, como A, B, C, D o E; la cartera riesgosa corresponde a todos los créditos con calificación diferente de A—.

De igual forma, los ejercicios de estrés sugieren que el sistema financiero está en condiciones adecuadas para enfrentar una situación adversa donde ocurre de forma simultánea: un retiro de depósitos, la no renovación de obligaciones contractuales, incumplimientos en el recaudo de cartera y una desvalorización de los títulos.

#### a. Riesgo en el mercado de TES

Para calcular el riesgo de mercado del portafolio propio y administrado de TES de las entidades financieras, se tiene en cuenta su evolución y un ejercicio de sensibilidad para cuantificar las pérdidas por valoración del portafolio en el que podrían incurrir, ante una caída en el precio de los TES<sup>20</sup>. Adicionalmente, se calcula una medida llamada valor en riesgo (VeR), que permite estimar, para un saldo dado, la máxima pérdida en un horizonte de un día que experimentaría una institución en su portafolio de inversión para un nivel de confianza calculado a partir de la historia de los retornos observados.

En 2013 las inversiones totales<sup>21</sup> de las entidades financieras registraron un deterioro en su rentabilidad, hecho explicado principalmente por la caída en el precio de los TES en la segunda mitad del año. Así, mientras que en 2012 los ingresos por inversiones fueron alrededor de \$4,95 b, en 2013 se situaron en \$3,91 b, lo que representó una caída de 21,1%.

Al 3 de enero de 2014 el portafolio de TES valorado en cerca de \$172,1 b, se concentraba en los recursos administrados por fondos de pensiones y sociedades fiduciarias (\$55,5 b y \$37,2 b, respectivamente), bancos comerciales (\$36,5 b) y compañías de seguros (\$9,5 b). A partir de este portafolio se calcula el VeR, como

<sup>20</sup> En particular, se simula un aumento en las tasas de interés de la curva cero cupón, la cual muestra la relación entre los rendimientos de títulos con similar calidad crediticia, pero con diferente período de maduración.

<sup>21</sup> Incluye deuda pública interna y externa, acciones, títulos emitidos por las entidades vigiladas y no vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, títulos emitidos por agentes del exterior, fondos de inversión colectiva, títulos hipotecarios, entre otros. El saldo a 31 de diciembre de 2013 de las inversiones del sistema financiero fue \$448,1 b, dentro de las cuales los TES representaron el 39,3%.

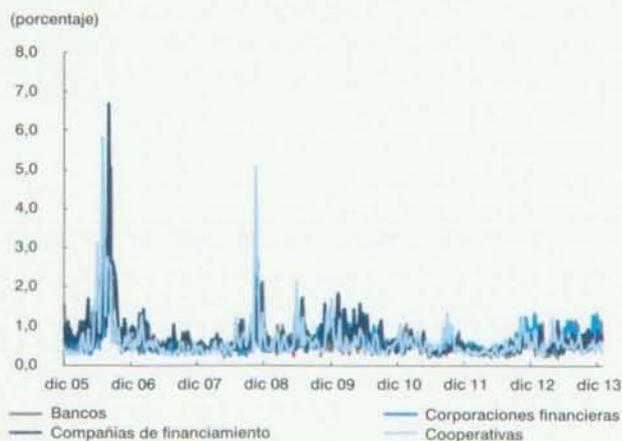
medida de riesgo de mercado, y se analiza la sensibilidad que tiene su valor ante un movimiento adverso de la curva cero cupón.

Con respecto al VeR, se calcula utilizando un horizonte de un día, al 99% de confianza, e incorporando la volatilidad observada en el precio de los TES. Se encuentra que la máxima pérdida estimada relativa al valor del portafolio que puede experimentar todo el sistema financiero es de 1,24% (incluyendo posición propia y

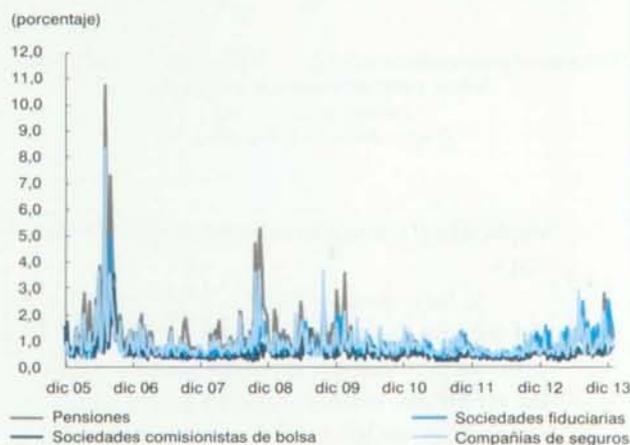
de terceros); para los portafolios de terceros administrados por fondos de pensiones y sociedades fiduciarias, 1,67% y 1,56%, respectivamente; para los bancos comerciales, 0,92%, y para las compañías de seguros, 0,93%. Estos resultados muestran que la exposición al riesgo en el mercado de TES ha aumentado, aunque sus niveles son inferiores a los observados en los periodos de mayor volatilidad (2006, finales de 2008 y durante mayo y diciembre de 2013) (Gráfico 32).

Gráfico 32  
VeR como porcentaje del saldo expuesto

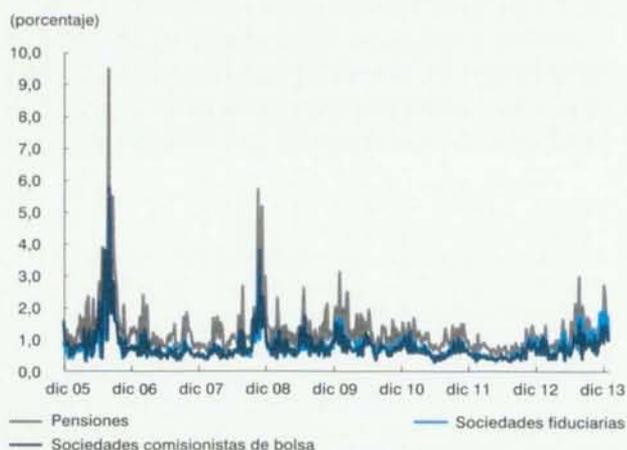
A. Establecimientos de crédito



B. Instituciones financieras no bancarias (posición propia)



C. Instituciones financieras no bancarias (posición de terceros)



Fuente: DCV; cálculos del Banco de la República.

Por otra parte, al incorporar un choque sobre la curva de rendimientos de los títulos de deuda pública<sup>22</sup>, las entidades más afectadas como proporción del patrimonio por la desvalorización de los TES serían las compañías de seguros, las sociedades fiduciarias en posición propia, los bancos comerciales y los recursos administrados por los fondos de pensiones. En este último caso el resultado se debe, en parte, a que sus inversiones en títulos de deuda pública se concentran en aquellos

<sup>22</sup> Consiste en un incremento paralelo de 200 pb en la curva cero cupón de los TES. Dada la relación entre el precio del título y su tasa de interés, un incremento en la curva se traduce en una disminución de los precios.

de más largo plazo, situación esperada en este tipo de fondos.

*b. Riesgo de crédito*

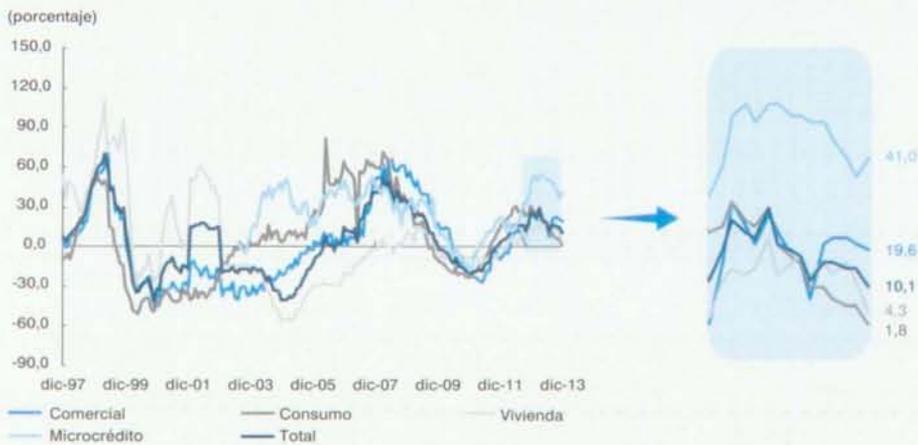
A diciembre de 2013 los indicadores de riesgo de crédito (IM e IC) mostraron un comportamiento relativamente estable con respecto a lo observado un año atrás. Lo anterior, como resultado de la dinámica de la cartera vencida y la riesgosa, las cuales crecieron a un ritmo similar

al crédito bruto (11,4%). A la misma fecha, y en términos reales, la cartera vencida total creció 10,1% anual, cifra inferior en 16,5 pp a la de un año atrás (Gráfico 33, panel A). En todas las modalidades el crecimiento del saldo de créditos vencidos se desaceleró, comportamiento más acentuado en el de consumo, el cual se incrementó 1,8% anual en 2013, cuando en 2012 lo hizo a un ritmo de 30,5% anual.

Por el contrario, a diciembre de 2013 el crecimiento de la cartera riesgosa total se aceleró

Gráfico 33

A. Crecimiento real anual de la cartera vencida



B. Crecimiento real anual de la cartera riesgosa



Nota: el IPC se utiliza como deflactor. No incluye entidades financieras especiales (bancos de segundo piso).

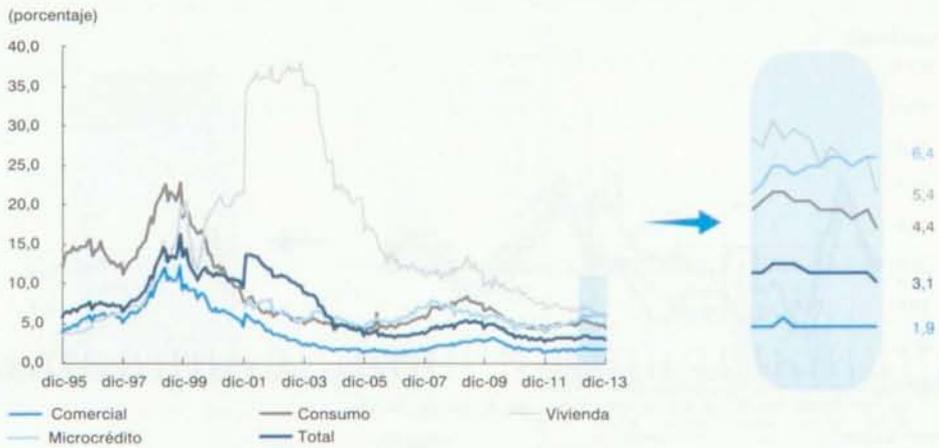
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

y presentó un aumento real anual de 11,8%, cifra superior a la registrada un año atrás (9,8%). Este mayor ritmo de expansión se explicó en especial por la cartera de microcrédito, y en menor medida por la comercial, que en el último año presentaron incrementos en los saldos de su cartera riesgosa. Para las modalidades de consumo y vivienda sus carteras riesgosas se desaceleraron, con lo cual mejoraron sus indicadores de riesgo (Gráfico 33, panel B).

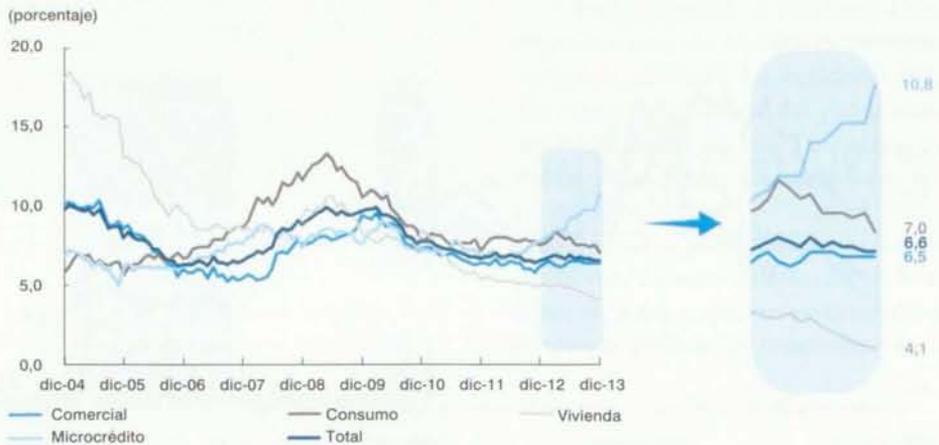
Los saldos en mora y los de la cartera riesgosa presentaron aumentos similares al de la cartera bruta (11,4%), y por tanto los indicadores de riesgo no cambiaron de forma significativa. A diciembre de 2013 el IM de la cartera total fue de 3,1%, cifra cercana al registro de un año atrás (3,2%). Por modalidad de crédito, el mayor aumento en el IM lo presentó el microcrédito y la caída más acentuada se observó en el de vivienda (Gráfico 34). En este último caso,

Gráfico 34

A. Indicador de mora



B. Indicador de calidad de la cartera



Nota: no incluye entidades financieras especiales (bancos de segundo piso).  
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

la mejora en el IM obedeció a un mayor crecimiento del saldo de la cartera hipotecaria que el de la vencida en esta modalidad.

Por su parte, el IC no cambió frente al observado un año atrás y en diciembre de 2013 se situó en 6,6%. Por modalidades, los IC que desmejoraron fueron los de la cartera de microcrédito (de 7,8% a 10,8%) y la comercial (de 6,2% a 6,5%), mientras que el de consumo (7,5% a 7,0%) y el de vivienda (de 5,0% a 4,1%) mejoraron (Gráfico 34). Cabe mencionar que, con excepción del microcrédito, los indicadores de mora y de calidad continúan ubicándose por debajo del promedio calculado para los últimos cinco años (Cuadro 5).

En cuanto a las provisiones, su ritmo de crecimiento disminuyó, al pasar de 12,8% real anual en diciembre de 2012 a 10,3% un año después. Esta cifra es similar al aumento de la cartera vencida (10,1%) e inferior al de la cartera riesgosa (11,8%). De esta forma, el indicador de cubrimiento (relación de provisiones a cartera vencida) permaneció relativamente estable, al pasar de 145,2% en diciembre de 2012 a 145,9% en el mismo mes de 2013.

Por último, los principales resultados de la *Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia*, aplicada en diciembre de 2013, señalan que, en general, la demanda por crédito percibida por los intermediarios financieros continuó recuperándose por segundo trimestre consecutivo. En particular, los bancos y las

compañías de financiamiento aprecian una mayor dinámica en las solicitudes de todas las modalidades de crédito, mientras que para las cooperativas financieras la recuperación se concentra en las carteras de consumo y vivienda. Por el lado de la oferta, se observó que la mayoría de entidades encuestadas mantuvieron iguales o aumentaron sus niveles de exigencias para otorgar créditos. Este comportamiento se ha venido presentando desde mediados de 2012.

### c. Riesgo de liquidez

El riesgo de liquidez hace referencia a la dificultad que puede presentar una entidad financiera al momento de tener que responder por sus obligaciones en determinado período. De esta forma, si una proporción importante de todas las transacciones dependen del pago oportuno de las obligaciones de una entidad con problemas de liquidez, la estabilidad de todo el sistema financiero podría verse amenazada.

Un indicador que intenta medir si el nivel de liquidez es suficiente para cubrir las obligaciones es el  $IRL_R^{23}$ . Esta medida se construye como el cociente entre el acervo de ac-

<sup>23</sup> Es usado por la Superintendencia Financiera para medir el riesgo de liquidez.

Cuadro 5  
Indicadores de riesgo de crédito<sup>a/</sup>

Modalidad	Indicador de mora (IM)			Indicador de calidad (IC)		
	Dic-12	Dic-13	Promedio diciembre de 2008 a diciembre de 2013	Dic-12	Dic-13	Promedio diciembre de 2008 a diciembre de 2013
Cartera total	3,2	3,1	3,9	6,6	6,6	7,9
Comercial	1,8	1,9	2,3	6,2	6,5	7,3
Consumo	4,8	4,4	5,7	7,5	7,0	9,1
Vivienda	6,5	5,4	8,8	5,1	4,1	6,8
Microcrédito	5,2	6,4	5,5	7,8	10,8	8,1

a/ No incluye entidades financieras especiales (bancos de segundo piso).

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

tivos líquidos (disponible e inversiones líquidas) y una estimación de los requerimientos de liquidez de corto plazo (treinta días)<sup>24</sup>. Un  $IRL_R$  mayor que 100% indicaría que la situación de la entidad es adecuada, ya que puede cubrir sus obligaciones de corto plazo sin hacer uso de la totalidad de sus activos más líquidos; en caso contrario ( $IRL_R$  menor que 100%), la entidad podría enfrentar problemas de liquidez.

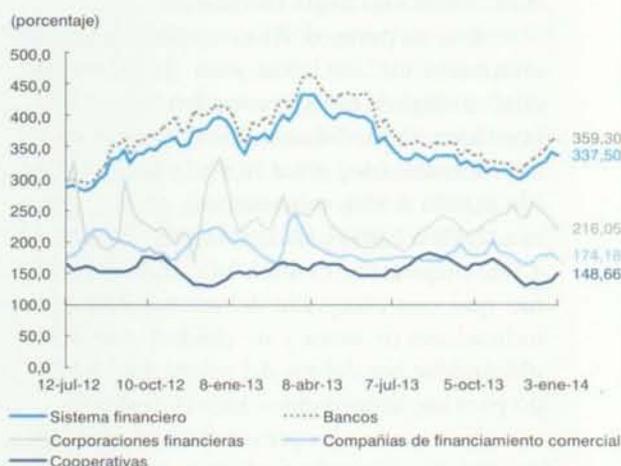
Desde finales de noviembre de 2013 los niveles de liquidez de las entidades financieras se incrementaron, luego de la tendencia decreciente que mostraron desde el segundo trimestre del año. Por entidades, todos los sectores tienen niveles de  $IRL_R$  que se pueden considerar como suficientes para cubrir sus obligaciones, siendo los bancos los que presentan los mayores niveles y las cooperativas los menores (Gráfico 35).

Por su parte, los resultados del ejercicio de estrés sobre las entidades del sistema indican que, ante un escenario extremo donde ocurre simultáneamente un retiro de depósitos, la no renovación de obligaciones contractuales, incumplimientos en el recaudo de cartera y una desvalorización de los títulos<sup>25</sup>, los intermediarios financieros podrían cubrir la totalidad de sus obligaciones de corto plazo sin hacer uso de todos sus activos líquidos. Si bien el escenario estresado genera una reducción importante en el indicador, este se mantendría por encima del 100% para todas las entidades analizadas. De lo anterior se concluye que los activos líquidos que mantienen las entidades son suficientes para enfrentar el aumento en los requerimientos netos de liquidez derivados del choque supuesto.

<sup>24</sup> Los activos líquidos son valorados a precios de mercado teniendo en cuenta las deducciones que se simulan en un escenario de estrés. Por su parte, el requerimiento neto de liquidez se construye a partir de los egresos netos de cada entidad.

<sup>25</sup> El escenario de estrés considera un porcentaje de renovación de CDT del 10,5%, una deducción aplicada a activos líquidos en moneda legal de 14,4%, un IM de 6,1% y un retiro de depósitos del 19,2%. Las medianas históricas de estas variables para los bancos son 45,8%; 9,2%; 3,9% y 12,9%, respectivamente.

