

Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República

Durante 2012 la economía global continuó desacelerándose, en particular debido a la crisis de la zona del euro y a la lenta recuperación en los Estados Unidos. Las economías de los países emergentes siguieron siendo el motor del crecimiento global. Para 2013, a pesar de los síntomas positivos a comienzos de año, todavía subsisten importantes riesgos y retos por resolver, que exigen cautela en los pronósticos de crecimiento. En 2012 la producción colombiana creció 4,0%, desacelerándose de manera significativa después del 6,6% alcanzado en 2011, especialmente durante el segundo semestre, debido al menor dinamismo de la inversión y de las exportaciones netas. Lo anterior, junto con unas buenas condiciones climáticas y la ausencia de presiones de costos, redujo la inflación de manera importante, llegando a 2,44% a finales de 2012. Esta tendencia ha continuado y en febrero se ubicó en 1,83%.

De esta manera, la Junta Directiva del Banco de la República decidió disminuir su tasa de intervención de manera gradual desde 5,25% en julio de 2012 a 3,25% en marzo de 2013.

En el año 2012 la economía global continuó afectada por la lenta expansión de los países desarrollados, lo cual indujo una nueva desaceleración en la actividad económica mundial. Según estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), el crecimiento global en 2012 fue de 3,2%, inferior al 3,9% de 2011. Sin embargo, ha disminuido el ambiente de nerviosismo de los mercados mundiales ante la amenaza de un recrudecimiento de la crisis europea. Esto se reflejó en la recuperación de las bolsas mundiales a partir del segundo semestre del año pasado, y en un buen comienzo de 2013 que, de mantenerse, podría empezar a sanear los efectos negativos de la crisis.

La disminución de las tensiones financieras durante la segunda mitad de 2012 obedeció a decisiones adoptadas por las autoridades europeas y organismos

multilaterales como el FMI, que profundizaron el apoyo a los países de la zona del euro en mayores dificultades; diseñaron mecanismos de integración financiera, e hicieron acuerdos de mayor coordinación y disciplina fiscal. En el caso de los Estados Unidos, el buen crecimiento durante el tercer trimestre (3,1% trimestre anualizado [t. a.]), los signos de recuperación de su mercado inmobiliario y el compromiso de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) de ofrecer nuevos estímulos monetarios hasta lograr reducciones de la tasa de desempleo, contribuyeron igualmente a la tranquilidad de los mercados financieros.

En 2012 las economías emergentes continuaron siendo el motor de crecimiento mundial, como lo vienen haciendo en tiempos recientes. En el caso de Asia sobresalió el buen desempeño de China, al alcanzar una expansión anual de 7,8%, con lo cual se disiparon los temores de una fuerte desaceleración de esta economía. Por su parte, América Latina también logró un resultado positivo, donde se destacaron las economías de Chile y Perú, con crecimientos cercanos al 6% anual. Igualmente, Venezuela y Ecuador alcanzaron expansiones satisfactorias gracias al mayor gasto gubernamental en períodos de contienda electoral. México y Colombia tuvieron un dinamismo moderado, en tanto que Brasil empezó a mostrar señales de recuperación hacia finales del año, aunque todavía con un nivel de actividad muy bajo.

A pesar de los síntomas positivos en el comportamiento de la economía mundial, al comenzar el presente año, subsisten importantes riesgos y retos por resolver que exigen cautela en los pronósticos para 2013. Es así como, el FMI proyecta un crecimiento global para este año de 3,5%, ligeramente superior al 3,2% que se estima para 2012. Otros analistas son menos optimistas, como por ejemplo: Bloomberg (2,4%); el Instituto de Finanzas Internacionales (2,7%); Focus Economics (2,8%); Roubini (2,9%).

Entre los factores que impiden esperar un mejor desempeño de la economía mundial se destaca el elevado grado de incertidumbre

que subsiste sobre la zona del euro, ante la grave situación fiscal que continúa afectando los países de la periferia de dicha región. Este ambiente está afectando a Francia y Alemania, las cuales durante el último trimestre de 2012 tuvieron crecimientos de -1,2% (t. a.) y -2,4% (t. a.), respectivamente. El reto para estas economías consiste en encontrar la forma de expandirse sin relajar los esfuerzos fiscales. Algo similar ocurre en el caso de los Estados Unidos, donde compromisos legales previamente establecidos exigían llevar a cabo un ambicioso ajuste fiscal al comenzar 2013, lo que hubiera tenido un fuerte efecto recesivo sobre ese país. Aunque esta situación, conocida como el "abismo fiscal", se logró superar parcialmente, algunos recortes en el gasto público se hicieron efectivos en marzo, y aún continúa la incertidumbre con respecto a las discusiones relacionadas con el manejo de la deuda pública. Todo esto está afectando la confianza de empresarios y consumidores, y con ello el desempeño de la economía estadounidense, la cual en el cuarto trimestre de 2012 se contrajo 0,14% (t. a.), luego del buen resultado que había mostrado en el tercero. En este contexto, el FMI y varios analistas pronostican para el presente año un crecimiento para los Estados Unidos levemente inferior al 2,2% observado el año anterior.

En este ambiente internacional, caracterizado por la incertidumbre y volatilidad, la economía colombiana alcanzó un crecimiento de su producto interno bruto (PIB) de 4,0% en el año 2012. Este resultado significó una desaceleración frente al 6,6% obtenido en 2011, e igualmente fue inferior al pronóstico del Banco de la República (que lo ubicaba en 5% a principios de 2012). Para entender este desempeño es importante subrayar que este pronóstico ya contemplaba cierta desaceleración frente a 2011. En parte, ello se esperaba como resultado de la propia política monetaria, que al haber juzgado como insostenibles la rápida expansión del gasto y del endeudamiento privado que se venía produciendo en 2011, había considerado prudente incrementar la tasa de interés de política de 3% en febrero de 2011 a

5,25% en febrero de 2012. A esto se agregaba el debilitamiento de la demanda mundial, con sus consecuencias previsibles sobre los términos de intercambio, los volúmenes de exportación y la confianza de los agentes económicos.

El comportamiento de la economía colombiana durante el primer semestre de 2012 se mantuvo en línea con el pronóstico, al alcanzar crecimientos del PIB de 5,3% y de 5,0% en el primer y segundo trimestres, respectivamente. La demanda interna (tanto en sus componentes de consumo como de inversión) fue el principal soporte de la actividad económica durante la primera mitad del año, mientras que la demanda externa se fue debilitando paulatinamente ante la desaceleración de la economía mundial. Por el lado de las ramas de actividad el desempeño fue muy heterogéneo. Sectores transables como la agricultura y la industria mostraron crecimientos bajos o estancamiento, la minería mantuvo su dinamismo, y otros sectores como comercio, transporte, servicios financieros y sociales se comportaron de forma similar al promedio de la economía. A diferencia de los demás sectores, la construcción mostró una dinámica muy inestable, al presentar una contracción de 0,5% en el primer trimestre y una expansión de 12,2% en el segundo, debido a la volatilidad en los resultados de edificaciones y obras civiles.

En contraste con el firme crecimiento del primer semestre de 2012, la actividad económica durante el segundo mostró una marcada desaceleración, con tasas para el tercer y cuarto trimestres de 2,7% y 3,1%, respectivamente. De esta forma (como se anotó), el PIB alcanzó una expansión de 4,0% para todo el año, inferior al 5% inicialmente previsto. Por el lado de la demanda, los factores que explicaron esta desaceleración se concentraron en la formación bruta de capital y en el menor aumento de las exportaciones netas, que ya venía observándose en el primer semestre. El consumo total continuó mostrando un dinamismo similar al registrado en la primera mitad del año, pero inferior al de 2011, como era previsible por el efecto rezagado de los incrementos en la tasa de interés. El bajo

desempeño de la formación bruta de capital obedeció principalmente a la contracción del rubro de equipo de transporte, en tanto que construcción de edificaciones y obras civiles mostraron desempeños inestables entre el tercer y cuarto trimestres. Por el lado de los sectores productivos, la industria manufacturera mantuvo su tendencia decreciente, mientras que los sectores de agricultura, comercio y transporte exhibieron crecimientos moderados. Por su parte, la minería tuvo un comportamiento significativamente inferior al del primer semestre, debido a problemas de orden público y dificultades de transporte, que afectaron la producción de carbón y petróleo. Finalmente, los establecimientos financieros y los servicios sociales lograron crecimientos satisfactorios, de alrededor de 5% —el presente informe presenta un recuento detallado de estos hechos—.

El menor crecimiento de la demanda interna durante el segundo semestre de 2012, el predominio de condiciones climáticas favorables, la ausencia de presiones de costos y las disminuciones o pocos ajustes de los precios internacionales crearon condiciones propicias para la reducción de la tasa de inflación. Fue así como entre diciembre de 2011 y septiembre de 2012 la inflación pasó de 3,73% a la meta de largo plazo (3%). Esta tendencia decreciente se acentuó en el cuarto trimestre, de tal manera que al concluir el año se registró una inflación de 2,44%, por debajo de los pronósticos del equipo técnico del Banco de la República y de los analistas del mercado. A comienzos del presente año continuaban presentándose nuevos descensos, con una inflación de 1,83% al finalizar febrero. Además de las causas señaladas, esta caída adicional de la inflación se explica por el impacto que la reforma tributaria tuvo por una sola vez en los precios. Esta iniciativa implicó modificaciones en las tarifas del impuesto al valor agregado (IVA) para un segmento importante de los bienes y servicios de la canasta del consumidor y una reducción de los impuestos a la gasolina. La menor inflación y la ausencia de presiones inflacionarias han generado un descenso de las expectativas,

las cuales durante los primeros meses de 2013 se ubicaban cerca del 3% a horizontes de un año. Para horizontes mayores (de dos, tres y cinco años) la inflación esperada está alrededor de 2,5%, según lo sugieren las estimaciones obtenidas a partir de las tasas de interés de los títulos TES.

Como es inherente al esquema de inflación objetivo, la política monetaria ha venido modificándose durante el último año de acuerdo con la postura contracíclica que le corresponde, para promover un crecimiento de la economía alrededor de su capacidad potencial y una inflación en su meta de largo plazo. En este contexto, las condiciones cambiantes de crecimiento e inflación descritas, la revisión de pronósticos y las variaciones en el comportamiento del crédito y demás variables financieras han exigido ajustes importantes de la tasa de interés de política. Como se describió en el *Informe al Congreso* de julio del año pasado, entre febrero de 2011 y febrero de 2012 la tasa de interés de política se aumentó progresivamente de 3% a 5,25%, pues la expansión de la demanda interna y el crédito durante ese período mostraban que la economía ya no requería el estímulo monetario suministrado durante la crisis, y que, por el contrario, mantenerlo amenazaba la estabilidad del crecimiento y el cumplimiento de la meta de inflación.

La desaceleración de la actividad económica y de la tasa de inflación anual observadas en el segundo semestre de 2012 indicaban, con elevada probabilidad, que la economía estaba empezando a operar por debajo de su capacidad productiva. La inflación y sus expectativas se situaron por debajo de la meta de 3%, en tanto que el crédito inició una fase de crecimiento moderado, principalmente de la cartera de consumo, cuyos ritmos de expansión habían llegado a ser motivo de preocupación. En este contexto, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió reducir la tasa de interés de intervención de manera gradual desde un nivel de 5,25% en julio de 2012 a 3,25% en marzo de 2013. La gradualidad de este proceso (25 puntos básicos [pb] en

cada decisión y 50 pb en la última), obedece a la incertidumbre sobre la naturaleza y duración de los choques que han determinado el comportamiento de los precios y del producto. Las reducciones en la tasa de interés de política se han venido transmitiendo progresivamente a las tasas de interés de crédito en todas sus modalidades.