Gráfico 35  
 $IRL_R$  a treinta días



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

## E. Balance externo y política cambiaria

Durante los últimos años las condiciones de liquidez mundial y los altos precios internacionales de los bienes exportados por Colombia han favorecido los ingresos externos del país, tanto por operaciones de la cuenta corriente como por las de capital, lo cual ha ejercido presión hacia la apreciación nominal y real. Sin embargo, dicha tendencia se revirtió desde inicios de 2013 para la tasa de cambio nominal (TCN) peso-dólar, y desde mediados de 2012 para la tasa de cambio real (TCR). Al cierre del año 2013 el peso se depreció en términos nominales frente al dólar en 8,5%<sup>26</sup> anual, y en términos reales lo hizo en 4,7% para el índice que utiliza los precios al consumidor, y en 6,4% para el indicador que utiliza los precios al productor.

Este comportamiento obedeció, en parte, a la incertidumbre con respecto a la recuperación de las economías avanzadas y a la posibilidad del inicio del retiro del estímulo monetario por parte de la Fed, la cual solamente

<sup>26</sup> Al comparar el precio de cierre de 2013 con el del año anterior.

se confirmó en diciembre. Estos eventos significaron un cambio de tendencia en el comportamiento de las primas de riesgo y de las monedas de los mercados emergentes. No obstante, los resultados de la balanza de pagos para Colombia muestran que en 2013 se mantuvieron las condiciones favorables de financiamiento externo, lo que se refleja en una cuenta de capital que alcanzó el 5,1% del PIB. Lo anterior, como resultado de unos mayores recursos provenientes de IED, de portafolio y de endeudamiento externo, que han sido más que suficientes para financiar el déficit en la cuenta corriente que registró la economía colombiana en 2013 (3,4% del PIB).

En este contexto, durante el año 2013 el Banco de la República decidió continuar con el programa de acumulación de reservas internacionales, con el fin de garantizar un saldo de estas adecuado con el grado de profundización financiera del país y de su inserción en la economía global. Aunque el ritmo de adquisición de reservas se redujo progresivamente a lo largo del año, las compras de divisas que ascendieron a US\$6.769 m durante este período constituyen la mayor acumulación en la historia del Banco<sup>27</sup>. De esta forma, dichas acciones en el mercado cambiario se han llevado a cabo sin poner en peligro el logro de la meta de inflación ni la contribución de la política monetaria a la estabilidad del producto y el empleo alrededor de sus niveles sostenibles. En lo corrido de 2014 el programa de compra de divisas ha continuado, de acuerdo con lo anunciado por la JDDBR en diciembre de 2013<sup>28</sup>, para seguir mejorando los indicadores de reservas internacionales.

En 2014 la evolución del balance externo del país, así como de la tasa de cambio, dependerá de factores tales como: los efectos del desmonte del programa de estímulo monetario en los Estados Unidos, los términos de

intercambio y las condiciones de financiamiento externo que enfrente el país. Lo anterior, en un entorno de recuperación de las economías avanzadas, mejores condiciones de oferta de los principales bienes básicos y de una mayor percepción de riesgo sobre los mercados emergentes.

### ***1. Balance externo de Colombia en 2013 y proyecciones para 2014***

En 2013 la economía colombiana registró un déficit en la cuenta corriente de 3,4% del PIB (US\$12.722 m), superior al del año anterior (US\$11.834 m, 3,2% del PIB). Esta ampliación se explica, principalmente, por el menor superávit en el comercio de bienes<sup>29</sup>, el cual registró una caída de 40,3% anual, al pasar de US\$4.744 m a US\$2.832 m (Cuadro 6). Dicho comportamiento fue resultado de la contracción de las ventas externas del país debido, en parte, a la reducción generalizada de los precios internacionales de los principales productos de exportación. Así, por ejemplo, el valor en dólares de las exportaciones de carbón disminuyó 14% anual, debido tanto a la caída en el precio como a los problemas internos que afectaron los volúmenes despachados. Por su parte, las menores cotizaciones internacionales del petróleo fueron compensadas por el incremento en las cantidades exportadas, llevando a un leve crecimiento anual de 1,6% de las ventas externas en dólares de petróleo y derivados. Lo anterior estuvo parcialmente compensado por la desaceleración en las importaciones, en especial por las menores compras externas de bienes de capital que ya se venían observando desde el año anterior.

El resultado registrado en el balance del comercio de bienes fue contrarrestado en parte por una reducción en el déficit de renta de factores, dada la menor remisión de utilidades por parte de la actividad extractiva del carbón. Por su parte, los egresos netos por servicios no factoriales y los ingresos netos

<sup>27</sup> Vale la pena mencionar que en 2012 las compras de divisas en el mercado cambiario sumaron US\$4.844 m, el segundo monto más alto en la historia del Banco.

<sup>28</sup> El 20 de diciembre de 2013 la JDDBR decidió acumular hasta US\$1.000 m entre enero y marzo de 2014.

<sup>29</sup> Incluye las operaciones especiales de comercio exterior.

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

	Cuenta corriente	
	2012 (pr)	2013 (pr)
<b>Cuenta corriente (A + B + C + D)</b>	<b>(11.834)</b>	<b>(12.722)</b>
<b>(porcentaje del PIB)</b>	<b>(3,2)</b>	<b>(3,4)</b>
A. Bienes (1 + 2)	4.744	2.832
1. Comercio general de bienes (a - b)	5.184	2.998
a. Exportaciones	59.823	58.030
Tradicionales	42.093	41.261
Café	1.910	1.884
Petróleo y derivados	31.497	32.009
Carbón	7.805	6.688
Ferroníquel	881	680
No tradicionales	17.730	16.769
b. Importaciones FOB	54.639	55.031
2. Operaciones especiales de comercio exterior	(440)	(166)
B. Servicios no factoriales	(5.503)	(5.470)
C. Renta de los factores	(15.654)	(14.656)
D. Transferencias corrientes	4.579	4.572
<b>Cuenta financiera y variación de las reservas internacionales brutas (RIB)</b>		
	2012 (pr)	2013 (pr)
<b>Cuenta financiera (1 + 2)</b>	<b>17.395</b>	<b>19.174</b>
<b>(porcentaje del PIB)</b>	<b>4,7</b>	<b>5,1</b>
1. Inversión extranjera neta en Colombia	16.135	9.120
(porcentaje del PIB [IED])	4,2	4,4
Extranjera en Colombia	15.529	16.772
Petróleo	5.416	4.909
Resto	10.113	11.862
Colombiana en el exterior	(606)	7.652
2. Otros flujos de capital (sector público + sector privado)	1.260	10.054
Errores y omisiones	(139)	505
Variación de las RIB <sup>a/</sup>	5.423	6.957

pr: preliminar.

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

Fuente: Banco de la República.

por transferencias se mantuvieron en niveles similares a los de 2012.

El déficit corriente del país en 2013 fue financiado con un superávit de la cuenta de capital de US\$19.174 m (5,1% del PIB), superior al registrado en 2012. Dicho financiamiento se explica, principalmente, por ingresos de IED por un valor de US\$16.772 m, de los cuales el 46,7% se dirigió a actividades de petróleo y minería, seguidos por la industria manufacturera (15,9%), transporte y comunicaciones (10,4%), establecimientos financieros (9,4%) y comercio (9,4%). Asimismo, en el año 2013 se registraron salidas de capital colombiano al exterior por inversión directa por un valor de US\$7.652 m, muy superior a lo observado en el mismo período de 2012. Por su parte, el sector público registró entradas por US\$8.471 m.

Para el año 2014 la proyección del balance externo de la economía colombiana se enmarca dentro de un entorno de ligero optimismo frente a la recuperación de las economías avanzadas. De esta forma, los mejores resultados esperados para la economía de los Estados Unidos y el fin de la recesión en la zona del euro impulsarían la mayor dinámica de la demanda externa para el país. Asimismo, con respecto a 2013 se esperan moderadas variaciones en los precios internacionales de los principales productos de exportación de Colombia; lo que, junto a unas buenas expectativas de producción local, sugieren una recuperación de las exportaciones tradicionales frente a lo registrado el año anterior.

En este contexto, contrario a lo observado el año anterior, para 2014 se estima un crecimiento de las exportaciones totales en dólares, debido al mejor comportamiento esperado para los productos principales, junto con condiciones de mercado más favorable para las ventas externas de productos no tradicionales. Para las importaciones se proyecta una recuperación mayor que la de las exportaciones, consistente con el desempeño estimado de la demanda interna colombiana y de los efectos de los tratados de libre comercio. Así las cosas, el resultado de la balanza comercial

podría continuar registrando una moderada reducción del superávit con respecto al de 2013.

En cuanto a los egresos netos por renta de factores, se espera que estos sean ligeramente superiores a los del año anterior, como consecuencia de las mejores perspectivas para la producción de carbón. De la misma manera, los ingresos netos por transferencias mostrarían un modesto crecimiento gracias a la recuperación en los Estados Unidos y España, principales países en donde se originan estos recursos. En consecuencia, la proyección de la balanza de pagos para 2014 muestra un déficit de la cuenta corriente un poco mayor al observado el año anterior, con un rango proyectado que depende de los riesgos asociados con la evolución del entorno internacional.

El balance externo negativo de 2014 seguiría siendo financiado, principalmente, por recursos de IED, los cuales se proyectan en niveles similares a los registrados en 2013. Además, se estima una entrada de recursos por endeudamiento externo más baja a la del año anterior, dadas las menores necesidades de financiamiento del sector público no financiero.

## **2. Evolución de la tasa de cambio durante 2013 y en lo corrido de 2014**

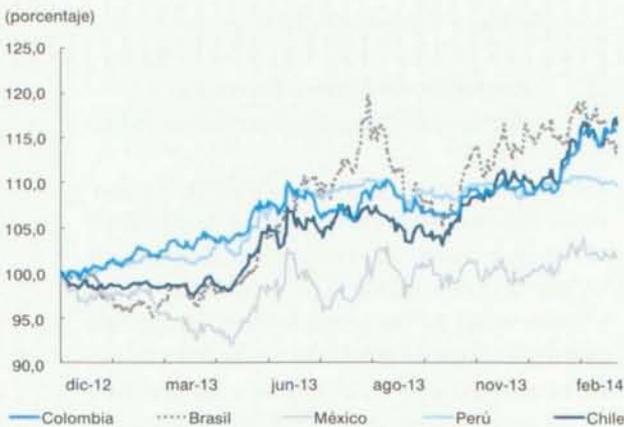
En 2013 el comportamiento de la TCN dólar fue similar al de las demás monedas de la región y estuvo determinado, principalmente, por la evolución de la percepción de riesgo internacional. Al comparar las tasas de cambio promedio durante 2013 con las de 2012 se observa que, en general, las monedas de la región se depreciaron. En mayor medida lo hicieron el peso argentino y el real brasileño (20,4% y 10,6%, respectivamente), seguidas por el peso colombiano (3,9%), el sol peruano (2,4%) y el peso chileno (1,9%)<sup>30</sup>. Por su parte, el peso

<sup>30</sup> Al comparar el precio de cierre de 2013 con el del año anterior, el peso colombiano presentó una depreciación de 8,5%, inferior a la registrada por el peso argentino (32,7%), el real brasileño (15,2%), el sol peruano (9,7%) y el peso chileno (9,6%).

mexicano se apreció 3,0% (gráficos 36 y 37). Vale la pena mencionar que durante el año el dólar presentó un comportamiento mixto frente a sus principales cruces<sup>31</sup> y se apreció frente a la mayoría de monedas de países emergentes.

La tendencia a la depreciación del peso colombiano iniciada a mediados de 2012 se acentuó en 2013, en especial a partir de mayo, dado el aumento en la incertidumbre internacional luego de los indicios sobre la posible reducción en el ritmo de compras del programa de estímulo monetario de la Fed<sup>32</sup>. Sin embargo, dicho comportamiento en la tasa de cambio no fue exclusivo de la moneda colombiana, ya que la percepción de riesgo afectó a la mayoría de economías emergentes, llevando a una depreciación generalizada de sus monedas. En lo corrido de 2014 (al 31 de enero) la depreciación del peso colombiano continuó<sup>33</sup>

Gráfico 36  
Índices de tasas de cambio nominales de algunos países de América Latina  
(base 100 = 28 de diciembre de 2012)



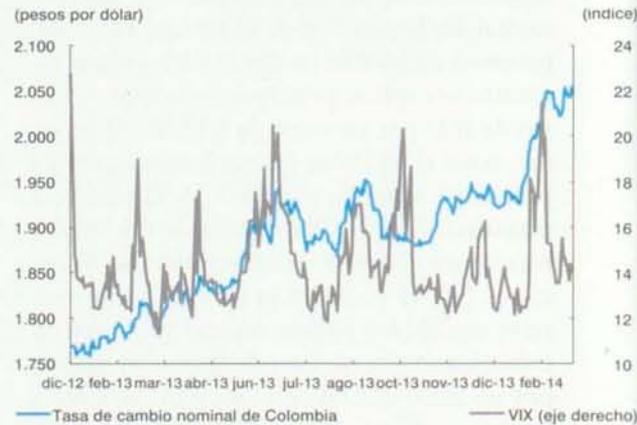
Fuente: Bloomberg.

<sup>31</sup> Al comparar con las tasas de cambio promedio de 2013 y 2012, se observa que el dólar se apreció frente al yen (22,4%), mientras que se depreció frente al euro (3,2%) y a la libra esterlina (1,4%).

<sup>32</sup> En junio el organismo indicó que el retiro del estímulo monetario (*tapering*) podría darse a finales de 2013 y concluir a mediados de 2014.

<sup>33</sup> Con respecto a la tasa de cierre de 2013, el peso se ha depreciado 4,5%.

Gráfico 37  
Tasa de cambio nominal y VIX  
(índice base 100 = 30 de diciembre de 2012)



Fuente: Bloomberg.

debido, en particular, a que persiste la incertidumbre en torno de la resiliencia de este grupo de países ante las nuevas condiciones de liquidez global<sup>34</sup>.

Si bien los Estados Unidos es el país con el que más comercia Colombia y la TCN pesodólar es uno de los indicadores cambiarios más conocidos, es importante mencionar que, considerando los principales socios comerciales en conjunto, el peso colombiano se depreció en promedio cerca de 1,3% en 2013<sup>35</sup>. La ganancia en competitividad frente a este grupo de países, que implica el aumento de la TCN multilateral, fue reforzada por un crecimiento en los precios externos mayor que el de los internos<sup>36</sup>. De esta

<sup>34</sup> El 29 de enero de 2014 la Fed redujo el ritmo de compras de activos a US\$65 mm mensuales.

<sup>35</sup> Frente a la mayoría de socios comerciales el peso colombiano se depreció en promedio en 2013 en comparación con 2012. Las únicas excepciones fueron Japón, Venezuela, Brasil y Argentina, países que tuvieron depreciaciones importantes de su TCN frente al dólar (22,3%, 77,8% y 20,4% en promedio anual, respectivamente).

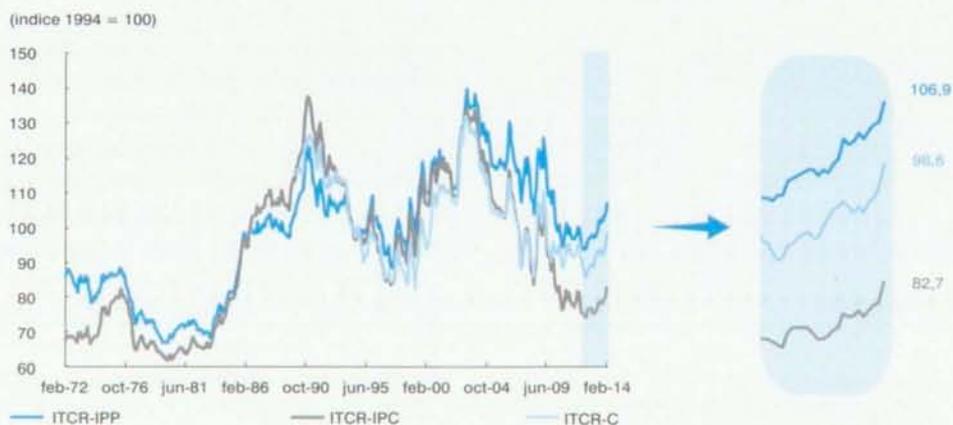
<sup>36</sup> Este último efecto es mayor si se utilizan como referencia los precios al productor, los cuales cayeron en Colombia en promedio 1,4% durante el año, mientras que para nuestros socios comerciales subieron 2,2%. Los precios al consumidor aumentaron 3,0% para este grupo de países y 1,94% en Colombia.

forma, la TCR, la cual compara en la misma moneda la evolución de los precios de una canasta de bienes en el exterior y en Colombia, se depreció en 2013 frente a los principales socios comerciales (5,1% en promedio anual si se utiliza el IPP y 2,3% si se toma el IPC). Otra medida de competitividad (ITCR-C) señala que frente a los competidores más importante de Colombia en el mercado de los Estados Unidos para el café, banano, flores y textiles, el peso

colombiano se depreció en promedio 4,4% en términos reales en 2013 (Gráfico 38).

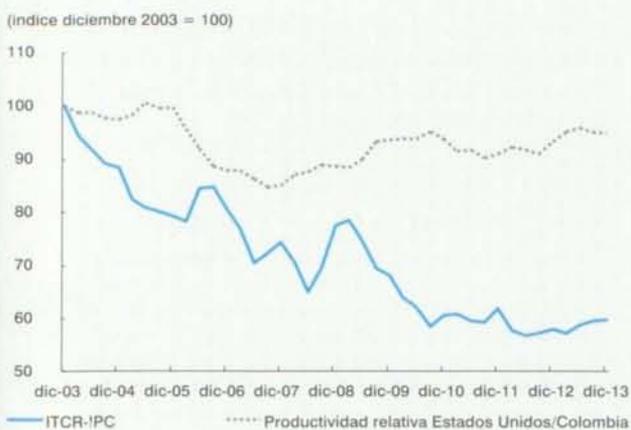
La depreciación real observada desde mediados de 2012, además de ser explicada por las variables que marcaron la evolución de la TCN, obedece al comportamiento de fundamentales como la productividad en sectores transables y los términos de intercambio. La dinámica de estos factores, que en años anteriores había explicado buena parte

Gráfico 38  
Índices de tasa de cambio real



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 39  
Diferencial de productividad laboral en la industria y TCR



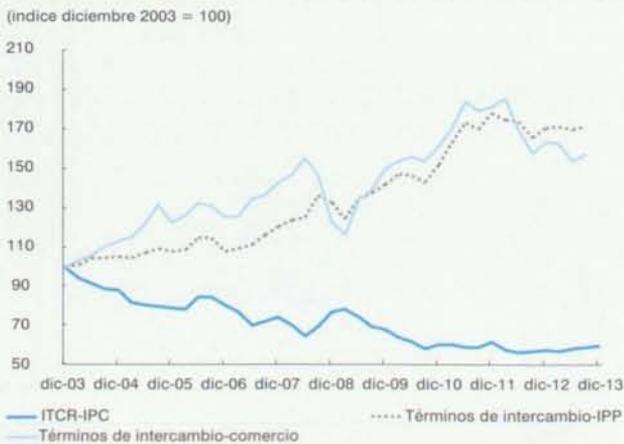
Fuentes: BLS y DANE; cálculos del Banco de la República.

de la apreciación real, no permite justificar caídas adicionales en la TCR.