Otra variable que la JDBR ha venido monitoreando con atención es el comportamiento de la tasa de desempleo. Las noticias en este frente han sido positivas. Durante el transcurso de 2012 esta continuó descendiendo, y al finalizar el año se ubicaba en 9,6% para el total nacional y 10,2% para las trece principales áreas metropolitanas, los niveles más bajos desde 2001. El desempeño del mercado laboral durante el año estuvo afectado por los cambios en el ritmo de crecimiento de la economía; por tal razón, en el segundo semestre de 2012 el aumento en el número de ocupados se desaceleró, haciendo que las reducciones de la tasa de desempleo fueran relativamente menores en ese período. Todos los sectores económicos contribuyeron positivamente al incremento del empleo, aunque la industria manufacturera, la construcción y el comercio redujeron su contribución a la generación de puestos de trabajo, debido a su pérdida de dinamismo frente a los resultados de 2011. Otro aspecto por destacar del mercado laboral en el año anterior fue la mejora en los indicadores de calidad del empleo, que se reflejó en los mayores ritmos de crecimiento del empleo asalariado con contrato indefinido, en comparación con el no asalariado y temporal. El crecimiento del número de trabajadores asalariados y de carácter permanente guarda estrecha relación con la confianza de los empresarios, y es la base para mantener un incremento sostenible del consumo.

En otro frente, el presente Informe examina las razones de la persistencia de un déficit de cuenta corriente alrededor de 3% del PIB durante los últimos años, lo que en términos macroeconómicos significa mantener un exceso de gasto sobre el ingreso de la economía. A esto ha contribuido una tasa de inversión que

ha crecido a un ritmo superior que el ahorro interno, lo cual ha requerido un uso creciente de recursos de inversión extranjera directa (IED), como fuente de financiación. Esta situación ha sido favorecida por menores primas de riesgo y un sector mineroenergético en expansión que ha estimulado la entrada de IED al país. Por su parte, las mejoras en el mercado laboral, los mayores índices de confianza de los consumidores y la disponibilidad de crédito abundante han estimulado el consumo de la economía, acentuando el exceso de gasto sobre el ingreso.

Muchos de los factores que originan el desequilibrio de la cuenta corriente inciden, a su vez, en la tendencia a la apreciación de la tasa de cambio, debido a que el entorno de menores primas de riesgo-país, la expansión del sector mineroenergético y los elevados términos de intercambio, en un contexto de amplia liquidez internacional, atraen capitales extranjeros hacia el país y generan una apreciación del peso colombiano. Sobre este último aspecto, el Informe señala que ciertos cambios de tendencia en 2012, como lo fueron la estabilización de los términos de intercambio, los menores crecimientos en la producción y en las exportaciones de petróleo, las caídas en los ingresos por remesas de trabajadores, el deterioro de la productividad de Colombia relativa a los Estados Unidos y la reducción de las tasas de interés de política, son coherentes con una tasa de cambio real menos apreciada. En la medida en que ello no se observe, aumenta el riesgo de liquidez internacional y se hace necesaria la mayor acumulación de reservas internacionales. En este contexto se explica que en el año 2012 la JDBR haya considerado oportuno acumular US\$4.844 millones, lo que constituye la mayor compra de dólares registrada en un año por el Banco de la República en el esquema de inflación objetivo. Adicionalmente, en la sesión del 28 de enero de 2013 la Junta Directiva decidió de nuevo incrementar el nivel promedio diario de compra de dólares, para de esta forma continuar mejorando los indicadores de reservas internacionales.

Las proyecciones de crecimiento para 2013 siguen dependiendo estrechamente de lo que suceda en el contexto internacional (especialmente en la zona del euro y en los Estados Unidos), y de la forma como esto afecte el desempeño de la economía colombiana. Mientras las medidas de ajuste económico sean efectivas en los países desarrollados, no se prevén riesgos de una fuerte contracción mundial, lo que en principio permite confiar en una expansión moderada de la demanda por nuestras exportaciones.

En el ámbito interno no se esperan grandes cambios en el comportamiento de los diferentes componentes de la demanda agregada, excepto para el caso de la inversión en obras civiles y la construcción de edificaciones, sobre las cuales se prevé un mayor dinamismo en el presente año. Esto permitiría lograr un crecimiento para 2013 similar al del año anterior, que estaría alrededor del 4,0%. En términos trimestrales, la dinámica económica deberá acelerarse a partir del segundo trimestre del año, cuando se superen algunos de los choques de oferta del año pasado y comienzos del presente. Asimismo, la política monetaria más expansiva que se adelanta desde julio de 2012 deberá empezar a rendir sus frutos en el transcurso del año, permitiendo una aceleración del gasto privado, tanto en consumo como en inversión.

Este Informe contiene cuatro capítulos. El primero hace un análisis del contexto internacional. El capítulo II examina los principales resultados de la economía colombiana en 2012 y sus perspectivas para 2013. El tercero analiza las reservas internacionales, sus políticas de administración y el desempeño de las inversiones. El último presenta la situación financiera del Banco de la República. Como es costumbre, el Informe incluye diversos recuadros que profundizan en el examen de temas especiales para una mejor comprensión de la economía colombiana, así como de la labor del Banco de la República.

I. Contexto internacional

Durante el segundo semestre de 2012 las medidas adoptadas por las autoridades europeas tranquilizaron los mercados financieros y redujeron la probabilidad de un desenvolvimiento crítico de la crisis de la región.

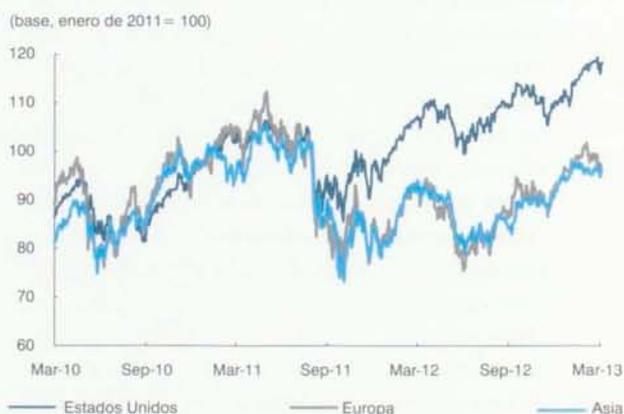
En 2012 el crecimiento de la economía global fue impulsado de nuevo por el dinamismo de los países emergentes. Para 2013 los analistas esperan que los países desarrollados crezcan a un ritmo moderado, que se presente alguna contracción del PIB en la zona del euro en los primeros meses del año, y que se dé una aceleración en las economías emergentes.

Como se mencionó en el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de julio de 2012, durante el primer semestre del año las tensiones financieras, políticas y económicas en la zona del euro incrementaron la incertidumbre sobre la evolución de la crisis en dicha región, principalmente por la débil situación de países como Grecia y España. En términos de crecimiento, la vulnerabilidad de la economía global se tradujo en una disminución de la actividad manufacturera y en los volúmenes de comercio internacional.

Para la segunda mitad de 2012 las decisiones adoptadas por las autoridades europeas y por otros organismos multilaterales, como el FMI, dieron tranquilidad a los mercados financieros globales (Gráfico 1) y redujeron la probabilidad de un desenvolvimiento crítico de la zona del euro en el corto plazo. A pesar del repunte en las condiciones financieras (Gráfico 2), la actividad real continuó deteriorándose en la región, tanto en los países de la periferia como en las economías fuertes.

Para el caso de los Estados Unidos, la actividad real sorprendió al alza en el tercer trimestre. Sin embargo, algunos factores internos, como la incertidumbre sobre el tema

Gráfico 1
Mercados financieros globales
(índices bursátiles)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 2
Depósitos bancarios en España



Fuente: Bloomberg.

fiscal, los recortes en el gasto público y el menor aporte del sector externo, afectaron el comportamiento de la economía en los últimos meses del año, situación que fue parcialmente contrarrestada por el consumo de los hogares y por la inversión.

Por su parte, los países emergentes continuaron impulsando la economía global,

aunque a un ritmo menor que en 2011. Particularmente, la expansión del PIB de China se aceleró en los últimos meses del año, hecho que habría ayudado a dinamizar la actividad real en los demás países de la región. Para el caso de América Latina, en 2012 la mayoría de economías creció a un ritmo favorable y cercano al promedio de la última década.

Así las cosas, según el FMI, el crecimiento global en 2012 fue de 3,2%, cifra que representa una desaceleración con respecto al año anterior, cuando la economía mundial se expandió 3,9%. Por grupos de países, el comportamiento del PIB estuvo liderado por las economías emergentes, las cuales habrían crecido 5,1%; mientras que las desarrolladas habrían continuado con una expansión débil, en esta ocasión de 1,3%.

A pesar de la desaceleración en la demanda global, los precios de algunos bienes básicos permanecieron en niveles elevados, afectados por choques particulares de oferta. Es así como en el caso del petróleo las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y el norte de África mantuvieron sus cotizaciones relativamente altas; mientras que las sequías en los Estados Unidos, junto con otros fenómenos climáticos, incrementaron los precios de algunos alimentos, como el trigo y los cereales. Para los últimos meses del año y las primeras semanas de 2013 el alza en los precios internacionales de los alimentos comenzó a revertirse, situación que estaría contribuyendo a la reducción de las presiones inflacionarias, especialmente en las economías emergentes. Sin embargo, el precio del petróleo ha permanecido en niveles relativamente altos, lo que podría contrarrestar las menores cotizaciones de los alimentos, particularmente en las economías importadoras de crudo.

Por último, vale la pena destacar el comportamiento de los mercados de divisas en los últimos meses de 2012, los cuales se vieron afectados por la evolución de las políticas monetarias expansivas implementadas por los bancos centrales de los países desarrollados. En este contexto, mientras las monedas de algunas economías avanzadas, como las de

Japón y el Reino Unido, se depreciaron (en relación con el dólar estadounidense), las de varias economías emergentes se apreciaron, en especial las de los países asiáticos y aquellos exportadores de bienes básicos.

A. Desempeño de los países desarrollados durante el segundo semestre de 2012

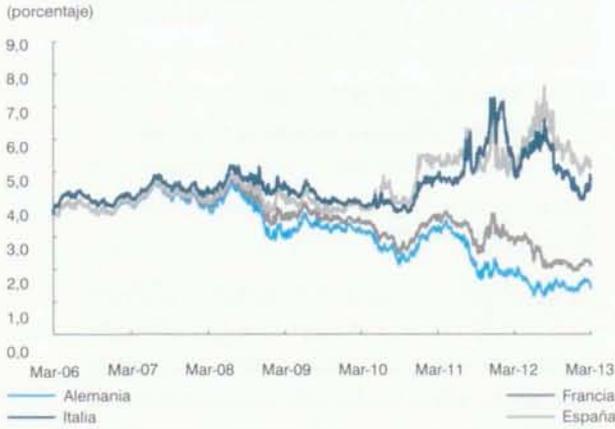
1. Zona del euro

Al igual que en semestres anteriores, la situación de la economía global ha estado altamente influenciada por la evolución de la crisis de la zona del euro, hecho que aún representa el principal riesgo para el desempeño mundial. Durante la segunda mitad de 2012 se dieron importantes avances en temas de integración financiera y apoyo a la zona del euro, que permitieron reducir las tensiones financieras en Europa y fueron bien aceptados, en general, por los mercados bursátiles. Lo anterior redujo la probabilidad de un desenvolvimiento crítico de la crisis de la región.