En cuanto a la productividad de los sectores transables, si esta aumenta menos en el exterior que en Colombia, la TCR tenderá a apreciarse, tal como se observó entre 2003 y 2007. Desde mitad de 2012 el deterioro en la productividad relativa de Colombia se ha reflejado en el comportamiento de la TCR (Gráfico 39). Por su parte, los términos de intercambio explican incrementos en el ingreso del país y en la demanda de bienes. Si la demanda presiona la inflación interna por encima de la externa, la TCR tenderá a caer. Entre 2003 y 2011 los altos precios internacionales de los bienes básicos exportados por Colombia hicieron que los términos de intercambio subieran cerca de 80% (con algunas interrupciones en períodos

como la crisis financiera), justificando así una TCR apreciada. Sin embargo, desde finales de 2011 aquellos empezaron a caer, y aunque al cierre de 2013 aún se situaban en niveles históricamente altos, no explicarían reducciones adicionales de la TCR (Gráfico 40).

Gráfico 40  
Términos de intercambio y TCR



Fuente: Banco de la República.

### 3. Indicadores de reservas internacionales

La estrategia de acumulación de reservas internacionales del Banco de la República reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional ante posibles salidas de capital, así como para mejorar la confianza en el país<sup>37</sup>. Para determinar si las reservas internacionales son suficientes para

prevenir y enfrentar choques externos, se utilizan varios indicadores, los cuales se describen a continuación (Cuadro 7). En general, los mercados internacionales consideran que valores bajos de estos pueden dar señales de alerta sobre la vulnerabilidad externa de las economías.

Para establecer la capacidad de respuesta de la economía ante salidas de capital provocadas por un ataque especulativo, se compara el nivel de las reservas frente al de los agregados monetarios, tales como M2 o M3. La relación de reservas netas a M3 muestra un deterioro en los últimos años, resultado del fuerte crecimiento del agregado monetario. Sin embargo, para 2013 este indicador registró una mejora, dada la compra de reservas por parte del Banco de la República.

Las razones de reservas netas a amortizaciones de la deuda externa total y al déficit en la cuenta corriente indican la capacidad del país para responder a sus obligaciones crediticias con el resto del mundo, en un escenario extremo donde se cierre completamente el acceso al financiamiento internacional. Dichos indicadores registran, en general, valores por encima de 1<sup>38</sup>.

Por su parte, el cociente entre las reservas netas y las importaciones totales de bienes y servicios muestra el número de meses de compras externas que una economía está en capacidad de cubrir haciendo uso de sus reservas internacionales ante un cambio abrupto de la balanza comercial. Este indicador se estima en 7,7 meses para 2013, superior al promedio desde el año 2000. Al calcular este indicador para las importaciones de bienes, el mismo asciende a 9,5 meses.

<sup>37</sup> Además de la estrategia de acumulación de reservas, desde mayo de 2009 Colombia cuenta con una línea de financiamiento contingente con el FMI, la cual se otorga a países miembros con buen desempeño económico, políticas prudentes y un sólido marco de política económica. El pasado 24 de junio de 2013 el FMI reafirmó el acceso a los recursos contingentes para Colombia, por un monto aproximado de US\$5,98 mm. 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.

<sup>38</sup> De acuerdo con el FMI, "Debt and Reserve Related Indicators of External Vulnerability" (2000), existe evidencia empírica para una muestra de economías emergentes, la cual permite establecer como referencia el valor de 1 para este tipo de indicadores de reservas. Específicamente, la regla de Guidotti-Greenspan expone que las reservas de un país deben ser iguales al saldo de deuda externa de corto plazo, lo que implica una razón de 1 para este indicador. La explicación es que los países deberían tener suficientes reservas para resistir un retiro masivo del capital externo de corto plazo.

Cuadro 7  
Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

	2009	2010	2011	2012 (pr)	2013 (pr)
Saldo					
Reservas internacionales netas (millones de dólares) <sup>a/</sup>	25.356	28.452	32.300	37.467	43.633
Indicadores					
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa					
Amortizaciones de deuda externa (millones de dólares)	11.418	10.418	14.174	22.678	16.635
Reservas netas/amortizaciones de deuda externa del año en curso	2,22	2,73	2,28	1,65	2,62
Reservas netas/amortizaciones de deuda externa del siguiente año <sup>b/</sup>	2,43	2,01	1,42	2,25	2,03
B. Posición adecuada de liquidez externa					
RIN/(servicio de la deuda año corriente)	1,75	2,08	1,82	1,42	2,12
RIN/(servicio de deuda año siguiente) <sup>c/</sup>	1,85	1,60	1,22	1,82	1,68
RIN/(amortizaciones de deuda año corriente + déf. cta. cte. año corriente)	1,54	1,47	1,34	1,09	1,49
RIN/(amortizaciones de deuda año siguiente + déf. cta. cte. año siguiente) <sup>d/</sup>	1,31	1,18	0,94	1,28	1,23
C. Otros indicadores de reservas internacionales					
RIN como meses de importaciones de bienes	10,0	9,1	7,7	8,2	9,5
RIN como meses de importaciones totales	7,9	7,3	6,3	6,7	7,7
RIN/M3 (porcentaje)	26,2	24,7	24,1	22,0	24,7
RIN/PIB <sup>e/</sup>	10,8	9,9	9,6	10,1	11,6

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

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

b/ Las amortizaciones de 2014 corresponden a los pagos proyectados de la deuda externa vigente (compromisos contractuales de pago).

c/ Los intereses de 2014 corresponden a los pagos proyectados en el cierre de la proyección de la balanza de pagos.

d/ El déficit en la cuenta corriente para 2014 corresponde a una proyección.

e/ El valor del PIB en dólares corresponde a una estimación para 2013 en términos nominales.

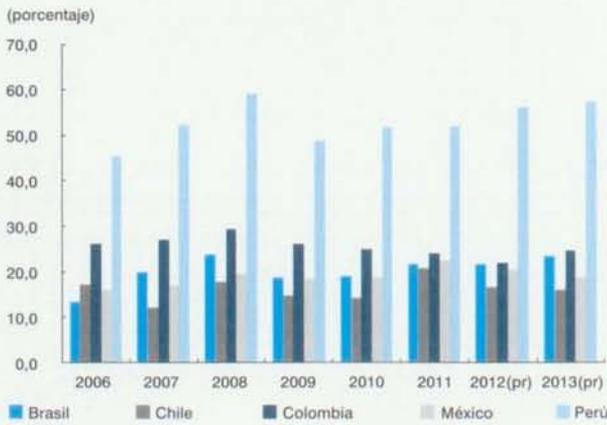
Fuente: cálculos del Banco de la República.

Al comparar los diversos indicadores de liquidez internacional de Colombia con los de países de la región, se observa que el cociente de reservas a M3 registra niveles superiores al de Brasil, Chile y México, e inferiores respecto a Perú<sup>39</sup> (Gráfico 41). 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. Cabe señalar que, de acuerdo con la información para 2013, Colombia se estaría acercando a niveles similares a los de Brasil en estos indicadores (Gráfico 42). Por su parte, el indicador de reservas a PIB

<sup>39</sup>Se destaca el crecimiento y nivel de esta razón para Perú, debido a que los bancos locales pueden captar depósitos en dólares y el encaje de estos se contabiliza como reservas.

Gráfico 41  
Reservas internacionales/M3

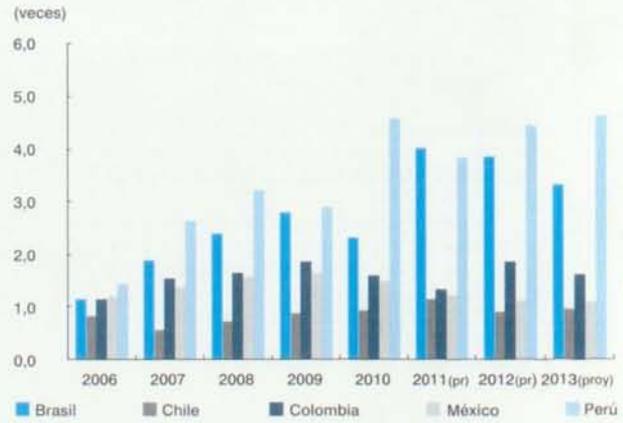


(pr): preliminar.

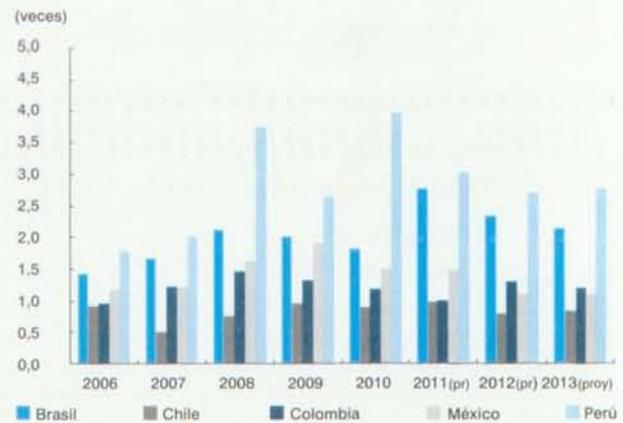
Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización a marzo de 2014) y Banco de la República.

Gráfico 42

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



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



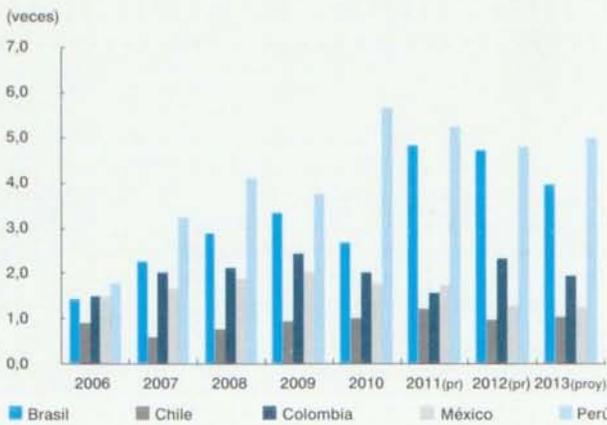
(pr): preliminar.

(proy): proyectado.

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

Gráfico 42

A. Reservas internacionales/amortizaciones del año siguiente

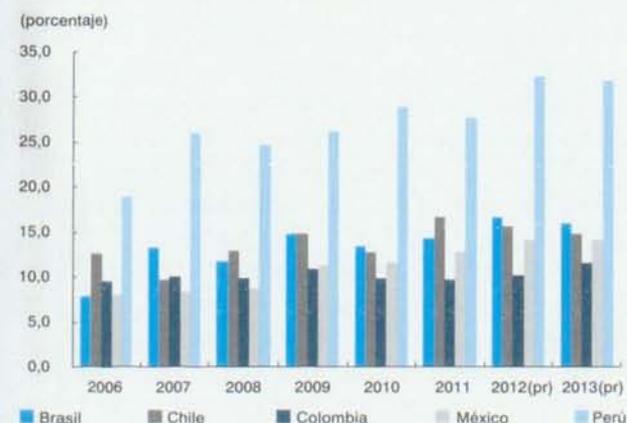


se sitúa en niveles cercanos al de México y por debajo del de Chile, Brasil y Perú. En cuanto a las reservas medidas en meses de importaciones de bienes, estas muestran que Colombia

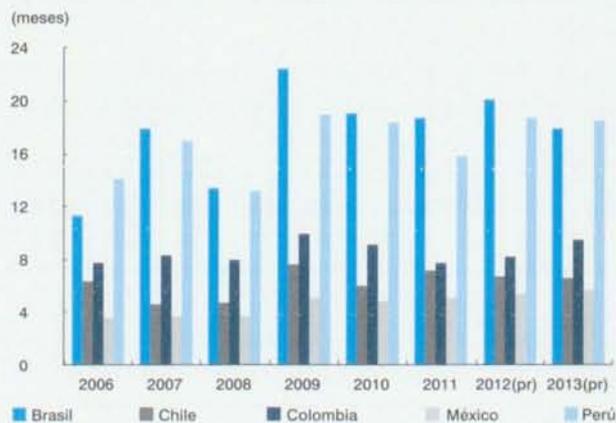
tiene una posición relativa superior a la de Chile y México, e inferior a la de Brasil y Perú (Gráfico 43).

Gráfico 43

## A. Reservas internacionales/PIB



## B. Reservas internacionales como meses de importaciones de bienes



(pr): preliminar.

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

## Recuadro 2

## El producto potencial, su uso y métodos de estimación en Colombia

La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) tiene el mandato constitucional de mantener una inflación baja y estable, en coordinación con una política económica que en el largo plazo propenda por el crecimiento del producto y del empleo. Para entender hasta qué punto estos objetivos son compatibles, en este recuadro se explicarán las principales relaciones que existen entre dichas variables y los conceptos y métodos para estimar el producto potencial y la tasa de desempleo no inflacionaria (Nairu)<sup>1</sup>.

La interrelación entre estas variables se evidencia cuando en una economía la demanda

se expande de forma transitoria, situándose por encima de la capacidad instalada del país. Para responder a dicho aumento, las empresas necesitarían más empleados, utilizarían más insumos (electricidad, transporte, materias primas, etc.) o requerirían mayores niveles de inversión para suplir la demanda adicional del bien. El incremento en la demanda por trabajadores y de los otros insumos de producción elevaría tanto los salarios como los costos de las materias primas y del capital. Estos mayores costos resultarían en un mayor precio del bien final, lo cual aumenta la inflación.

Por tal motivo, una de las preguntas clave para los bancos centrales es: ¿cómo determinar si la economía está operando por encima o por debajo de su máxima capacidad sostenible? En

<sup>1</sup> Sigla en inglés de *non accelerating inflation rate unemployment*.

términos económicos esta inquietud es equivalente a: ¿cómo estimar el producto potencial de la economía? Para responder la anterior pregunta, la autoridad monetaria suele acoger la definición de *producto potencial* como aquel nivel de la producción nacional que equilibra la oferta y la demanda de la economía y que, en condiciones ideales, mantiene la inflación en la meta que ha establecido.

Para un banco central una de las variables indicadoras de presiones inflacionarias originadas en la demanda es la brecha del producto, definida como la diferencia porcentual entre el PIB y su potencial. Cuando la economía opera por encima de su potencial, la brecha del producto es positiva, por lo que los mercados de bienes y trabajo se encuentran bastante dinámicos y, si no cambian las expectativas ni hay factores temporales de oferta, la inflación tenderá a aumentar. En sentido contrario, cuando la brecha del producto es negativa, los mercados de bienes y empleo presentan poca actividad y la inflación tenderá a descender. De esta forma, los valores actuales y las proyecciones de la senda del producto y de su potencial, son herramientas que permiten evaluar si hay presiones de demanda sobre los precios.

Varias razones hacen que el producto potencial de una economía sea una variable no observable. En primer lugar, no existe información sobre cuál es el nivel de utilización máximo sostenible de, por ejemplo, el capital instalado o la fuerza laboral. Tampoco hay datos sobre el valor de la contribución de estos insumos al PIB. Adicionalmente, aun si esta información estuviera disponible, no sería posible construir una medida para la economía en su conjunto, porque la participación del trabajo y del capital para producir un bien o servicio puede ser diferente entre sectores económicos. Así, por ser el producto potencial una variable no observable, hay que estimarlo con otras que sí lo sean. A continuación se presentan diferentes metodologías para su estimación.

### 1. Métodos estadísticos

Algunos métodos utilizan información de series estadísticas agregadas para derivar estima-

ciones del producto potencial. En su forma más simple, se puede considerar que si un cambio en el nivel de producción observado de la economía se sostiene, será permanente. Por ejemplo, si el potencial de una economía aumenta en una fecha determinada, debería registrarse un PIB mayor para todas las fechas futuras.

Lo anterior sugiere que el nivel de producción potencial sería coherente con la tendencia que presenta el PIB, la cual puede estimarse mediante varios métodos estadísticos (siendo el más común el filtro de Hodrick-Prescott). A pesar de su simplicidad, estas metodologías tienen falencias importantes. En primer lugar, el valor del potencial dependerá de los supuestos técnicos realizados, sobre los cuales la teoría económica no siempre brinda la suficiente información. El segundo problema es que estos filtros tienden a conservar la tendencia de los datos más recientes, situación que no siempre se confirma con la nueva información<sup>2</sup>. Por último, estos métodos no relacionan de forma adecuada la inflación con el PIB potencial, por lo que su utilidad para la autoridad monetaria es limitada.

Para solucionar este segundo obstáculo, pueden incorporarse algunas relaciones económicas en las estimaciones estadísticas. En su forma más básica, este tipo de modelos utiliza dos relaciones fundamentadas de la teoría económica: la primera de ellas es la que existe entre el desempleo y el producto, conocida como la ley de Okun. Esta teoría indica que, si se quiere producir más, se requieren más trabajadores y, por tanto, el desempleo disminuiría; en otras palabras, la tasa de desempleo tendría una correlación negativa con el PIB.

Pero la mayor demanda por trabajo (menor desempleo) podría incrementar los salarios y generar presiones al alza sobre los precios. Por tal motivo se incluye la segunda relación, que es la posible correlación negativa entre la inflación y el desempleo. Varios trabajos han

<sup>2</sup>En estadística esta situación es llamada *problema de colas o de final de muestra*. Para manguar este problema, el Banco de la República utiliza pronósticos de largo plazo de las variables involucradas en las estimaciones del PIB potencial.

mostrado que dicha relación solo existe en un período corto y que en el largo plazo se puede estimar el nivel más bajo de tasa de desempleo que no ejerce presiones sobre los precios. A esta variable no observada se le conoce como la tasa de desempleo no inflacionaria (Nairu).

Al combinar las anteriores dos relaciones económicas es posible estimar un producto potencial que tiene en cuenta la dinámica del mercado laboral, y que se puede extender incorporando otras variables (González *et al.*, 2012). De todos modos este enfoque estadístico “multivariado” está sujeto a una elevada incertidumbre y sus resultados deben acompañarse de otros análisis sobre el estado de la economía.

## 2. Función de producción

Esta metodología utiliza el capital y el trabajo y los combina mediante una fórmula matemática que intenta modelar la función de producción de un país. De esta forma, es posible obtener una medición del PIB potencial a partir de la suma ponderada de las tendencias de largo plazo del capital y del trabajo.

Para determinar el valor del PIB potencial, cada uno de los factores incluidos puede ser corregido por su nivel de utilización no inflacionario, que para el caso de la mano de obra serían la Nairu y la tasa global de participación laboral. Así, la estimación resultante tiene la propiedad deseable, desde el punto de vista de la autoridad monetaria, de incorporar la información económica sobre la relación negativa entre la inflación y el desempleo (Cobo, 2005).

La ventaja principal de la función de producción es que tiene en cuenta los cambios en la estructura de la economía en su estimación del potencial<sup>3</sup>. Sin embargo, el método también presenta niveles elevados de incertidumbre y sus resultados son muy sensibles a los diferentes supuestos realizados (por ejemplo, a la for-

ma funcional particular usada para describir el sistema de producción de la economía).