En septiembre de 2012 el Banco Central Europeo (BCE) anunció un programa de compra ilimitada de bonos de deuda pública para aquellos países que lo soliciten y que, como condición, se sometan a un plan de ajuste de sus cuentas fiscales. Previo a este anuncio, los costos de financiamiento se elevaron considerablemente en España e Italia, dada la mayor incertidumbre; sin embargo, el respaldo del BCE fue suficiente para mejorar las condiciones de los mercados de deuda pública de estos países, pese a que ninguno ha solicitado ayuda (Gráfico 3).

Asimismo, las autoridades europeas establecieron un calendario para la entrada en funcionamiento del mecanismo de supervisión bancaria, el cual permitiría la recapitalización directa de la banca comercial y estaría al tanto de la estabilidad financiera de los principales bancos de la región. De manera similar, se pactó un acuerdo sobre el crecimiento, que estaría apoyado especialmente en la inversión en infraestructura. A su vez,

Gráfico 3
Tasas de interés de los títulos de deuda pública para algunas economías europeas



Fuente: Bloomberg.

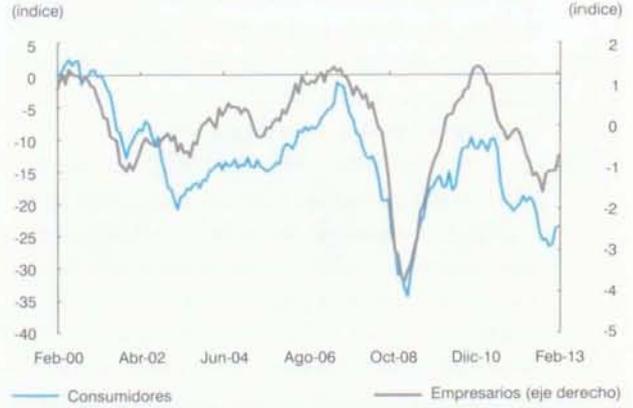
el mecanismo europeo de estabilidad, que funciona como un fondo permanente de asistencia financiera, entró en vigor en octubre de 2012 y daría un mayor respaldo que el fondo transitorio anterior.

Por su parte, el gobierno español recibió un tramo de ayuda para recapitalizar su banca comercial y estabilizar la situación financiera del país. Aunque el préstamo afecta las cuentas fiscales, estos desembolsos no se han tenido en cuenta para evaluar el cumplimiento de la meta fiscal para 2012. Lo anterior ha ayudado a mejorar las condiciones financieras de dicho país, al punto que los flujos de capitales se han revertido en los últimos meses.

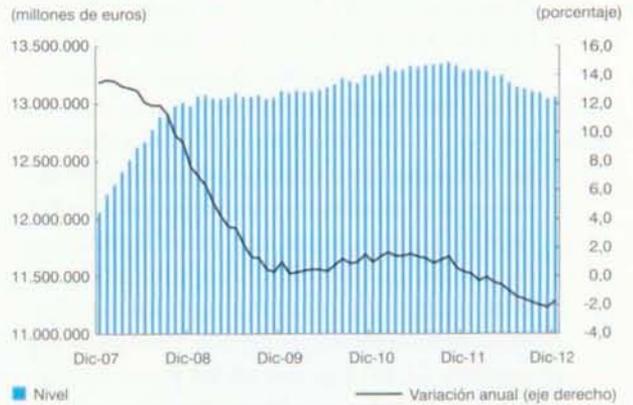
A pesar de las medidas implementadas, tanto los indicadores de actividad real de la zona del euro, como los índices de confianza de empresarios y consumidores, permanecieron deteriorados en 2012 (aunque no en los niveles críticos de 2008-2009) (Gráfico 4). De manera similar, la mejora en las condiciones financieras de la región no se tradujo en una recuperación del canal del crédito, por lo que la situación económica continuó débil. Así las cosas, el PIB se contrajo nuevamente en 2012 debido a la menor expansión de los países fuertes de la región y a la recesión prolongada

Gráfico 4

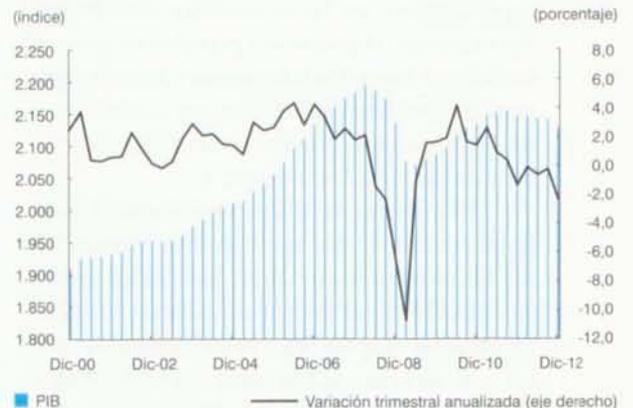
A. Índices de confianza de la zona del euro



B. Crecimiento anual del crédito al sector privado en la zona del euro



C. PIB real de la zona del euro



Fuentes: Bloomberg y Banco Central Europeo.

de las economías de la periferia. En este sentido, el crecimiento de la zona del euro fue de -0,5% en 2012, cifra que representa un deterioro marcado con respecto a 2011, cuando la economía se expandió un 1,2%.

Por países, entre 2011 y 2012 la expansión del PIB en Alemania y Francia se desaceleró, pasando de 3,1% a 0,7% en el primer caso, y de 1,7% a 0% en el segundo. Estas cifras evidencian una mayor transmisión de la crisis de las economías de la periferia a los países fuertes de la región, cuyo crecimiento en 2012 no fue suficiente para evitar una contracción

del PIB en la zona. Para el caso de España e Italia la recesión se acentuó, pues mientras en 2011 presentaron una modesta expansión del 0,4% (en los dos casos), en 2012 su crecimiento fue de -1,4% y -2,4%, respectivamente.

Es importante notar que los indicadores de actividad real para los últimos meses del año no presentaron un cambio de tendencia, por el contrario, confirmaron las caídas que venían mostrando. Es así como las ventas al por menor y la producción industrial se contrajeron tanto en términos anuales como mensuales en noviembre y diciembre (Gráfico 5). Lo anterior estaría señalando que el débil desempeño de la economía podría prolongarse durante la primera parte de 2013. Asimismo, cabe mencionar que el deterioro de la actividad real en las economías de la periferia continuó afectando sus mercados laborales, cuyas tasas de desempleo se mantuvieron en máximos históricos (Gráfico 6).

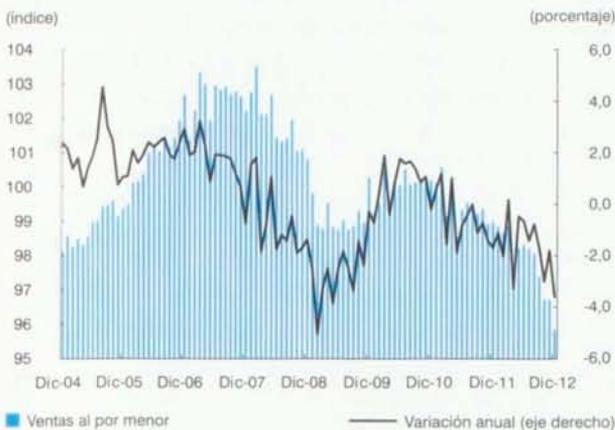
Información preliminar para lo corrido de 2013 señala que las actividades de manufacturas y servicios estarían disminuyendo su ritmo de contracción, al tiempo que la confianza de empresarios y consumidores habría empezado a recuperarse, dado el mejor comportamiento de Alemania. Pese a ello, la situación de Francia y otras economías es preocupante

Gráfico 5

A. Índice de producción industrial de la zona del euro

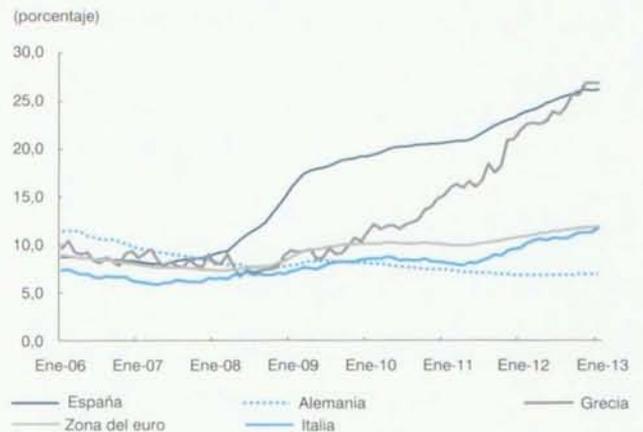


B. Ventas al por menor de la zona del euro



Fuente: Datastream.

Gráfico 6
Mercado laboral en la zona del euro
(tasa de desempleo)



Fuente: Bloomberg.

debido al bajo dinamismo de sus indicadores internos. En este contexto, algunas medidas de actividad real estarían mostrando señales positivas, aunque a un ritmo más lento que el esperado por los analistas y las mismas autoridades europeas.

2. Estados Unidos

En los Estados Unidos la información sobre la actividad económica para el segundo semestre del año mostró resultados dispares; en especial, por el comportamiento del gasto público y del sector externo. Por ejemplo, en el tercer trimestre de 2012 el crecimiento del PIB sorprendió al alza (3,1% [t. a.]) debido a la mayor expansión de la inversión, tanto residencial como en inventarios, y al aporte positivo del gasto del gobierno. Por el contrario, entre octubre y diciembre la producción se desaceleró fuertemente (0,1% [t. a.]) como consecuencia de la disminución en el gasto público y la caída en las exportaciones, que fueron afectadas por la debilidad de la demanda externa y por el impacto negativo del huracán Sandy. En relación con los indicadores de demanda interna, en el último trimestre del año el consumo de los hogares continuó expandiéndose a un

ritmo modesto, mientras que la inversión fue el indicador de mayor dinamismo.

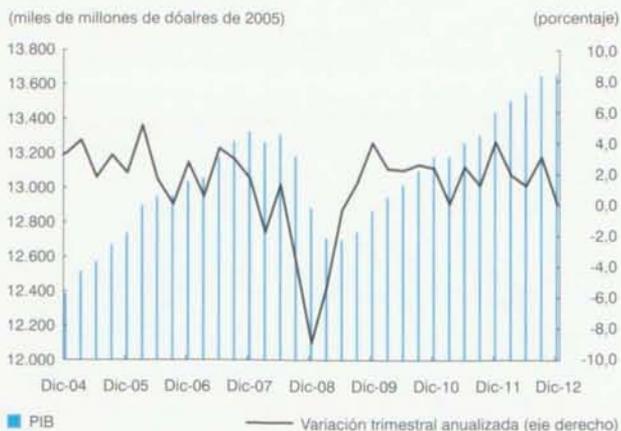
Así las cosas, la economía estadounidense creció 2,2% en el año completo, cifra que representa una ligera aceleración con respecto a 2011, cuando se expandió 1,8% (Gráfico 7). Es importante notar que la principal fuente de crecimiento en 2012 fue la inversión (en la mayoría de sus componentes), pues el dinamismo del gasto de los hogares se moderó.

El mejor comportamiento de la inversión estuvo, en parte, ligado a la recuperación del mercado inmobiliario, el cual empezó a evidenciar señales positivas, tanto en cantidades como en precios (Gráfico 8). Debido al bajo nivel en el que se encuentra, el aporte directo de dicho sector al crecimiento del PIB es poco; sin embargo, su dinámica tiene un efecto positivo sobre el balance de los hogares, las expectativas de los agentes y el crecimiento del empleo.

Con el fin de dinamizar el mercado laboral, en septiembre la Fed anunció una nueva ronda de estímulo monetario (QE3), esta vez condicionada a la evolución de la tasa de desempleo y al comportamiento de otras variables como la inflación. A su vez, se comprometió a mantener las tasas de interés bajas hasta 2015 si la economía no muestra señales claras de recuperación. En este contexto, el crecimiento positivo de la industria y los servicios, junto con las medidas de estímulo de la Fed, estarían contribuyendo a mejorar marginalmente las condiciones del mercado laboral, el cual, en los últimos meses se ha caracterizado por una lenta disminución en la tasa de desempleo y un incremento positivo (aunque bajo) en el número de trabajadores.