## 3. Modelos de equilibrio general dinámico y estocástico

Estos modelos construyen economías artificiales donde los agentes (como los hogares, las empresas, el banco central y el gobierno) toman sus decisiones de la mejor manera posible, en ambientes, estructuras de mercado y marcos regulatorios bien definidos. Los modelos pueden incorporar fricciones en los precios y salarios, lo que permite representar la idea de que los mercados en realidad no funcionan perfectamente. Bajo la lógica de estos modelos, el PIB potencial sería aquel nivel del producto que la economía exhibiría si los mercados operaran libres de imperfecciones en los precios y en los salarios nominales.

Para entender esta definición de producto potencial, se debe aclarar que el mecanismo que equilibra la oferta y la demanda en una economía son los precios. Si estos últimos no se ajustan inmediatamente ante cualquier choque<sup>4</sup> que experimente la economía, se generan desequilibrios. A medida que pasa el tiempo estos desbalances desaparecerán y los precios y el producto regresarán a sus niveles de largo plazo. Así, de acuerdo con estos modelos de equilibrio general, el potencial es compatible con una inflación estable.

No obstante, estos modelos son aún más sensibles a los supuestos que se hagan sobre la estructura de la economía, por cuanto caracterizaciones diferentes de dicha estructura pueden producir distintas estimaciones del PIB potencial. En consecuencia, las recomendaciones de política que se derivan de esta familia de modelos son variadas; por esta razón, el PIB potencial obtenido con los modelos de equilibrio general dinámicos y estocásticos, más que

<sup>3</sup> Por ejemplo, estos modelos identificaron correctamente un incremento en la producción potencial en los Estados Unidos, que fue generado por la mayor participación de las mujeres en el mercado laboral en los años setenta y ochenta.

<sup>4</sup> Un choque es un evento inesperado o impredecible que afecta a una economía, de manera positiva o negativa. Técnicamente, se refiere a un cambio no anticipado de los factores exógenos —es decir, de los factores no explicados por el modelo específico que estamos considerando—, los cuales puede tener efectos sobre las variables endógenas (las incluidas en el modelo).

ser un sustituto de las medidas presentadas, las complementa.

En conclusión, existen varios métodos para estimar el producto potencial, pero todos tienen una elevada incertidumbre. Por esto, el Banco de la República de manera periódica estima una variedad de modelos con diferentes metodologías y los complementa con el análisis del estado de la economía. Si bien es posible promediar las diferentes medidas para obtener una sola estimación, dada la incertidumbre asociada con cada una y el desconocimiento de cuál es la que mejor se ajusta a esta variable no observable, dicho promedio no necesariamente es más informativo (Cuadro R2.1).

Con respecto a la tasa de desempleo (TD), su continuo descenso plantea interrogantes con respecto a su nivel no acelerador de la inflación (Nairu). Como se observa en el Gráfico R2.1, desde finales de 2011 la relación negativa entre desempleo e inflación no se ha registrado en Colombia, ya que ambas variables presentan un comportamiento decreciente. Sin embargo, esto no necesariamente implica que haya ocurrido un cambio importante en la Nairu, ya que la evolución de la inflación no se explica solo por la dinámica del mercado laboral<sup>5</sup>.

## Referencias

Cobo, A. (2005). "Output Gap in Colombia: an Eclectic Approach", Borradores de Economía, núm. 310, Banco de la República de Colombia.

González, A.; Ocampo, S.; Pérez, J.; Rodríguez, D. (2012). "Output Gap and Neutral Interest Measures for Colombia", Borradores de Economía, núm. 726, Banco de la República de Colombia.

<sup>5</sup>Como se presenta detalladamente en el Recuadro 3 del Informe sobre Inflación de diciembre de 2013, factores como choques transitorios de oferta y la desaceleración en los precios del grupo regulados explicaron en gran medida el menor ritmo de aumento de la inflación.

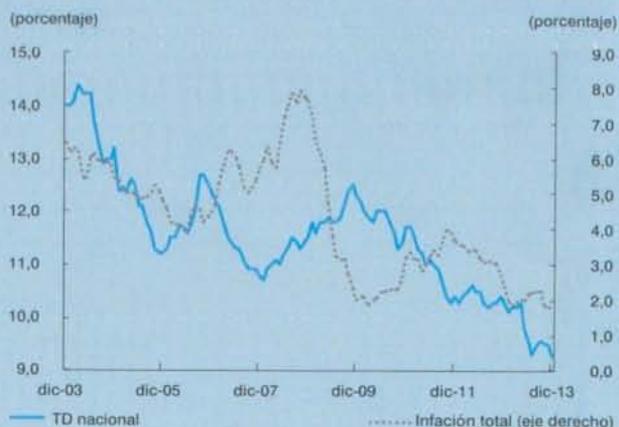
Cuadro R2.1  
Estimaciones de crecimiento del PIB potencial  
para el año 2013  
(porcentaje)

Método	
Función de producción	4,64
Expectativas adaptativas	4,22
Expectativas racionales	4,38
Hodrick y Prescott	4,43
Componentes principales	4,37
Precios flexibles	3,63

Nota: estos valores fueron estimados para el Informe sobre Inflación de diciembre de 2013. Se presentan los estimados más probables, por lo que la incertidumbre asociada podría ser mayor que lo que este cuadro sugiere.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico R2.1  
Tasa de inflación total al consumidor y tasa  
de desempleo nacional  
(variación anual, trimestre móvil desestacionalizado)



Fuente: DANE.

Mishkin, F. (2007). "Estimating Potential Output", Conference on Price Measurement for Monetary Policy, Federal Reserve Bank of Dallas, Texas.

Orphanides, A.; Van Norden, S. (2002). "The Unreliability of Output-Gap Estimates in Real Time", *Review of Economics and Statistics*, vol. 84, núm. 4, pp. 569-583.

## Recuadro 3

## Los efectos directos de la reducción del programa de compras de activos financieros por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos en el sistema financiero local

Tras la crisis financiera internacional de 2008, la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) inició un programa de estímulo monetario conocido como *Quantitative Easing* (QE), con el objeto de ampliar la liquidez en el mercado, incentivar la demanda de crédito e impulsar el crecimiento económico estadounidense. Las distintas etapas del programa (QE1, QE2, QE3) incrementaron la liquidez global y para las economías emergentes como Colombia generaron aumentos en los flujos de capital, reducciones en la percepción de riesgo, valorizaciones de los activos y apreciaciones de sus monedas frente al dólar estadounidense.

Dadas las señales de reactivación económica en los Estados Unidos, a partir de mayo de 2013 se dieron algunos indicios sobre el posible desmonte del programa de compra de activos por parte de la Fed (*tapering*)<sup>1</sup>, lo que generó aumentos en las tasas de interés de largo plazo de ese país y fuertes reacciones en los mercados financieros mundiales, particularmente en los de las economías emergentes. En Colombia algunos de los efectos observados fueron aumentos en las tasas de interés de los títulos de deuda pública, incrementos en la percepción de riesgo y la depreciación del peso frente al dólar<sup>2</sup>.

A continuación se analizan los posibles efectos directos del desmonte del programa de compra de activos de la Fed (el cual inició en enero de 2014) sobre el sistema financiero colombiano, mediante diferentes ejercicios de estrés extremos, que consideran incrementos

adicionales en las tasas de interés de los títulos de deuda pública y una mayor depreciación del peso frente a un escenario base de comparación. Estos hechos afectarían los riesgos que enfrentan las instituciones financieras en Colombia. Así, cambios en las tasas de interés generan variaciones en el valor del portafolio de estas entidades, haciéndolas más susceptibles a pérdidas por valoración. Una depreciación del peso podría generar incrementos en la morosidad por parte de firmas expuestas a movimientos en la tasa de cambio<sup>3</sup>, haciendo que los establecimientos crediticios sean más susceptibles a pérdidas por incumplimientos. Al final, se consideran efectos indirectos asociados con la menor disponibilidad de activos líquidos por parte de los establecimientos financieros (riesgo de liquidez), pero no se evalúan las posibles consecuencias relacionadas con el comportamiento de la demanda agregada de Colombia, de los países con quien mantiene relaciones comerciales, o de otras variables macroeconómicas.

## 1. Riesgo de mercado

A continuación se presentan algunas medidas que cuantifican la exposición de los intermediarios financieros a posibles desvalorizaciones en los títulos de deuda pública interna (TES), derivadas del retiro del estímulo monetario en la economía estadounidense. Para esto, se mide la posible pérdida en el valor del portafolio (a precios de mercado) ante aumentos en las tasas de interés, por lo que se supone una situación extrema, como recomienda el Financial Stability

<sup>1</sup>Finalmente, en diciembre de 2013 la Fed anunció el inicio del retiro del estímulo monetario a partir de enero de 2014.

<sup>2</sup>La tasa de interés de los títulos de deuda pública a diez años en Colombia aumentó de un nivel promedio de 5,2% en abril de 2013 a 7,3% en diciembre. En dicho período la tasa de cambio pasó de un promedio de \$1.830,2 a uno de \$1.932,9, y la percepción de riesgo medida por el *emerging market bond index* (EMBI) pasó de 130,6 a 178,7 puntos.

<sup>3</sup>Empresas con pasivos, activos y/o ingresos en moneda extranjera.

Board<sup>4</sup>, en la que la curva cero cupón de los TES (en pesos y en UVR) exhibe un aumento paralelo de 400 puntos básicos (pb).

Los resultados del anterior ejercicio muestran que las pérdidas en el portafolio al 3 de enero de 2014 serían iguales al 5,1% del patrimonio del sistema financiero, cifra inferior en 50 pb a las que se habrían observado en este mismo escenario con el portafolio al 26 de abril de 2013. Este efecto se explica por la recomposición de las inversiones hacia títulos de más corto plazo (menos vulnerables ante un aumento en las tasas de interés), y a los niveles más altos de las tasas de los últimos meses<sup>5</sup>. Lo anterior sugiere que al inicio de 2014 el sistema financiero sería menos vulnerable que en abril de 2013 ante un escenario de tasas de interés más altas. Las instituciones que enfrentarían las mayores pérdidas sobre patrimonio serían las compañías de seguros (18,8%), mientras que las menos afectadas serían las compañías de financiamiento (0,2%) y las cooperativas financieras (0,1%) (Cuadro R3.1).

Para obtener una medida más completa y precisa de las pérdidas que enfrentaron los intermediarios financieros, se analizó la evolución de los ingresos por valoración<sup>6</sup> en las inversiones entre marzo y agosto<sup>7</sup> de 2013, período en el que se observó una disminución en los ingresos para la mayor parte de entidades financieras (Cuadro R3.2). Al 31 de agosto de 2013 las compañías de financiamiento, junto con la posición propia y los portafolios de terceros administrados por los fondos de pensiones, registraron las mayores caídas en el crecimiento

anual de dichos ingresos. En el último caso el resultado se debe, en parte, a que sus inversiones se concentran en títulos de más largo plazo, situación esperada en este tipo de fondos.

En general, se observa que los posibles incrementos en las tasas de interés del mercado de deuda pública, generados por el recorte del programa de compras de activos financieros por parte de la Fed, no generarían grandes pérdidas para las instituciones financieras en Colombia.

## 2. Riesgo de crédito

En esta sección se realiza un análisis del riesgo de crédito al que estarían expuestos los intermediarios financieros en Colombia, dados los efectos que tendría un choque de depreciación del peso frente al dólar en el desempeño del sector corporativo privado. En este sentido, es posible que períodos de bajas tasas de interés externas en comparación con las internas, acompañados de una apreciación de la tasa de cambio, generen incentivos a adquirir créditos en moneda extranjera. Si los activos o los ingresos de dichos agentes están en moneda local, una depreciación del peso frente al dólar aumentaría la relación deuda a activos y el servicio de la deuda como proporción de los ingresos, lo cual podría llevar al incumplimiento de sus obligaciones financieras.

Para este ejercicio, con base en los balances disponibles de las empresas vigiladas por la Superintendencia de Sociedades<sup>8</sup>, se identificaron dos grupos de firmas del sector real con activos y/o pasivos en moneda extranjera (M/E) que podrían ser las más vulnerables ante un aumento de la tasa de cambio nominal. En el primer grupo, se incluyeron aquellas para las cuales una depreciación nominal del peso del 15% generaría una desvalorización del patrimonio mayor al 10%, y en el segundo, aquellas cuya relación de compromisos de pago a ingresos

<sup>4</sup> Para mayores detalles véase Financial Stability Board (2013). "Recommended Policy Actions from the September Meeting of the Standing Committee on Assessment of Vulnerabilities" (SCAV).

<sup>5</sup> Cambios en tasas a partir de niveles altos resultan en menores variaciones porcentuales de los precios.

<sup>6</sup> Corresponde al neto entre utilidades y pérdidas por valoración de títulos negociables de deuda y participativos, así como los rendimientos de los títulos de deuda al vencimiento y disponibles para la venta.

<sup>7</sup> Fecha en la que se observó el máximo nivel de la tasa de los TES en 2013, y que refleja las mayores pérdidas por valoración de inversiones.

<sup>8</sup> A la fecha de elaboración de este informe los balances de las firmas del sector real reportados a la Superintendencia de Sociedades solo se encontraban disponibles con corte al 31 de diciembre de 2012.

Cuadro R3. 1  
Pérdidas por un aumento paralelo de 400 pb en la curva cero cupón  
(porcentaje)

Pérdidas escenario estrés 400 pb	Pérdidas sobre patrimonio <sup>c/</sup>		Diferencia entre el 03-ene-14 y el 26-abr-13
	26-abr-13 <sup>a/</sup>	03-ene-14 <sup>b/</sup>	
Establecimientos de crédito			
Bancos comerciales	8,9	7,1	(1,7)
Corporaciones financieras	5,1	2,5	(2,6)
Compañías de financiamiento	0,1	0,2	0,0
Cooperativas financieras	0,5	0,1	(0,4)
Instituciones financieras no bancarias			0,0
Fondos de pensiones posición propia	0,8	0,8	(0,0)
Fondos de pensiones posición terceros	8,2	7,2	(0,9)
Sociedades comisionistas de bolsa posición propia	3,6	1,5	(2,1)
Sociedades comisionistas de bolsa posición terceros	2,4	2,7	0,3
Sociedades fiduciarias posición propia	18,8	14,8	(3,9)
Sociedades fiduciarias posición terceros	2,8	2,7	(0,1)
Compañías de seguros	15,9	18,8	2,9
Sistema financiero	5,6	5,1	(0,5)

a/ Fecha anterior a que aumentara la posibilidad de un retiro del QE3.

b/ Datos disponibles más recientes.

c/ Patrimonio de abril y diciembre de 2013 (dato disponible más reciente).

Fuente: DCV; cálculos del Banco de la República.

operacionales es mayor al 20% y sus compromisos de pago en M/E a ingresos en M/E superan el 100%<sup>9</sup>.

A partir del impacto sobre las cuentas del balance denominadas en moneda extranjera, que tendría una depreciación nominal de igual magnitud a la observada durante la crisis financiera de 2008 (38,8%)<sup>10</sup>, se calculó el aumento de la probabilidad de *default* (PD) de cada uno de los grupos de firmas analizados<sup>11</sup>. Así,

en promedio la PD para el grupo 1 aumentaría de 4,52% a 7,40%, mientras que para el grupo 2 pasaría de 2,18% a 2,48%. Posteriormente, para evaluar el efecto sobre el sistema financiero que traería consigo el mayor incumplimiento obtenido de las firmas expuestas ante un choque de devaluación, se calculan los indicadores de riesgo<sup>12</sup>. De esta forma, el indicador de calidad (IC) de la cartera comercial del sistema se incrementa de 6,72% a 6,99% dado el incumplimiento de las firmas del grupo 1, mientras

<sup>9</sup> Cabe resaltar el nivel de endeudamiento de las firmas del primer grupo (74,89%), pues, en promedio, sus pasivos totales representan más del 70% de los activos, cifra que contrasta con la calculada para el grupo 2 (59,26%) y, en particular, con el indicador de las empresas vigiladas por la Superintendencia de Sociedades durante 2012 (37,52%).

<sup>10</sup> Corresponde a la variación de la tasa representativa del mercado (TRM) observada entre el 31 de mayo de 2008 y el 31 de enero de 2009.

<sup>11</sup> Una firma se clasifica en *default* a diciembre de 2012 si a esta fecha al menos uno de sus créditos vigentes se mantuvo

o pasó a una calificación de C, D o E durante el último año. Para una explicación detallada de la metodología, véase Lemus *et al.* (2012). "Fragility Determinants of the Private Corporate Sector in Colombia", Temas de Estabilidad Financiera, núm. 4, Banco de la República.

<sup>12</sup> El cálculo de los indicadores considera una situación extrema, pues supone que una proporción de la cartera total del grupo o de la entidad, equivalente a la PD, se adiciona al saldo de la cartera riesgosa (en el caso del IC) y al monto de la cartera vencida (para el cálculo del IM).

Cuadro R3.2  
Pérdidas por cambio en el valor del portafolio del 26 de abril de 2013

Establecimientos de crédito	Ingresos por valoración de inversiones <sup>a/</sup> (miles de millones)		Variación anual (porcentaje) <sup>b/</sup>	
	31-Mar-13	31-Ago-13	31-Mar-13	31-Ago-13
Bancos comerciales	1058,6	1433,0	35,2	(35,7)
Corporaciones financieras	2,4	4,9	179,9	(10,0)
Compañías de financiamiento	127,0	104,6	9,4	(66,7)
Cooperativas financieras	2,2	3,6	4,4	(33,9)
Instituciones financieras no bancarias				
Fondos de pensiones posición propia	49,1	(4,4)	(27,3)	(102,2)
Fondos de pensiones posición terceros	3543,9	(1724,0)	(32,9)	(119,2)
Sociedades comisionistas de bolsa posición propia	19,0	17,1	15,3	(59,0)
Sociedades fiduciarias posición propia	23,2	9,7	19,4	(78,5)
Compañías de seguros	639,6	819,7	24,4	(39,1)
Sistema financiero <sup>c/</sup>	5465,0	664,2	(19,6)	(95,0)

a/ Corresponde al neto entre utilidades y pérdidas por valorización de títulos negociables de deuda y participativos, así como los rendimientos de los títulos de deuda al vencimiento y disponibles para la venta.

b/ La variación anual se calculó como el crecimiento entre los flujos acumulados a marzo y agosto de cada año.

c/ El sistema financiero excluye la posición de terceros de las sociedades comisionistas de bolsa y las sociedades fiduciarias por falta de información de balance sobre los ingresos por valorización de inversiones.

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

que el de mora (IM) lo haría de 2,24% a 2,38%. Dado el incumplimiento del grupo 2, el IC aumentaría de 6,72% a 7,14%, mientras que el IM pasaría de 2,24% a 2,39% (Cuadro R3.3). Estos deterioros en los indicadores de morosidad no

representan una situación de vulnerabilidad para el sistema, pues en general se ubicarían por debajo del nivel máximo registrado para la cartera comercial en los últimos cinco años (IM de 3,27% e IC de 9,63%).

Cuadro R3.3  
Efecto de un choque de devaluación en el saldo de las carteras riesgosa, vencida y total en los indicadores de riesgo para el sistema

Variable	Grupo 1		Grupo 2	
	Sin choque	Choque 38,8%	Sin choque	Choque 38,8%
Saldo cartera riesgosa <sup>a/</sup>	229,97	418,57	477,0	659,35
Saldo cartera vencida <sup>a/</sup>	24,02	212,63	51,05	233,4
Saldo cartera total <sup>a/</sup>	2548,63	2548,63	7350,19	7350,19
IC (porcentaje)	9,02	16,42	6,49	8,97
IM (porcentaje)	0,94	8,34	0,69	3,18
IC cartera comercial (porcentaje)	6,72	6,99	6,72	7,14
IM cartera comercial (porcentaje)	2,24	2,38	2,24	2,39

a/ Saldos en miles de millones de pesos de junio de 2013.

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

Es importante mencionar que al extender el análisis por entidad financiera acreedora los choques no afectan de manera significativa los indicadores de riesgo, incluso para aquellas que concentran los montos más altos de la cartera de las firmas expuestas. Lo anterior permite concluir que el sistema financiero colombiano no tiene una exposición alta a las firmas que podrían verse afectadas por el aumento de la tasa de cambio nominal, por lo cual los índices de riesgo crediticio no se deterioran significativamente.

### 3. Otros riesgos

Además de los anteriores riesgos analizados, es posible que se presenten otros efectos como consecuencia del *tapering*. De esta forma, dado que la liquidez de las instituciones financieras colombianas podría verse afectada, se realizó un ejercicio de estrés sobre el indicador de riesgo de liquidez (IRL) calculado para un horizonte de treinta días para los bancos y las corporaciones financieras (CF). Dicho ejercicio incorpora varios elementos propios de una situación de poca liquidez en el mercado y se construye con base en el comportamiento de los componentes del IRL en mayo de 2013<sup>13</sup>.

Tomando como escenario base el IRL observado el 3 de enero de 2014, los resultados del ejercicio extremo de estrés indican que en promedio el indicador de los bancos comerciales pasaría de 358,4% a 217,1% y el de las corporaciones financieras de 203,3% a 137,5%, cifras superiores al nivel regulatorio (100%). Es importante mencionar que en este escenario extremo dos entidades (un banco y una CF) tendrían un indicador estresado por debajo, pero muy cercano al nivel mínimo regulatorio.

En conclusión, los resultados de los escenarios de estrés presentados muestran que el desmonte gradual del relajamiento cuantitativo tendría efectos en el sistema financiero colombiano, pero no generaría una situación de inestabilidad financiera. Es importante mencionar que este análisis solo considera los efectos directos generados por los incrementos en las tasas de interés y en la depreciación de la moneda, pero no tiene en cuenta aquellos que se podrían presentar por las inversiones que tienen los bancos locales en el exterior o por los efectos generados en la demanda agregada en Colombia y/o economías con las cuales el país tiene relaciones comerciales.

<sup>13</sup>En este ejercicio se supone que las entidades solo pueden contar con el 70% de sus activos líquidos y, además, estos su-

fren una caída similar a la observada entre el 26 de abril y el 31 de mayo de 2013. Adicionalmente, se supone que las entidades no tendrían acceso al mercado interbancario colateralizado.

## III. Reservas internacionales

---

A diciembre de 2013 las reservas internacionales netas ascendieron a US\$43.633 m, cuantía superior en US\$6.166 m al saldo registrado un año atrás. El rendimiento neto de las mismas fue negativo en US\$358,53 m, como resultado, entre otros factores, de las bajas tasas de interés externas y de la apreciación del dólar de los Estados Unidos frente a las monedas de otros países desarrollados.

---

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

Desde 2008 el Banco de la República ha tomado varias medidas para reducir el riesgo

de las reservas internacionales. Dentro de estas se destacan las encaminadas al manejo del riesgo de mercado, mediante una disminución en la duración del tramo de inversión para mitigar el impacto de un eventual aumento de las tasas de interés<sup>40</sup>. La reducción del riesgo que se ha implementado desde 2008 ha permitido que las reservas mantengan un alto nivel de seguridad y liquidez. Esto, a su vez, ha generado una menor rentabilidad, ya que las inversiones más seguras son también las que tienen rendimientos más bajos. Adicionalmente, la rentabilidad de las reservas también se ha visto afectada por los bajos niveles de las tasas de interés de los países desarrollados, ya que los bancos centrales han mantenido una política monetaria expansiva.

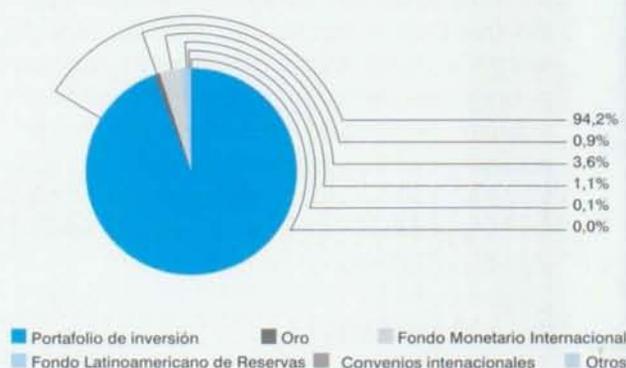
Por otro lado, también se han hecho cambios a la composición cambiaria de las reservas para tener una mejor cobertura de los egresos de la balanza de pagos. Aunque el Banco ha seguido el mismo criterio básico para determinar la composición por monedas, la metodología actual busca hacer una mejor cobertura de los pagos externos de la nación y ha permitido mejorar la rentabilidad esperada. Todas estas decisiones fueron producto de un balance cuidadoso entre riesgo y retorno.

A diciembre de 2013 las reservas internacionales netas totalizaron US\$43.632,74 m, cuantía superior en US\$6.166,13 m al saldo registrado al cierre de 2012<sup>41</sup>. 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 (Gráfico 44).

<sup>40</sup>La duración efectiva se define como la disminución (aumento) porcentual en el valor del portafolio frente a un aumento (disminución) de 1% en todas las tasas de interés, considerando el posible efecto del cambio en los flujos de caja esperados como consecuencia de las variaciones en la tasas de interés.

<sup>41</sup>Las reservas internacionales netas son iguales al total de las reservas internacionales, o reservas brutas, menos los pasivos externos de 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 US\$43.639,3 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron US\$6,57 m.

Gráfico 44  
Composición de las reservas internacionales brutas  
(información al 31 de diciembre de 2013)



Fuente: Banco de la República.

#### A. Políticas de administración del portafolio de inversión

El Banco de la República sigue las mejores prácticas con respecto a la administración de las reservas internacionales, lo cual significó que en enero de 2014 fuera elegido como "Administrador de reservas internacionales del año" por la publicación británica *Central Banking*. En este sentido, y de acuerdo con el FMI, la administración de las reservas debe procurar: 1) contar con suficiente liquidez en moneda extranjera; 2) tener políticas estrictas para la gestión de los diferentes riesgos que enfrentan las operaciones, y 3) generar retornos razonables ajustados por riesgo, sujeto a la liquidez y otras restricciones de riesgo<sup>42</sup>.

##### 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

<sup>42</sup>El documento "Directrices para la administración de las reservas internacionales", del 1 de febrero de 2013, producido por el Fondo Monetario Internacional, puede ser consultado en <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2013/pr13138.htm>

niveles bajos. Algunas de las principales políticas para manejar el riesgo son las siguientes:

*Riesgo de liquidez:* se invierte en activos financieros que cuentan con demanda permanente en el mercado secundario, con el fin de tener la capacidad de convertirlos 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 fácilmente.

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

*Riesgo crediticio:* solamente se invierte en activos que cuenten con altas calificaciones crediticias, según las principales agencias calificadoras, dado que estas inversiones tienen una baja probabilidad de incumplimiento en sus pagos<sup>43</sup>. Adicionalmente, se limitan las exposiciones por sector y por emisor con el fin de disminuir el impacto de eventos crediticios sobre el valor del portafolio.

*Riesgo cambiario:* el Banco establece la “reserva para fluctuación de monedas” de que trata el numeral 3 del artículo 61 del Decreto 2520 de 1993 (Estatutos del Banco de la República), la cual aumenta en los años cuando las monedas se fortalecen frente al dólar y disminuye en los años en que se debilitan. A diciembre de 2013 dicha reserva ascendía a \$2,27 b.

*Riesgo de contraparte:* para disminuir la exposición que se tiene a las contrapartes con las que se realizan operaciones, la negociación de papeles se realiza por medio de mecanismos “pago contra entrega” con entidades financieras que sean creadoras de mercado, y las divisas se negocian con entidades que cuenten con altas calificaciones crediticias<sup>44</sup>.

<sup>43</sup> La calificación crediticia mínima para gobiernos y entidades relacionadas con gobiernos es A-. En el caso de las entidades privadas, la calificación mínima permitida es A+.

<sup>44</sup> Los mecanismos “pago contra entrega” buscan que el intercambio de papeles por efectivo se haga simultáneamente con el fin de eliminar la posibilidad de que una de las partes del negocio incumpla. La International Swaps and Derivatives

## 2. *Tramos del portafolio de inversión*

El portafolio de inversión de las reservas, que representa el 94% del total del portafolio, se divide en dos componentes: el capital de trabajo y el tramo de inversión.

El *capital de trabajo* tiene como propósito cubrir las necesidades de liquidez inmediatas de las reservas. Es el portafolio al cual ingresan los recursos que provienen de la intervención en el mercado cambiario y sus inversiones se concentran en activos de muy corto plazo denominados en dólares. Dado que el objetivo de este tramo es dar liquidez inmediata para propósitos de intervención en el mercado cambiario, el capital de trabajo está concentrado en depósitos e inversiones que se pueden liquidar en un día con un costo muy bajo. El nivel del capital de trabajo puede ubicarse entre US\$390 m y US\$2.000 m<sup>45</sup>. A diciembre de 2013 el valor del capital de trabajo era de US\$648,17 m.

El *tramo de inversión* se ejecuta con un plazo y un perfil de rentabilidad esperado superior al del capital de trabajo. Dicho tramo se invierte en un mayor número de instrumentos con vencimientos superiores a aquellos que se encuentran en el capital de trabajo. A diciembre de 2013, el valor del tramo de inversión ascendía a US\$40.469,23 m. A su vez, este rubro se divide en el tramo indexado y en el tramo no indexado. El tramo indexado (US\$29.081,35 m) busca tener una rentabilidad similar a la del índice de referencia<sup>46</sup>, mientras que el tramo no indexado

Association (ISDA) estableció un contrato marco cuyo objetivo es fijar los términos y condiciones que rigen sobre los derivados sobre el mostrador negociados entre entidades. Si las contrapartes de divisas cuentan con un contrato marco ISDA, la calificación crediticia mínima es A-, si no, la calificación mínima es A+.

<sup>45</sup> Este rango se definió por disposición interna. El límite inferior permite contar con liquidez diaria suficiente en caso de que sea necesario vender reservas y el límite superior busca que los excesos de liquidez se trasladen al tramo de inversión que tiene una rentabilidad esperada más alta.

<sup>46</sup> En la siguiente sección se explica el concepto y la composición del índice.

(US\$11.387,88 m) busca obtener una rentabilidad más alta que la del índice.

Los títulos valores del portafolio de inversión se encuentran depositados en entidades financieras conocidas como custodios. En la actualidad la calificación crediticia mínima de los custodios es A- y las entidades que prestan este servicio para los títulos de las reservas internacionales son la Reserva Federal de Nueva York, Euroclear, JP Morgan Chase y State Street.

### 3. Índice de referencia del tramo de inversión

Para administrar el tramo de inversión de las reservas, el Banco de la República define un portafolio teórico o índice de referencia<sup>47</sup>, que sirve como marco base para medir la gestión de cada uno de los portafolios. El primer paso para construirlo es determinar la composición cambiaria. De esta forma, el índice de referencia es el portafolio teórico que cumple con la composición cambiaria objetivo y que maximiza el retorno esperado del tramo de inversión de las reservas. Dentro de la estimación de este portafolio se incluye la restricción de no tener retornos negativos en un horizonte de doce meses con un 95% de confianza, excluyendo el efecto cambiario<sup>48</sup>. El resultado es un portafolio conservador, el cual

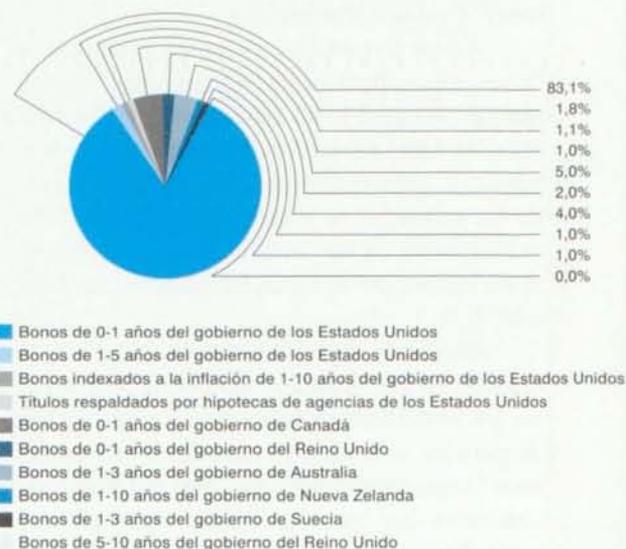
<sup>47</sup>En los mercados de capitales un índice de referencia hace mención a una canasta de activos con ponderaciones pre-determinadas de acuerdo con ciertas reglas que definen su composición. En general, un índice intenta replicar de una manera amplia el comportamiento de un mercado de activos financieros 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 IGBC en Colombia, o el S&P500 y el Dow Jones en los Estados Unidos (el Banco utiliza índices de mercados de renta fija únicamente).

<sup>48</sup>La descripción detallada de la metodología para la construcción del índice de referencia se encuentra en el Recuadro 1: "Explicación técnica de la metodología de construcción del índice de referencia", pp. 31-32, en el *Informe de Administración de las Reservas Internacionales* de marzo de 2013.

se presenta en el Gráfico 45<sup>49</sup>. Al 31 de diciembre de 2013 la composición objetivo del tramo de inversión era 87% en dólares de los Estados Unidos, 5% en dólares canadienses, 4% en dólares australianos, 2% en libras, 1% en coronas suecas y 1% en dólares neozelandeses. En este sentido, la composición cambiaria de las reservas internacionales de Colombia busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país. De esta manera, las reservas intentan cubrir la volatilidad de los pagos del país en el exterior derivada de los movimientos de las tasas de cambio<sup>50</sup>.

La alta participación de los bonos de corto plazo emitidos por el gobierno de los Estados Unidos se debe a la importancia del dólar estadounidense en la composición cambiaria de las reservas y a que los títulos de corto plazo son

Gráfico 45  
Composición del índice de referencia del tramo de inversión (información a diciembre de 2013)



Fuente: Banco de la República.

<sup>49</sup>Para los diferentes sectores que componen el índice de referencia se utilizan los índices publicados por Merrill Lynch.

<sup>50</sup>Véase el Recuadro 5: "Nueva composición cambiaria del portafolio de reservas internacionales" en el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, de marzo de 2012, pp. 127-130, para una explicación detallada de la metodología de composición cambiaria de las reservas.

los que tienen menor sensibilidad a aumentos de las tasas de interés. Todos los emisores del índice de referencia cuentan con calificación AAA de al menos una de las principales agencias calificadoras.

#### 4. Programa de administración externa

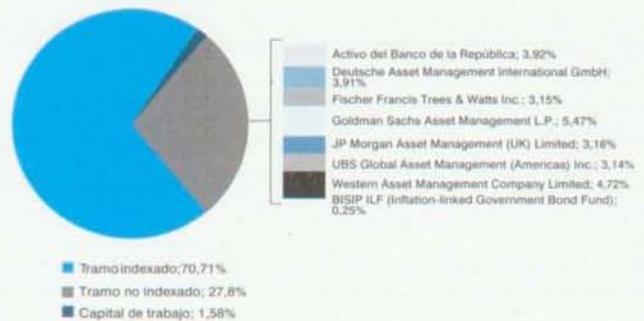
Dentro del esquema de manejo del portafolio de inversión de las reservas, el Banco de la República gestiona directamente el capital de trabajo y la mayor parte del tramo de inversión (US\$31.341,5 m equivalente a 76,22% del portafolio de inversión). El resto de los recursos que hacen parte del tramo de inversión, en particular del tramo no indexado, son gestionados por administradores externos de portafolios.

El programa de administración externa ascendía a US\$9.775,9 m (23,78% del portafolio de inversión) al cierre de diciembre de 2013<sup>51</sup>. El propósito de utilizar administradores externos es generar retornos superiores al índice de referencia y capacitar a los funcionarios del Banco en la gestión de inversiones internacionales. Las firmas escogidas para participar en el programa tienen una alta capacidad de análisis de los mercados financieros y una infraestructura sofisticada que pueden ser aprovechadas en la definición de estrategias de inversión.

Los recursos que manejan los administradores externos se encuentran en cuentas del Banco de la República y los contratos se pueden cancelar cuando se considere necesario. En la actualidad las firmas que participan en el programa de administración externa son Deutsche Bank Asset Management, Fisher Francis Trees & Watts (propiedad de BNP

Paribas), Goldman Sachs Asset Management, JP Morgan Asset Management, UBS Global Asset Management y Western Asset Management (Gráfico 46). Las firmas que participan en el programa son escogidas mediante procesos competitivos y son evaluadas permanentemente. De acuerdo con los resultados obtenidos por cada entidad, se modifica el monto administrado y/o se revisa su continuidad en el programa.

Gráfico 46  
Composición del portafolio de inversión y administradores  
(información al 31 de diciembre de 2013)



Nota: los valores son aproximados debido a efectos de redondeo.

Fuente: Banco de la República.

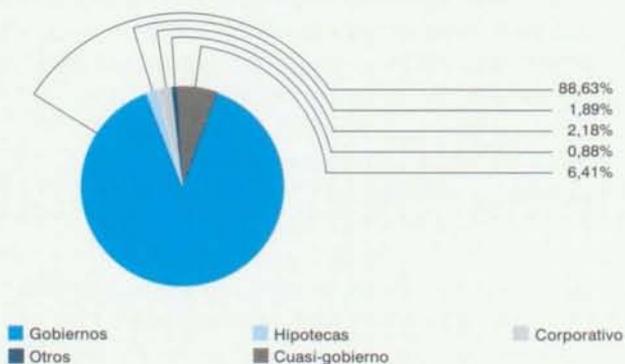
#### B. Composición del portafolio de inversión

En el Gráfico 47 se presenta la composición del portafolio de inversión a diciembre de 2013, cuando cerca del 97% estaba invertido en papeles emitidos por gobiernos o cuasi-gobiernos y acuerdos de recompra con la Reserva Federal.

El Banco utiliza como referencia la menor calificación otorgada por al menos dos de las tres principales agencias calificadoras (S&P, Moody's y Fitch Ratings). La alta participación de los títulos calificados AA se explica por concentración del portafolio en deuda emitida por el gobierno de los Estados Unidos, cuya calificación crediticia se encuentra en AA+ de acuerdo con S&P. Estas cifras evidencian la alta calidad de los activos del portafolio de inversión (Gráfico 48).

<sup>51</sup> Dentro de este tramo se incluyen las inversiones que realiza el Banco de la República en el fondo de títulos indexados a la inflación administrado por el Banco de Pagos Internacionales —BIS Investment Pool Series ILF1 (BISIPILF)—, las cuales ascienden a US\$103,2 m. Este fondo de inversión del BIS, al cual solamente tienen acceso los bancos centrales y entidades multilaterales, busca tener un rendimiento igual o superior a los títulos emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos indexados a la inflación. Las políticas de inversión de este fondo aplican por igual a todos los inversionistas.