Por su parte, es importante mencionar que en los últimos meses del año las discusiones sobre el tema fiscal incrementaron la incertidumbre en los mercados financieros y afectaron negativamente la confianza de los hogares (Gráfico 9). En los primeros días de enero de 2013 el Congreso de los Estados Unidos evitó parcialmente que la economía enfrentara el llamado “abismo fiscal”, el cual implicaba fuertes recortes de gasto y aumentos

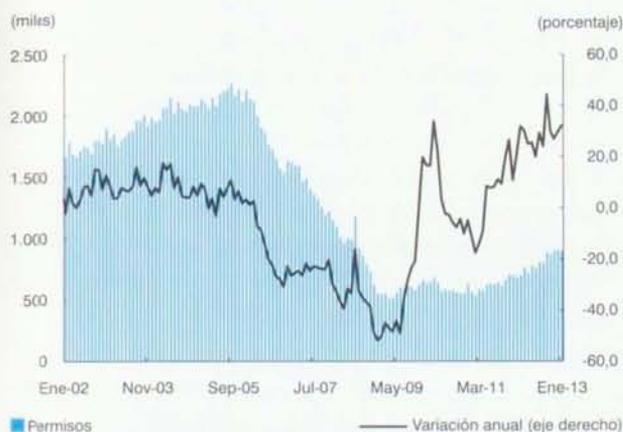
Gráfico 7
PIB real de los Estados Unidos



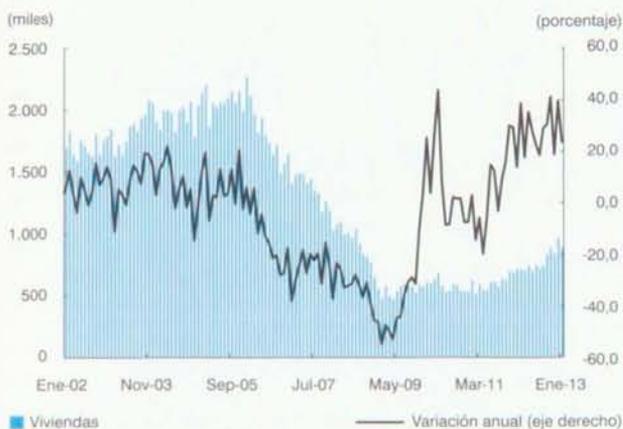
Fuente: Bureau of Economic Analysis.

Gráfico 8

A. Permisos de inicios de viviendas



B. Inicios de viviendas



Fuente: Bloomberg.

generalizados en la carga impositiva. El acuerdo al que se llegó establece un incremento de los impuestos a las personas con ingresos altos y la no renovación en las exenciones de nómina, al igual que la ampliación de los subsidios de desempleo, entre otros. Estas medidas, aunque implican una caída en el ingreso disponible de todos los hogares, tienen un efecto contractivo menor al que se hubiera presentado si demócratas y republicanos no hubieran alcanzado un acuerdo.

Pese a que algunos recortes en el gasto público, relacionados con seguridad social,

Gráfico 9

Índices de confianza del consumidor en los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

defensa y partidas federales, empezaron a hacerse efectivos en marzo, el dinamismo del sector privado ha contribuido a la expansión de la actividad real. Cabe notar que la incertidumbre fiscal continuaría durante el año, dado que las discusiones sobre el manejo de las cuentas fiscales no han terminado y a que la ampliación del límite de endeudamiento se trasladó a septiembre. Esta situación podría afectar nuevamente la confianza de empresarios y consumidores, al igual que las perspectivas de riesgo país por parte de las principales agencias calificadoras.

Finalmente, la información disponible para los primeros meses de 2013 muestra que las actividades de manufacturas y servicios han seguido expandiéndose, lo cual ha favorecido el comportamiento del mercado laboral. De igual forma, las ventas al por menor han crecido y la confianza de los consumidores se ha recuperado levemente. Esta situación estaría compensando de manera parcial el menor aporte del sector público y ha dado calma a los mercados financieros.

3. Otras economías desarrolladas

En cuanto a otras economías desarrolladas, como el Reino Unido, el crecimiento económico

retornó a terreno positivo en el tercer trimestre debido al impulso de los juegos olímpicos. No obstante, en los últimos meses del año la actividad real volvió a contraerse debido al deterioro de la demanda interna y al menor aporte de las exportaciones. Así las cosas, la expansión del PIB pasó de 0,9% en 2011 a -0,2% en 2012. Con el objetivo de estimular la economía, el Banco de Inglaterra mantuvo una política expansiva, con bajas tasas de interés y amplias inyecciones de liquidez. También implementó medidas que obligan a los bancos comerciales a prestar parte del dinero que reciben del banco central.

En Japón la actividad económica se debilitó en el segundo semestre del año, lo cual se reflejó en la contracción de la producción industrial y de las ventas al por menor. Pese a ello, el crecimiento del año fue positivo gracias a la mayor expansión del primer semestre de 2012, que estuvo asociada con la recuperación tras el tsunami de principios de 2011. Finalmente, al igual que en otras economías desarrolladas, el Banco Central de Japón continuó con una política monetaria expansiva y amplió la meta de inflación para los próximos años con el fin de afectar las expectativas de los agentes y revitalizar la economía. Cabe resaltar que la deflación en Japón ha sido un fenómeno endémico en las últimas décadas, pues este país se caracteriza por tener elevadas tasas de ahorro y tasas de interés internas muy bajas en comparación con las internacionales.