**Gráfico 47**  
Composición del portafolio de inversión por sectores  
(información al 31 de diciembre de 2013)



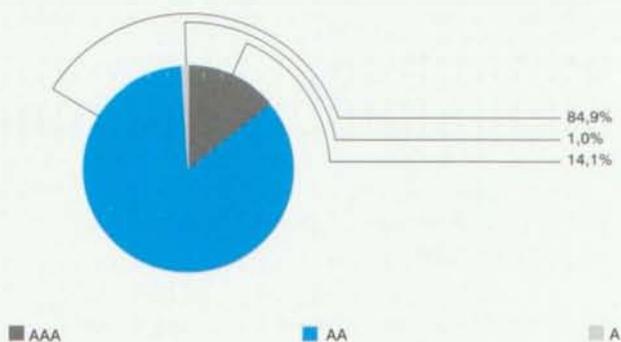
Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 49**  
Composición cambiaria del portafolio de inversión  
(información al 31 de diciembre de 2013)



Nota: el agregado no suma 100% porque el rubro "Otras monedas" corresponde a posiciones cortas equivalentes a -0,3%.  
Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 48**  
Distribución de las inversiones por calificación crediticia  
(información al 31 de diciembre de 2013)



Fuente: Banco de la República.

Finalmente, la composición cambiaria del portafolio difiere levemente del objetivo, ya que se incluye el capital de trabajo, el cual solo tiene inversiones en dólares (Gráfico 49). Además, dentro de límites estrictos, se permite que el portafolio activo registre ligeras desviaciones y que se realicen inversiones en otras monedas de países desarrollados como el euro, el yen, la corona noruega y el franco suizo.

Como medida preventiva frente a un aumento de las tasas de interés en las economías

desarrolladas, el tramo de inversión tenía una baja duración efectiva en diciembre de 2013 (0,73). Esto permitió que el aumento de las tasas de interés internacionales observadas durante 2013 haya tenido un impacto limitado en el portafolio.

### C. Rentabilidad de las reservas

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

En 2013 la rentabilidad de las reservas en dólares fue -0,88%<sup>52</sup> (-US\$358,53 m), debido a tres factores:

<sup>52</sup> 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 2012 y el 31 de diciembre de 2013.

- Las tasas de interés en los principales países desarrollados se han mantenido en niveles históricamente bajos. Por ejemplo, la tasa de interés promedio de los bonos con vencimiento inferior a un año emitidos por el gobierno de los Estados Unidos era 0,13% en diciembre de 2013. Lo anterior derivó en que los rendimientos percibidos por el portafolio de inversión fueran bajos. Al descontar los efectos de la disminución del precio del oro y de la apreciación del dólar, el rendimiento de las reservas fue 0,16% (US\$64 m) en el año.
- El dólar de los Estados Unidos se apreció frente a algunas monedas de los países desarrollados<sup>53</sup>. Dado que las inversiones se valoran en dicha moneda, la rentabilidad por efecto cambiario fue de -0,66% (-US\$268,6 m). Como se mencionó, el Banco tiene una reserva para fluctuación de monedas para ser utilizada en estos casos.
- El precio del oro decreció un 28% en 2013, la mayor disminución porcentual anual observada desde 1997. Este movimiento tuvo un impacto en la rentabilidad de -0,38% (-US\$154 m). No obstante, el Banco de la República tiene una proporción baja de oro en las reservas (1%), no hace ajustes frecuentes a estas tenencias y las valora a precios de mercado.

#### D. Estado de las reclamaciones de los eventos crediticios de 2008

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

El Banco de la República tiene la calidad de acreedor reconocido dentro del Proceso de Reestructuración de LBHI. De acuerdo con

el Plan de Reestructuración aprobado por el Juez de la Corte de Quiebras del Distrito Sur del Estado de Nueva York el 6 de diciembre de 2011, el Banco de la República, recibiría un porcentaje estimado de distribución de 21,1% del valor de su acreencia.

En virtud de lo anterior, el Banco ha recibido cuatro pagos por un valor total de US\$557.119,41, equivalentes a un 20,61% del valor total de su acreencia. La siguiente distribución dentro del Proceso de Reestructuración será el 3 de abril de 2014.

##### 2. *Demanda del Banco de la República en contra de BNYM<sup>54</sup>*

En relación con este proceso judicial en curso, el Banco de la República informa que el 26 de julio de 2013, el Juez profirió una decisión preliminar de primera instancia, en la que encontró probado que: i) el BNYM había incumplido el contrato de préstamo de títulos, y ii) el BNYM había violado su deber fiduciario para con el Banco. Sin embargo, el Juez consideró que aún es necesario probar, si dichos incumplimientos del BNYM, generaron daños al Banco de la República y en caso afirmativo, el monto de los mismos.

El BNYM presentó recurso de reposición y de apelación en contra de la decisión del 26 de julio de 2013, y ambos fueron negados por el Juez. Posteriormente, el 8 de noviembre de 2013, se llevó a cabo una audiencia en la cual el Juez estableció que la etapa de estimación de daños debería surtir en una nueva etapa de sentencia sumaria a través de memoriales.

A su vez, el 13 de noviembre de 2013, el BNYM presentó al Banco una propuesta para dar por terminado el proceso anticipada y extrajudicialmente, la cual es objeto de análisis por parte del Banco.

<sup>54</sup>Proceso judicial instaurado por el Banco de la República (representado por la firma de abogados Crowell & Moring LLP), en contra de Bank of New York Mellon Corporation, Bank of New York Mellon N. A. y Bank of New York Mellon Asset Services, B. V. (en adelante BNYM), ante la Corte Federal del Distrito Sur de Nueva York.

<sup>53</sup>El índice DXY aumentó 0,3% en el año. El Intercontinental Exchange construye este índice promediando las tasas de cambio entre el dólar y las principales monedas del mundo, con la información provista por cerca de quinientos bancos.

#### IV. Situación financiera del Banco de la República

El Banco de la República comenzó a generar pérdidas a partir de 2010 tras muchos años de obtener utilidades. Este cambio en el estado de pérdidas y ganancias del Banco se explica por las menores tasas de interés externas y, más recientemente, por la caída del precio internacional del oro y la depreciación de las monedas de reserva frente al dólar, lo que ha afectado el rendimiento de las reservas internacionales. Adicionalmente, el estado de resultados se ha afectado de manera negativa en la medida en que la expansión monetaria se ha realizado, principalmente, mediante la compra de reservas internacionales.

La Constitución Política de 1991 y la Ley 31 de 1992 asignan al Banco de la República las funciones de banca central, las cuales comprenden regular la moneda, los cambios internacionales y el crédito, emitir la moneda legal colombiana, administrar las reservas internacionales, ser prestamista de última instancia y banquero de los establecimientos de crédito, y servir como agente fiscal del Gobierno. Asimismo, la Constitución establece que el principal objetivo de la política monetaria es mantener la estabilidad de precios en coordinación con la política económica general, entendida como aquella que propende por estabilizar el producto y el empleo en sus niveles sostenibles de largo plazo.

A diferencia de las empresas del sector privado, donde se busca maximizar utilidades, las decisiones de política adoptadas por el Banco tienen como propósito cumplir con los objetivos que la Constitución y la ley le han asignado. En el ejercicio de sus funciones el Banco incurre en costos, sin que necesariamente los beneficios económicos y sociales para el país, como lo son mantener una inflación baja y estable, contribuir a la estabilidad

macroeconómica y financiera, y mantener un nivel de reservas que reduzca la vulnerabilidad del país a choques externos, se incorporen en los resultados financieros de la entidad. Esto hace que el Banco tenga una estructura financiera única.

##### A. Evolución del estado de resultados

Para efectos administrativos y presupuestales, los ingresos y egresos del Banco se clasifican en monetarios, corporativos y gastos de pensionados. Los rubros monetarios se asocian a las funciones de banca central<sup>55</sup>, los corporativos agrupan los resultados propios de la gestión administrativa y el gasto neto de pensionados incorpora el pago de mesadas pensionales y los ingresos por el rendimiento del portafolio constituido con recursos del pasivo pensional.

En el Cuadro 8 se presenta la evolución de los principales rubros del estado de resultados entre 2008 y 2013. Se puede apreciar que el Banco, luego de obtener utilidades en los años 2008 y 2009, a partir de 2010 generó pérdidas, las cuales se explican por el menor rendimiento de las reservas internacionales y por las compras de divisas en el mercado cambiario, que han sido contrarrestadas con operaciones de contracción para evitar el efecto inflacionario de la expansión monetaria.

Cabe resaltar que las pérdidas recientes son inferiores a las observadas en el período 1992-1994<sup>56</sup>, tanto como proporción del PIB (0,58% del PIB en 1993 vs. 0,24% del PIB en

<sup>55</sup> Véase la Nota Editorial de la *Revista del Banco de la República* de diciembre de 2013 (vol. LXXXVI, núm. 1034, pp. 5-21) para una explicación del vínculo entre las principales funciones del Banco y el estado de resultados, <http://www.banrep.gov.co/es/revista-1034>

<sup>56</sup> El Banco generó pérdidas en los tres primeros años de funcionamiento bajo la nueva estructura, organización y asignación de funciones definidas por la Constitución Política de 1991. A partir de 1995 y hasta 2009 el resultado operacional del Banco fue positivo.

Cuadro 8  
Estado de resultados del Banco de la República  
(miles de millones de pesos)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1. Ingresos	2.965,9	1.291,1	761,1	884,2	1.158,4	(91,8)
A. Ingresos monetarios	2.798,6	1.133,8	559,5	712,1	1.015,7	(239,1)
1. Intereses y rendimientos	2.514,0	1.035,8	454,0	565,1	874,9	(500,1)
Reservas internacionales	2.119,8	685,0	271,8	250,0	468,5	(659,6)
Rendimientos	2.136,8	498,1	362,7	399,6	353,1	(143,2)
Diferencial cambiario	(17,1)	186,9	(91,0)	(149,6)	115,4	(516,5)
Operaciones de liquidez	311,7	192,8	106,0	241,2	312,1	130,9
Valoración de TES	68,4	87,1	75,4	71,9	94,0	28,5
Otros	14,1	70,9	0,8	2,0	0,4	0,2
2. Otros ingresos monetarios <sup>a/</sup>	284,6	98,0	105,6	147,0	140,8	260,9
B. Ingresos corporativos	167,3	157,4	201,5	172,1	142,7	147,3
2. Egresos	1.644,1	1.135,8	1.032,6	1.240,3	1.498,9	1.616,5
A. Egresos monetarios	1.249,1	853,9	610,7	792,3	1.118,6	990,5
1. Intereses y rendimientos	955,5	601,6	349,0	585,8	874,1	811,2
Remuneración al encaje	163,2	69,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Remuneración a la DGCPN	708,3	392,7	271,3	547,8	805,5	406,5
Depósitos remunerados de control monetario	0,0	0,0	0,0	0,0	10,5	343,8
Gastos en operaciones de contracción monetaria	68,4	74,8	28,2	7,8	8,3	18,5
Otros <sup>b/</sup>	15,6	65,0	49,6	30,2	49,8	42,5
2. Costos de emisión y distribución de especies monetarias	113,9	114,0	144,3	147,0	117,7	139,2
3. Otros <sup>c/</sup>	179,6	138,3	117,4	59,4	126,8	40,2
B. Egresos corporativos	322,4	332,9	335,1	343,5	375,5	398,1
1. Gastos de personal	206,3	216,9	213,6	221,9	240,6	258,8
2. Gastos generales	47,5	50,3	50,5	51,2	54,9	57,8
3. Otros <sup>d/</sup>	68,6	65,7	71,0	70,4	80,0	81,5
C. Gastos de pensionados	72,6	(51,0)	86,7	104,5	4,9	227,8
3. Resultado operacional (1 - 2)	1.321,8	155,4	(271,5)	(356,1)	(340,5)	(1.708,3)

a/ Incluye diferencias en cambio e ingresos por la emisión de moneda metálica.

b/ Incluye comisión de compromiso de la Línea de Crédito Flexible con el FMI y gastos de administración de las reservas internacionales.

c/ Incluye diferencias en cambio, entre otros.

d/ Incluye impuestos, seguros, contribuciones, afiliaciones, depreciaciones, provisiones, amortizaciones, entre otros.

Fuente: Banco de la República.

2013) como en términos reales<sup>57</sup> (\$1.902,3 mm en 1993 vs. \$1.708,3 mm en 2013).

**1. Ingresos y egresos monetarios**

La mayor parte de los ingresos y egresos son monetarios (Gráfico 50), los cuales dependen de variables como son las tasas de interés internas y externas, las fluctuaciones de los precios de mercado de los portafolios de in-

versión, del oro y del comportamiento de las monedas de reserva.

Durante los últimos años los ingresos monetarios se redujeron, al pasar de \$2.798,6 mm en el año 2008 a \$559,5 mm en 2010, y a -\$239,1 mm en 2013. Este comportamiento se explica por el menor rendimiento de las reservas internacionales y, en menor medida, por los menores ingresos por operaciones de liquidez (Gráfico 51).

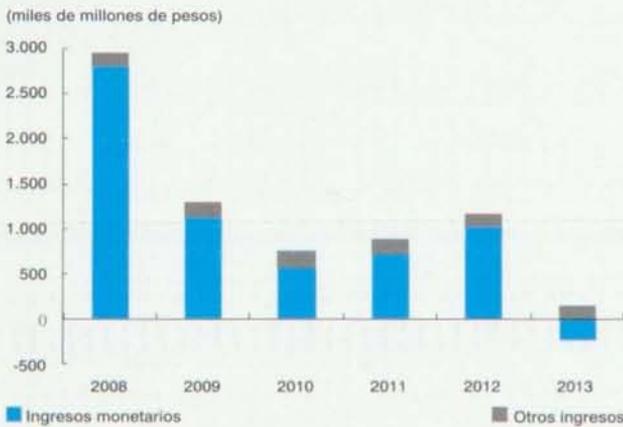
El rendimiento de las reservas internacionales registró una significativa reducción, al pasar de \$2.119,8 mm en 2008, a \$271,8 mm en 2010, y a -\$659,6 mm en 2013. Este resultado se explica por:

- *Las tasas de interés externas.* Las tasas de interés internacionales registraron una fuerte caída en 2007 y 2008 y desde entonces se han mantenido en niveles históricamente bajos, explicando la moderada rentabilidad que han tenido las reservas internacionales por causación de intereses (Gráfico 52).
- *Las fluctuaciones de las monedas en las cuales están invertidas las reservas frente al dólar (diferencial cambiario).* En 2010 y 2011 la devaluación de las monedas de

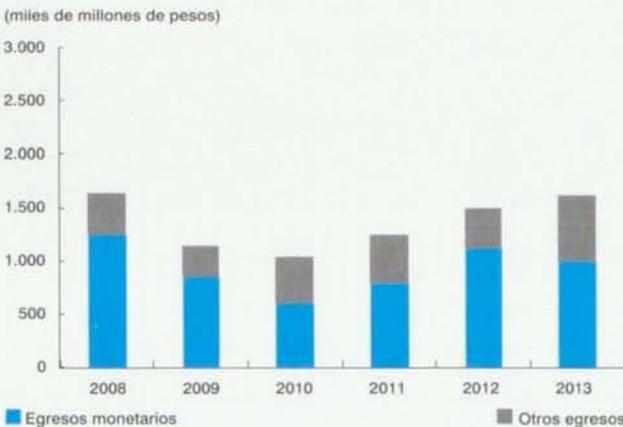
Gráfico 50

Composición de los ingresos y egresos del Banco de la República

**A. Ingresos**



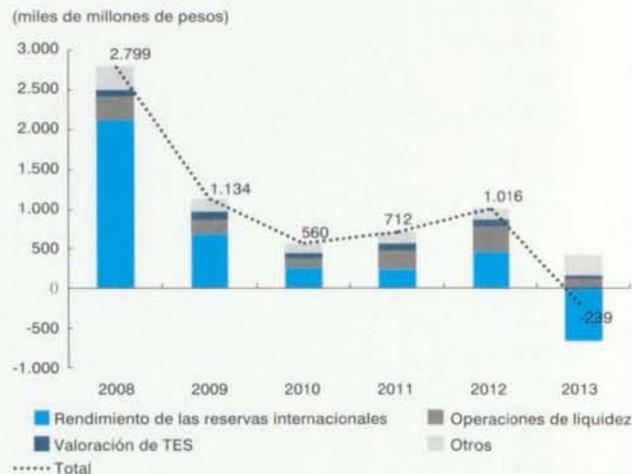
**B. Egresos**



Fuente: Banco de la República.

<sup>57</sup> Información a pesos constantes de 2013.

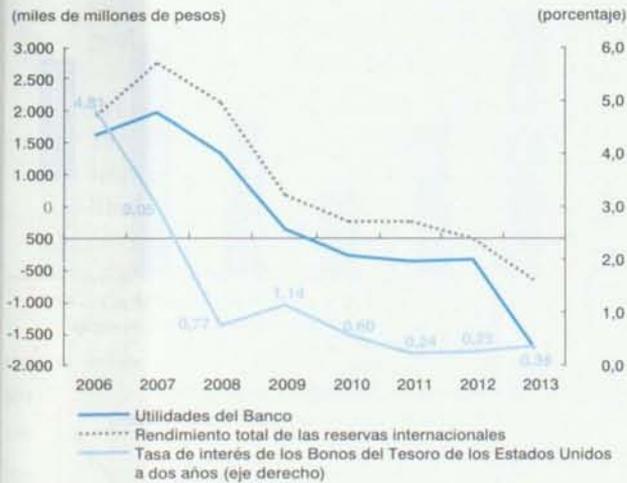
Gráfico 51  
Ingresos monetarios



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 52

Utilidades del Banco de la República, rendimiento total de las reservas internacionales y tasa de interés de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos



Fuente: Banco de la República.

reserva frente al dólar generó pérdidas por diferencial cambiario de \$91,0 mm y \$149,6 mm, respectivamente, en tanto que en 2012 se registraron utilidades por \$115,4 mm. Durante 2013 la depreciación de las monedas de reserva frente al dólar<sup>58</sup> (Gráfico 53) generó pérdidas por \$516,5 mm, las cuales, de acuerdo con los Estatutos del Banco, se cubren con la reserva para fluctuación de monedas<sup>59</sup>, cuyo monto en diciembre de 2013 ascendía a \$2.276 mm.

- **Las fluctuaciones del precio del oro.** El Banco tiene una proporción baja de inversiones en oro (US\$400 m, 1% de las reservas). Entre 2001 y 2012 las inversiones en oro generaron utilidades por \$1.017 mm<sup>60</sup>, en

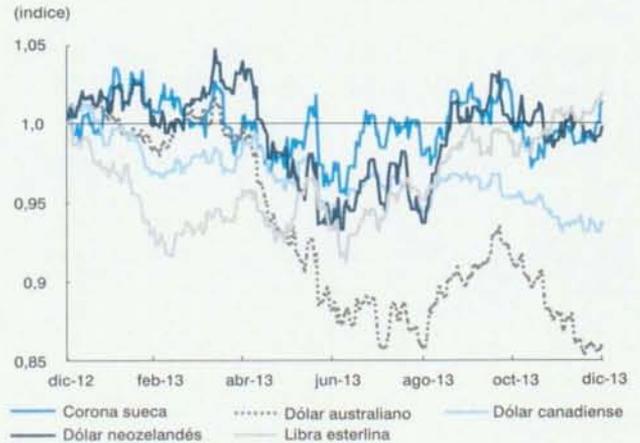
<sup>58</sup> Frente al dólar estadounidense se devaluaron el dólar australiano (13,8%), el dólar canadiense (6,3%) y el dólar neozelandés (0,2%), y se revaluaron la libra esterlina (1,9%) y la corona sueca (1,3%).

<sup>59</sup> Decreto 2520 de 1993, artículo 61, numeral 3.

<sup>60</sup> Incorpora las utilidades del oro monetario y no monetario. Este último corresponde a las tenencias de oro que no hacían parte de las reservas internacionales.

Gráfico 53

Índices de monedas de reserva frente al dólar (base: diciembre de 2012 = 100)



Nota: índice mayor (menor) que 1 indica una apreciación (depreciación) de la moneda de reserva frente al dólar.

Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

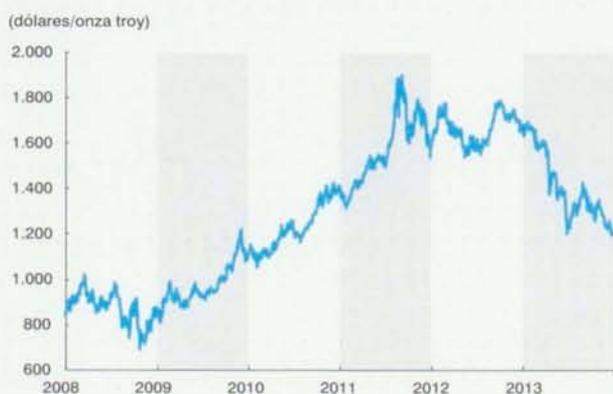
tanto que en 2013 la caída del precio del oro (28%, véase Gráfico 54) afectó la rentabilidad de las reservas en -\$287,2 mm.

Por su parte, los ingresos por operaciones de liquidez se redujeron de \$311,7 mm en 2008 a \$130,9 mm en 2013 debido a la menor tasa de intervención del Banco (Gráfico 22), la cual sirve como referencia para determinar la tasa de interés a la cual el Banco otorga liquidez a los intermediarios financieros, y por el menor volumen de operaciones, especialmente durante el último año.

En relación con los egresos monetarios, estos se redujeron entre 2008 y 2010 debido a la eliminación de la remuneración del encaje y a las menores tasas de referencia del Banco y, a partir de 2010, han aumentado por el incremento de la remuneración de los depósitos al Gobierno en el Banco<sup>61</sup>, los cuales han servido para contrarrestar la expansión mo-

<sup>61</sup> Incluye los depósitos de control monetario, los cuales son constituidos por la DGCPTN con los recursos provenientes de la colocación de TES para regular la liquidez de la economía.

Gráfico 54  
Comportamiento del precio internacional del oro



Fuente: Reuters.

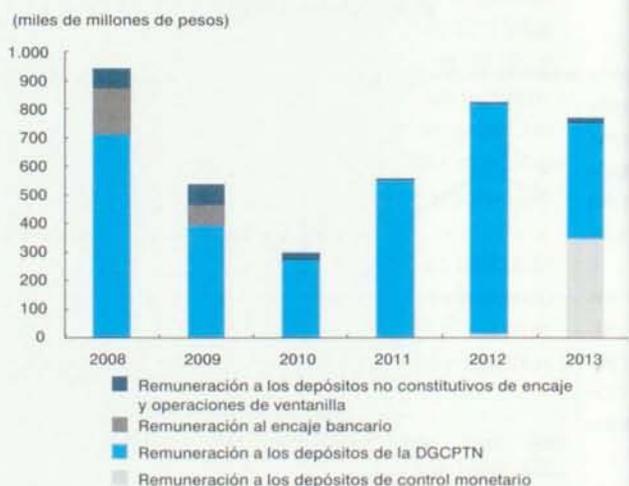
netaria originada en las mayores compras de divisas (Gráfico 55).

En resumen, el estado de pérdidas y ganancias (P y G) del Banco está determinado, en gran medida, por el resultado neto de los rubros monetarios, que depende de variables que no están bajo su control, como son las tasas de interés externas, las fluctuaciones de los precios de mercado de los títulos del portafolio de reservas, de los TES, del oro y del comportamiento de las monedas de reserva. El Banco empezó a generar pérdidas en 2010 tras muchos años de obtener utilidades. Este cambio en el estado de pérdidas y ganancias ocurrió por las menores tasas de interés externas y, más recientemente, por la caída del precio internacional del oro y la depreciación de las monedas de reserva frente al dólar, que han afectado el rendimiento de las reservas internacionales. Además, el efecto monetario de la compra de divisas ha sido contrarrestado con operaciones de contracción para evitar su efecto inflacionario, lo cual ha generado costos (Gráfico 56).

## 2. Rubros corporativos

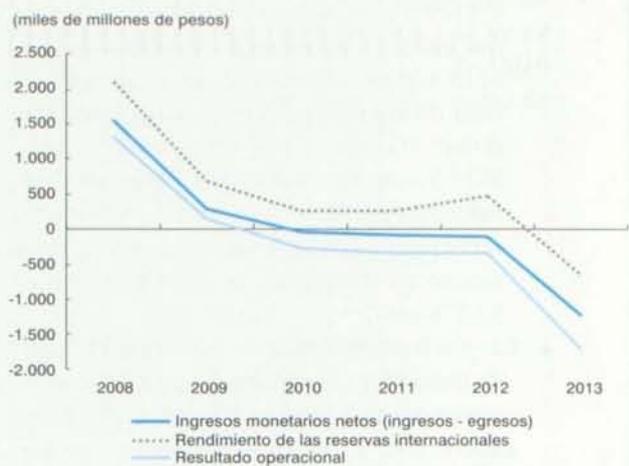
El Banco ha administrado los recursos financieros de manera eficiente, responsable y acorde con las necesidades de la institución, y

Gráfico 55  
Remuneración a operaciones de contracción



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 56  
Ingresos monetarios netos, rendimiento de las reservas internacionales y resultado operacional del Banco de la República



Fuente: Banco de la República.

durante los últimos años ha ejecutado una importante reducción de los egresos corporativos.

Entre 1999 y 2013 los gastos de personal registraron una disminución de 30% en términos reales, comportamiento asociado en forma directa con la reducción en la planta

de personal, la cual pasó de 2.776 a 2.244 empleados (Gráfico 57).

El incremento reciente de los gastos de personal obedece a la prestación de nuevos servicios, los cuales han requerido de una mayor profesionalización de la planta (Gráfico 58).

Por su parte, entre 1999 y 2013 los gastos generales registraron una disminución de 29% en términos reales, como resultado de la implementación de programas de racionalización del gasto y mejor aprovechamiento

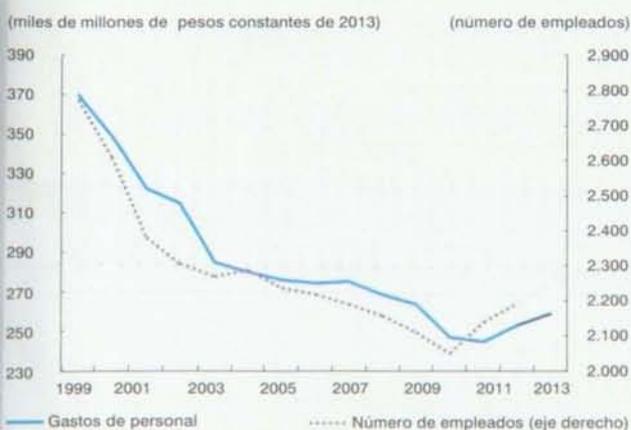
de los recursos, campañas de ahorro y gestiones administrativas. En el período reciente se observa un incremento del rubro “mantenimiento y adecuaciones”, el cual está asociado con los trabajos adelantados en algunas edificaciones del Banco afectadas por las recientes temporadas invernales o que requieren adecuaciones dada su antigüedad (Gráfico 59).

### 3. Constitución de reservas y distribución de utilidades

Los Estatutos del Banco establecen que la Junta Directiva debe aprobar el estado de resultados correspondiente al ejercicio anual del Banco y crear o incrementar una Reserva de Estabilización Monetaria y Cambiaria con las utilidades del período, de acuerdo con las previsiones de pérdidas que para los siguientes dos ejercicios muestren los presupuestos del Banco. El remanente de las utilidades, una vez descontada la reserva para atender la inversión neta en bienes para la actividad cultural, y apropiadas las reservas estatutarias<sup>62</sup>, será de

Gráfico 57

Gastos de personal y número de empleados

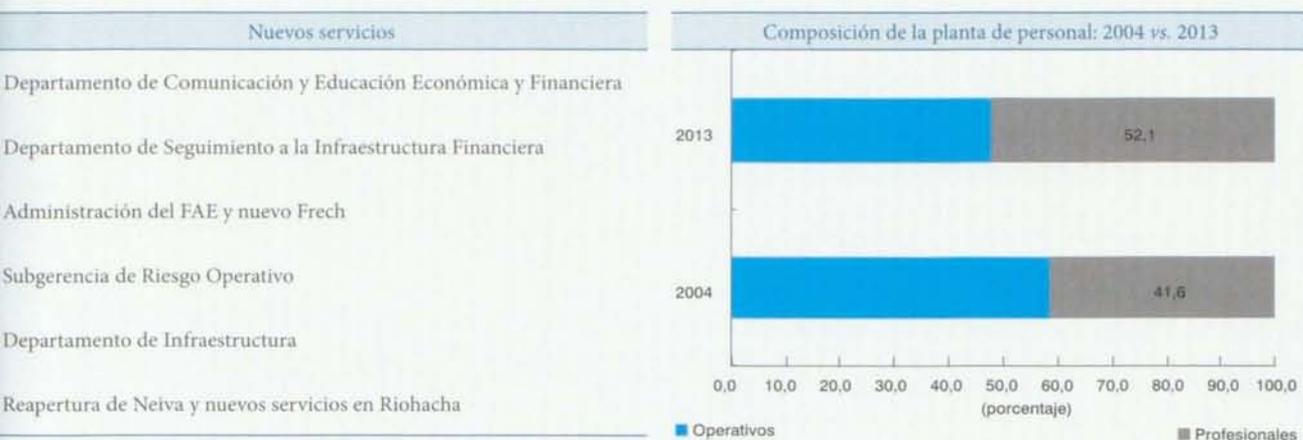


Fuente: Banco de la República.

<sup>62</sup> Reservas estatutarias: i) reserva de estabilización monetaria y cambiaria; ii) reserva para fluctuación de monedas; iii) reserva para protección de activos, y iv) reserva de resultados cambiarios (Decreto 2520 de 1993, artículos 60 y 61).

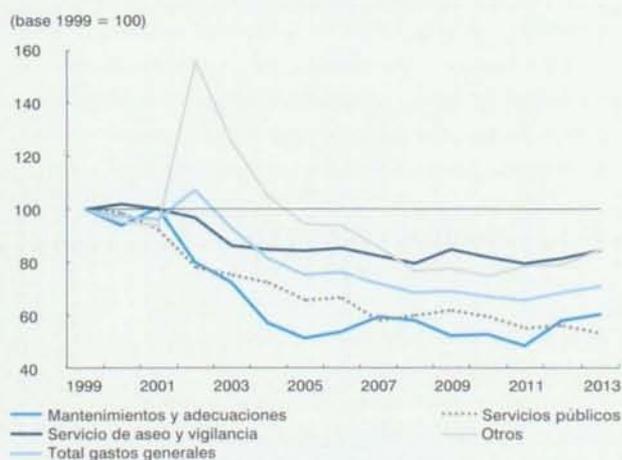
Gráfico 58

Composición de la planta de personal por grupo de cargo: 2004 vs. 2013



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 59  
Índice de gastos generales



Fuente: Banco de la República.

la Nación. Las pérdidas del ejercicio serán cubiertas por el presupuesto general de la nación (PGN), siempre y cuando no alcancen a ser enjugadas con la reserva de estabilización monetaria y cambiaria<sup>63</sup>.

Asimismo, los estatutos señalan que la utilidad generada por el efecto de la variación entre el dólar y las demás monedas de reserva sobre los activos y pasivos denominados en moneda extranjera (diferencial cambiario), siempre que se hayan producido utilidades durante el ejercicio, hacen parte de la reserva para fluctuación de monedas. Si el resultado por diferencial cambiario es negativo, este

<sup>63</sup> Decreto 2520 de 1993, artículos 34, 60, 62 y 63.

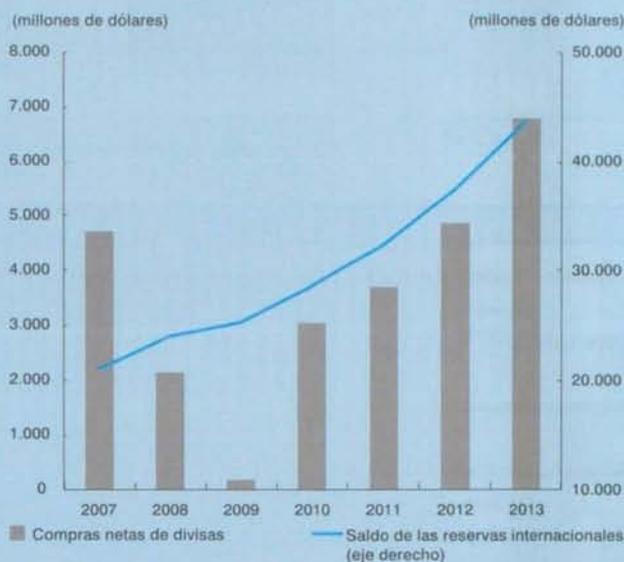
## Costo de la intervención en el mercado cambiario

Durante los últimos años el Banco ha incrementado su intervención en el mercado cambiario, mediante intervención discrecional en 2007, y a partir de 2008 por medio de subastas competitivas de compras de divisas. Esto explica el fuerte aumento del saldo de las reservas internacionales de US\$15.440 m en diciembre de 2006 a US\$43.639 m a diciembre de 2013 (Gráfico A).

Mediante la intervención en el mercado cambiario el Banco busca: i) alcanzar un nivel de reservas adecuado en relación con los pagos externos del país y que mejore las condiciones de acceso a los mercados financieros internacionales; ii) minimizar la vulnerabilidad del país ante choques externos e internos; iii) mitigar movimientos de la tasa de cambio que no reflejen el

<sup>1</sup> Para una explicación más detallada, véase "Rendimiento de las reservas y costo de la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario" (Recuadro 4) en el *Informe al Congreso* de julio de 2012.

Gráfico A  
Compras netas de divisas en el mercado cambiario

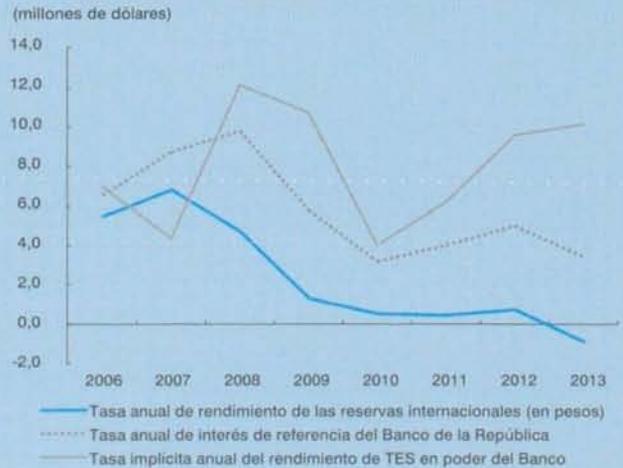


comportamiento de los fundamentales de la economía, y iv) moderar episodios de excesiva volatilidad cambiaria.

En la medida en que la expansión monetaria se ha realizado principalmente mediante la compra de reservas internacionales<sup>2</sup>, se ha afectado de manera negativa el estado de resultados. Se estima que entre 2007 y 2013 el Banco dejó de recibir ingresos netos por \$6.222,5 mm (costo de la intervención), ingresos que habrían incrementado el resultado operacional acumulado obtenido en el periodo analizado, el cual ascendió a \$785,8 mm. Esto, debido a que el rendimiento de las reservas adquiridas ha sido muy inferior a los ingresos que se habrían recibido si la expansión monetaria se hubiera realizado mediante compras de TES. Así, en tanto se presente un diferencial positivo entre la tasa de interés interna frente a la tasa de rendimiento de las reservas internacionales (Gráfico B), el estado de resultados se verá afectado de manera negativa cuando la expansión monetaria se haga por medio de la compra de reservas internacionales.

<sup>2</sup>Entre enero de 2007 y diciembre de 2013 el Banco adquirió en neto divisas por US\$25.424 m.

Gráfico B  
Tasa de rendimiento de las reservas internacionales, tasa de referencia del Banco de la República y tasa de rendimiento de los TES



se podrá cancelar contra dicha reserva<sup>64</sup>. Por otra parte, el efecto de las variaciones del peso frente al dólar sobre el saldo de las reservas internacionales se registra directamente en el patrimonio (cuenta ajuste de cambio) y por tanto no afecta el estado de resultados<sup>65</sup>.

En el Cuadro 9 se presenta la evolución del resultado operacional del Banco de la República, la distribución de utilidades, y la constitución y utilización de reservas estatutarias del Banco para el período 2008 a 2013. El resultado operacional fue positivo en 2008 y 2009 en \$1.321,8 mm y \$155,4 mm, respectivamente. De acuerdo con los Estatutos, y dado que se proyectaban pérdidas para los siguientes dos años, se constituyó una reserva de estabilización monetaria y cambiaria con

parte de las utilidades de 2008 (\$503,5 mm). El remanente de las utilidades de ese año fue transferido al Gobierno (\$818,6 mm), en tanto que las utilidades de 2009 (\$155,4 mm) incrementaron el saldo de la reserva para fluctuación de monedas.

El resultado operacional en 2010 y 2011 fue negativo en \$271,5 mm y \$356,1 mm, respectivamente. De acuerdo con los Estatutos, las pérdidas en cada ejercicio fueron cubiertas con las reservas de estabilización monetaria y cambiaria y para fluctuación de monedas, por lo cual no fue necesario recurrir a apropiaciones del PGN. En 2012 el Banco obtuvo un resultado operacional negativo de \$340,5 mm, el cual fue cancelado parcialmente con el remanente de la reserva de estabilización monetaria y cambiaria (\$108,0 mm) y la reserva para protección de activos (\$0,1 mm). La diferencia, \$239,3 mm, fue cubierta con recursos del PGN.

<sup>64</sup> Decreto 2520 de 1993, artículo 61, numeral 4.

<sup>65</sup> Decreto 2520 de 1993, artículo 62, numeral 4.

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

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
A. Resultado del ejercicio	1.321,8	155,4	(271,5)	(356,1)	(340,5)	(1.708,3)
B. Más utilización de reservas	30,3	3,2	273,1	361,6	108,0	516,6
Reserva de resultados cambiarios	11,7					
Reserva para fluctuación de monedas	16,8		90,9	149,3		516,6
Reserva de estabilización monetaria y cambiaria		1,1	182,2	212,3	108,0	
Reserva para protección de activos	1,8	2,0	0,0	0,0	0,1	
C. Menos constitución de reservas	533,5	158,5	1,5	5,6	6,7	6,1
Reserva para fluctuación de monedas		155,4				
Reserva de estabilización monetaria y cambiaria	503,5					
Inversión neta en bienes para la actividad cultural	30,0	3,2	1,5	5,6	6,7	6,1
D. Resultado neto a favor (+) o a cargo del gobierno nacional (-): A + B - C	818,6	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(239,3)	(1.197,8)

Fuente: Banco de la República.

En 2013 el Banco registró un resultado operacional negativo de \$1.708,3 mm. Las pérdidas atribuidas al diferencial cambiario entre el dólar y las monedas de reserva (\$516,6 mm) se cubrieron con la reserva para fluctuación de monedas, y el remanente, una vez descontada la reserva para inversión neta en actividad cultural por \$6,1 mm, fue cubierto por el gobierno nacional (\$1.197,8 mm).

## B. Balance del Banco de la República según criterio económico

A continuación se explican las variaciones de los principales conceptos del activo, pasivo y patrimonio del Banco de la República al 31 de diciembre de 2013, frente a los saldos registrados en igual fecha del año anterior (Cuadro 10).

### 1. Activo

Los activos del Banco de la República registraron un saldo de \$94.738 mm al cierre de

2013. Esta cifra es superior en \$18.760 mm (24,7%) al saldo observado en diciembre de 2012, cuando los activos ascendieron a \$75.978 mm.

Las principales variaciones de las cuentas del activo se explican por:

*Reservas internacionales:* al cierre de 2013 las reservas internacionales brutas, valoradas a precios de mercado, fueron \$84.086 mm (US\$43.639 m), superiores en \$17.823 mm (26,9%) con respecto al dato observado el 31 de diciembre de 2012. Esta variación es explicada principalmente por: i) las compras de divisas realizadas por el Banco de la República, que incrementaron el valor en pesos de las reservas internacionales en \$12.586 mm (US\$6.769 m); ii) el ajuste de cambio, resultado de la depreciación del peso con respecto al dólar, que aumentó el saldo en pesos de las reservas internacionales en \$6.169 mm, y iii) rendimiento por intereses causado durante el año 2013 por \$812 mm. Lo anterior se compensó de manera parcial con: i) la valoración

Cuadro 10  
Balance del Banco de la República clasificado por criterio económico  
(resultados de diciembre de 2012 a diciembre de 2013)  
(miles de millones de pesos)

Cuentas	Diciembre de 2012		Diciembre de 2013		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	75.978	100,0	94.738	100,0	18.760	24,7
Reservas internacionales brutas	66.263	87,2	84.086	88,8	17.823	26,9
Aportes en organismos internacionales	2.564	3,4	2.607	2,8	43	1,7
Inversiones	899	1,2	130	0,1	(769)	(85,6)
Sector público regulación monetaria	899	1,2	130	0,1	(769)	(85,6)
Cartera de créditos	0	0,0	0	0,0	(0)	(62,0)
Otros créditos	1	0,0	1	0,0	(0)	(32,3)
Provisión	(1)	(0,0)	(1)	(0,0)	0	(23,3)
Pactos de reventa (apoyos transitorios de liquidez)	2.529	3,3	4.086	4,3	1.557	61,6
Cuentas por cobrar	31	0,0	55	0,1	23	74,3
Otros activos netos	3.692	4,9	3.776	4,0	84	2,3
Pasivo y patrimonio	75.978	100,0	94.738	100,0	18.760	24,7
Pasivo	70.263	92,5	84.262	88,9	13.999	19,9
Pasivos en M/E que afectan las reservas internacionales	13	0,0	13	0,0	(1)	(4,4)
Base monetaria	56.463	74,3	65.093	68,7	8.630	15,3
Efectivo	34.699	45,7	39.566	41,8	4.867	14,0
Reserva	21.764	28,6	25.527	26,9	3.763	17,3
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	647	0,9	186	0,2	(460)	(71,2)
Depósitos por endeudamiento externo e inversión de portafolio de capital del exterior	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Otros depósitos	63	0,1	197	0,2	133	210,5
Gobierno nacional (DGCPTN) M/N	6.353	8,4	4.382	4,6	(1.971)	(31,0)
Gobierno Nacional (DGCPTN) M/E	491	0,6	140	0,1	(351)	(71,5)
Depósitos remunerados de control monetario	2.041	2,7	9.984	10,5	7.943	389,1
Obligaciones con organismos internacionales	3.565	4,7	3.708	3,9	144	4,0
Otros	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Cuentas por pagar	56	0,1	179	0,2	123	218,7
Otros pasivos	571	0,8	380	0,4	(191)	(33,5)
Patrimonio total	5.715	7,5	10.476	11,1	4.761	83,3
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Reservas estatutarias	2.384	3,1	2.276	2,4	(108)	(4,5)

Cuadro 10 (continuación)  
Balance del Banco de la República clasificado por criterio económico (resultados de diciembre de 2012 a diciembre de 2013)  
(miles de millones de pesos)

Cuentas	Diciembre de 2012		Diciembre de 2013		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Superávit	3.658	4,8	9.895	10,4	6.237	170,5
Liquidación cuentas especiales de cambios (CEC)	453	0,6	453	0,5	0	0,0
Ajuste cambiario 1993 en adelante y superávit	1.759	2,3	7.928	8,4	6.169	350,8
Otros	143	0,2	150	0,2	7	4,7
Valorizaciones de bienes y donaciones	1.303	1,7	1.364	1,4	61	4,7
Resultados	(341)	(0,4)	(1.708)	(1,8)	(1.368)	401,7
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	(341)	(0,4)	(1.708)	(1,8)	(1.368)	401,7

Fuente: Banco de la República.

por precios de mercado y el diferencial cambiario que produjeron una disminución del saldo de las reservas por \$1.471 mm, y ii) la disminución de los depósitos en moneda extranjera de la DGCPTN en el Banco de la República por \$351 mm, entre otros.

*Portafolio de inversiones en moneda nacional:* su saldo valorado a precios de mercado fue de \$130 mm en diciembre de 2013, inferior en \$769 mm con respecto al cierre del año anterior. Esta disminución es el resultado de vencimientos del portafolio de TES en poder del Banco por \$1.016 mm y de ventas netas de estos títulos por \$21 mm. Esto se compensó parcialmente por el traslado de TES por parte del Gobierno al Banco de la República por \$239 mm y por la valoración a precios de mercado de su portafolio por \$29 mm.

*Operaciones repo utilizadas para otorgar liquidez transitoria:* presentaron un saldo de \$4.086 mm al finalizar diciembre de 2013, lo que significó un incremento de \$1.557 mm con respecto al cierre de 2012.

## 2. Pasivo

Al 31 de diciembre de 2013 el saldo de los pasivos fue de \$84.262 mm, superior en \$13.999 mm (19,9%) al registrado al finalizar el año 2012. A continuación se presentan las principales fuentes de variación:

- *Base monetaria:* el 31 de diciembre de 2013 el saldo de la base monetaria ascendió a \$65.093 mm, superior en \$8.630 mm (15,3%) al registrado al cierre de 2012.
- *Los depósitos en pesos del gobierno nacional,* constituidos mediante la DGCPTN en el Banco de la República, tuvieron un saldo de \$4.382 mm al cierre de 2013. Este monto es inferior en \$1.971 mm (31,0%) al registrado en diciembre de 2012.
- *Los depósitos remunerados de control monetario,* constituidos desde el año 2012, alcanzaron un saldo de \$9.984 mm al cierre de diciembre de 2013, superior en \$7.943 mm (389,1%) a los registrados un año antes. Este incremento se explica en

particular por colocaciones de TES de control monetario por \$13.658 mm compensadas parcialmente con vencimientos de \$5.953 mm.

### 3. Patrimonio

El patrimonio ascendió a \$10.476 mm en diciembre de 2013, presentando un aumento de \$4.761 mm (83,3%) con respecto a la cifra observada en el cierre de 2012. Este incremento se explica principalmente por la variación de la cuenta de ajuste de cambio, la cual aumentó en \$6.169 mm (350,8%) como resultado de la depreciación del peso con respecto al dólar. Esto se compensó de manera parcial por la pérdida del ejercicio por \$1.708 mm, superior en \$1.368 mm a la registrada en 2012, y por la reducción de las reservas estatutarias por \$108 mm.

#### C. Proyección de ingresos y gastos para el año 2014

Para 2014 se estima un resultado operacional negativo de \$728,6 mm, producto de ingresos por \$793,9 mm y de egresos por \$1.522,5 mm (Cuadro 11).

Se proyecta que durante 2014 las tasas de interés externas continuarán en niveles bajos y se supone que las tasas de cambio de las monedas en que se invierten las reservas y el precio internacional del oro se mantendrán en los niveles promedio observados en febrero. Cabe anotar que el retorno del portafolio de reservas puede verse afectado si el comportamiento de estas variables difiere frente a estos supuestos, afectando el estado de resultados.

Se estima que los ingresos ascenderán a \$793,9 mm, con un incremento anual de \$885,7 mm. Los principales rubros son los siguientes:

- Los rendimientos de las reservas internacionales se estiman en \$281,1 mm, superiores en \$940,7 mm frente a los observados el año anterior. Se proyecta que la rentabilidad promedio del portafolio de reservas sea de 0,26%. Este resultado

incorpora: i) causación de intereses y valorizaciones por \$437,6 mm, dentro de los cuales se incluyen \$59,8 mm por valorización de las inversiones en oro, y ii) pérdida por diferencial cambiario por \$156,6 mm<sup>66</sup>.

- El ingreso por las operaciones de liquidez mediante repos se estima en \$54,4 mm, inferior en \$76,5 mm (58,5%) frente a 2013. Esta reducción obedece a la menor tasa de interés promedio del Banco de la República<sup>67</sup> y al menor volumen de las operaciones repo.
- Se estima que la circulación de moneda metálica generará ingresos por \$153,5 mm, niveles similares a los observados en 2013<sup>68</sup>.
- Las comisiones recibidas por el Banco se estiman en \$129,9 mm, con un incremento anual de 12,2%, principalmente por la administración de los TES y del Fondo de Ahorro y Estabilización (FAE).

En 2014 los egresos se estiman en \$1.522,5 mm, con una reducción de \$94,0 mm (5,8% anual), así:

- Se proyecta que la remuneración a los depósitos de la DGCPN en el Banco ascenderá a \$329,8 mm, con una reducción anual de 18,9%. Este resultado es producto del menor saldo promedio esperado de estos depósitos y de una menor tasa de interés<sup>69</sup>.

<sup>66</sup>Las pérdidas por el diferencial cambiario se originan en particular por la devaluación del dólar canadiense (3,8%) y de la corona sueca (1,1%) frente al dólar estadounidense.

<sup>67</sup>La tasa de interés promedio estimada para 2014 considera la actual tasa de interés de referencia (3,25% efectivo anual [e. a.]) frente a 3,45% e. a. de 2013.

<sup>68</sup>De acuerdo con los Estatutos del Banco, este ingreso corresponde al valor facial de la moneda metálica puesta en circulación.

<sup>69</sup>Los volúmenes promedio diarios proyectados para 2014 son de \$10.337 mm frente a \$11.722 mm en 2013. La tasa proyectada para 2014 es 3,24% e. a. frente a 3,53% e. a. en 2013.

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

	Ejecutado 2013	Proyectado 2014	Variaciones anuales	
			Porcentua- les	Absolutas
1. Ingresos del P y G	(91,8)	793,9	-	885,7
A. Ingresos monetarios	(239,1)	600,5	-	839,6
1. Intereses y rendimientos	(500,1)	336,8	-	836,8
Reservas internacionales	(659,6)	281,1	-	940,7
Rendimientos y valoraciones	(143,2)	437,6	-	580,8
Diferencial cambiario	(516,5)	(156,6)	(69,7)	359,9
Operaciones de liquidez	130,9	54,4	(58,5)	(76,5)
Valorización de TES	28,5	1,3	(95,3)	(27,2)
Otros intereses	0,2	0,0	(95,0)	(0,2)
2. Diferencias en cambio	104,6	107,4	2,7	2,8
3. Moneda metálica	152,4	153,5	0,7	1,0
4. Otros	3,9	2,8	(27,3)	(1,1)
B. Ingresos corporativos	147,3	193,4	31,3	46,1
1. Comisiones	115,7	129,9	12,2	14,2
Servicios bancarios	52,6	59,8	13,7	7,2
Negocios fiduciarios	63,1	70,1	11,0	7,0
2. Otros	31,6	63,5	101,3	31,9
2. Egresos del P y G	1.616,5	1.522,5	(5,8)	(94,0)
A. Egresos monetarios	990,5	957,6	(3,3)	(33,0)
1. Intereses y rendimientos	811,2	714,6	(11,9)	(96,6)
Remuneración a las cuentas de la DGCPTN	406,5	329,8	(18,9)	(76,6)
Depósitos remunerados de control monetario (DRCM)	343,8	300,1	(12,7)	(43,7)
Comisión de compromiso flexible con el FMI	23,1	27,7	20,0	4,6
Gastos en administración de las reservas internacionales	19,4	31,1	60,7	11,8
Gastos en operación de contracción monetaria	18,5	25,8	39,9	7,4
2. Diferencias en cambio	40,0	42,1	5,2	2,1
3. Costo de emisión y distribución de especies monetarias	139,2	200,9	44,4	61,7
4. Otros	0,2	0,0	(100,0)	(0,2)
B. Egresos corporativos	398,1	439,1	10,3	41,0
1. Gastos de personal	258,8	279,9	8,1	21,1
2. Gastos generales	57,8	63,5	9,8	5,7
3. Recuperación del IVA descontable (CR)	(2,7)	(2,4)	(9,6)	0,3
4. Impuestos	8,0	9,3	17,1	1,4
5. Seguros	6,0	7,1	17,9	1,1
6. Contribuciones y afiliaciones	6,0	6,5	8,9	0,5
7. Gastos culturales	9,4	9,8	4,7	0,4
8. Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros (incluye diferido del software)	54,9	65,5	19,3	10,6
C. Gastos de pensionados	227,8	125,8	(44,8)	(102,0)
3. Resultado operacional (1 - 2)	(1.708,3)	(728,6)	-	979,7

Fuente: Banco de la República.

- Se estima que la remuneración a los depósitos de control monetario constituidos con los recursos provenientes de la colocación de TES para regular la liquidez de la economía ascenderá a \$300,1 mm, con una reducción de \$43,7 mm frente a 2013<sup>70</sup>.
- Los costos por la emisión y distribución de especies monetarias se calculan en \$200,9 mm, con una variación anual de 44,4% (\$61,7 mm), resultado del programa de emisión y de la inclusión de recursos para la campaña de divulgación del proyecto de Ley del Nuevo Peso, en caso de que sea aprobado por el Congreso de la República.
- Los egresos corporativos se proyectan en \$439,1 mm, de los cuales \$279,9 mm corresponden a gastos de personal y \$63,5 mm a gastos generales.
- Los gastos de personal se estiman con un aumento anual de 5,0% real, explicado por el incremento salarial según la convención colectiva vigente, el efecto estadístico por la concentración de ingresos de personal en el último trimestre de 2013, y el aumento de la planta para el desarrollo de proyectos informáticos para apoyar la prestación de servicios y para el fortalecimiento de procesos<sup>71</sup>.
- En cuanto a los gastos generales, se estiman en \$63,5 mm, con un aumento anual de 6,6% real. El incremento estimado para 2014 se explica, principalmente, por gastos adicionales asociados con el mantenimiento de equipos de infraestructura eléctrica, sistemas de aire acondicionado, de tecnología y del área de tesorería; a la puesta en funcionamiento del museo Casa de la Aduana en Santa Marta, y por la alta participación de contratos que se ajustan de acuerdo con el incremento del salario mínimo<sup>72</sup>, incluyendo los contratos de aprendizaje del SENA<sup>73</sup>.
- Otros gastos corporativos, tales como impuestos, seguros, depreciaciones, provisiones y amortizaciones, IVA descontable, contribuciones y afiliaciones, se estiman en \$85,9 mm, con un crecimiento real de 15,7%.
- Por último, se estima que el gasto neto de pensiones de jubilación ascenderá a \$125,8 mm, con una reducción anual de \$102,0 mm, resultado de los mayores ingresos proyectados por el rendimiento del portafolio constituido con recursos del pasivo pensional frente al año anterior. ⑧

<sup>70</sup>El saldo promedio diario de estos depósitos en 2013 fue de \$7.682 mm y se estima para 2014 un promedio diario de \$6.537 mm, proyección que contempla las colocaciones anunciadas.

<sup>71</sup>Proyectos informáticos asociados con la modernización y fortalecimiento de procesos de las subgerencias de Sistemas de Pagos y de Operación Bancaria, Industrial y de Tesorería, de las áreas de información económica y de gestión administrativa.

<sup>72</sup>Contratos de vigilancia, aseo y cafetería, estudiantes en práctica, temporales, y los *outsourcing*, tales como los servicios informáticos, generales, fotocopiado, microfilmación, atención de depósitos y mesones en la Biblioteca Luis Ángel Arango, entre otros.

<sup>73</sup>A partir del 1.º de febrero de 2014, la remuneración de los contratos de aprendizaje que se encuentran en etapa de práctica pasó de 75% a 100% del salario mínimo legal vigente, de acuerdo con la Ley 789 de 2002.

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

La Ley 1484 del 12 de diciembre de 2011 autorizó la incorporación del Banco de la República como accionista del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por su sigla en inglés<sup>1</sup>). De acuerdo con la autorización conferida, el Banco suscribió 3.000 acciones del BIS por un valor de 65.712.000 derechos especiales de giro (DEG)<sup>2</sup>, las cuales se mantienen registradas a su costo de adquisición en DEG en el rubro “aportes en organismos y entidades internacionales”. En 2013 por concepto de dividendos el Banco recibió US\$1.422.346,65, lo cual equivale a una rentabilidad anual del 1,4%<sup>3</sup>.

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

La incorporación del Banco de la República al BIS ha permitido su participación en el Consejo Consultivo para las Américas (CCA), el cual está conformado por los gobernadores de los bancos centrales del continente americano miembros del BIS<sup>4</sup>. Dentro de sus actividades, el CCA orienta trabajos de investigación en temas de interés para la región. Durante el último año el Banco participó en un nuevo proyecto que buscó incluir consideraciones de estabilidad financiera en los modelos de política monetaria de los bancos centrales.

En enero de 2014 la Junta Directiva del BIS nombró al gerente general del Banco de la República, José Darío Uribe, como presidente del CCA para un período de dos años. Adicionalmente, el Superintendente Financiero de Colombia es miembro del Consejo de Estabilidad Financiera para las Américas del BIS, ente consultivo regional que coordina el trabajo de las autoridades financieras nacionales y de los organismos de regulación internacionales en el desarrollo de políticas para mejorar la estabilidad financiera.

<sup>1</sup> Bank for International Settlements.

<sup>2</sup> Equivalente a US\$100.978.710.

<sup>3</sup> La Asamblea General del BIS aprobó el pago de un dividendo de 315 DEG por acción. La rentabilidad corresponde a la razón entre el dividendo recibido y el precio de suscripción por acción (21.904 DEG).

<sup>4</sup> Argentina, Brasil, Canadá, Chile, Colombia, Estados Unidos, México y Perú.