B. Desempeño de las economías emergentes durante el segundo semestre de 2012

1. Asia emergente

Durante el tercer trimestre de 2012 el crecimiento anual del PIB se desaceleró en la mayor parte de las economías emergentes de Asia debido al pobre dinamismo de la demanda externa. Sin embargo, en los últimos meses del año la actividad real repuntó gracias a la mayor expansión de la producción en China, país

que respondió positivamente a las medidas de estímulo implementadas por sus autoridades económicas.

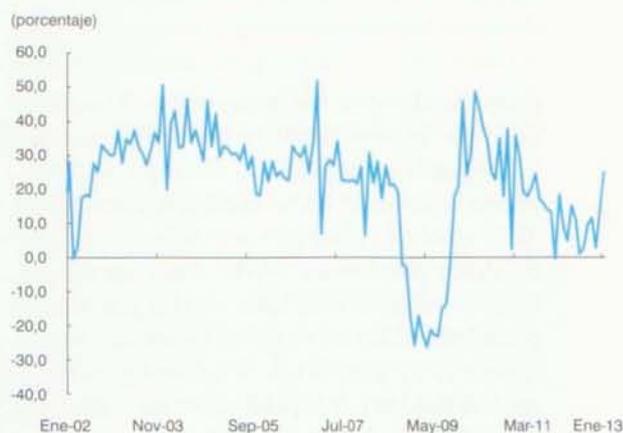
Con cifras al cuarto trimestre, el crecimiento anual del PIB chino fue de 7,9%, dato superior al registrado en el periodo julio-septiembre, cuando la economía creció 7,4%. El principal motor de la economía fue la inversión en activos fijos, cuya expansión anual fue de 20,6%. La actividad industrial, las ventas al por menor y las exportaciones se aceleraron en el cuarto trimestre del año (Gráfico 10). Con esta información, el crecimiento del PIB

Gráfico 10

A. Indicadores de actividad manufacturera de China



B. Variación anual de las exportaciones nominales de China



Fuente: Bloomberg.

en 2012 fue 7,8%, dato que ayudó a disipar los temores de una desaceleración fuerte de la economía china en el mediano plazo.

Para el resto de países emergentes de Asia, como Corea del Sur, Singapur, Taiwán la información para el cuarto trimestre muestra que la expansión anual del PIB se aceleró, o se mantuvo (Gráfico 11). Pese ello, con respecto a 2011 el crecimiento del PIB disminuyó en todas las economías. Así las cosas, en 2012 la actividad económica en Corea del Sur, Indonesia, Singapur y Taiwán creció 2,0%, 6,2%, 1,2% y 1,3%, respectivamente.

Para el primer trimestre de 2013 las cifras sobre actividad real en China, aunque están afectadas por las celebraciones del año nuevo en dicho país, evidencian que la economía ha seguido expandiéndose; en especial, el sector externo ha recuperado rápidamente su dinamismo. En otras economías de la región, aunque la situación es menos clara, se espera que repunte gracias al mayor impulso de China.

2. América Latina

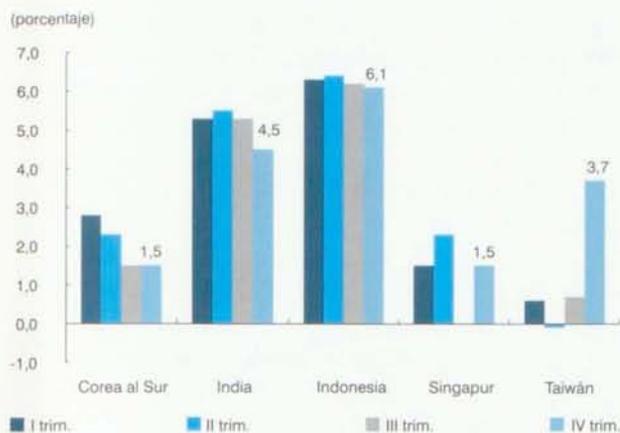
En América Latina el crecimiento del PIB del tercer trimestre de 2012 se mantuvo en un

ritmo favorable y cercano al promedio de la última década en Chile, México y Perú, mientras que en Brasil empezó a mostrar señales de recuperación, aunque todavía con una expansión muy baja (Gráfico 12). Otros países de la región, como Venezuela y Ecuador, tuvieron un desempeño satisfactorio, el cual fue posible gracias al mayor gasto gubernamental en período electoral.

En el cuarto trimestre el crecimiento de Chile y Perú se mantuvo en tasas elevadas, mientras que en Brasil la actividad real respondió positivamente a las medidas de estímulo, evidenciando que la recuperación de la economía continúa, aunque todavía en un nivel muy bajo. Por su parte, la economía mexicana mantuvo el ritmo de expansión del tercer trimestre. Cabe resaltar que en la mayoría de estos países, las exportaciones y la producción industrial fueron afectadas por la débil demanda externa.

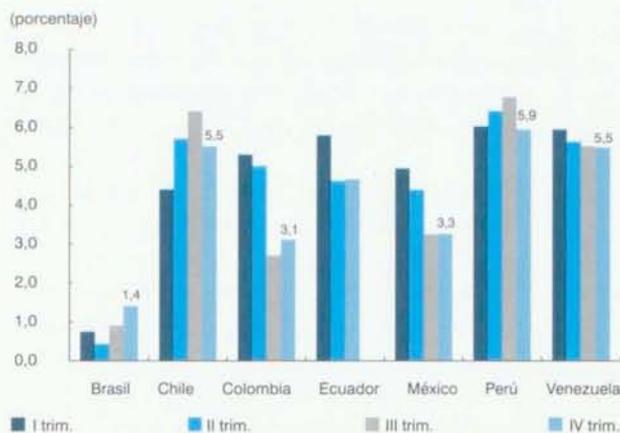
En términos de inflación, la variación en el nivel general de precios mantuvo una tendencia decreciente en la mayoría de economías de la región, situación que se explica por la apreciación generalizada de sus monedas y los menores precios de los alimentos. En cuanto a la política monetaria, los bancos centrales de Chile

Gráfico 11
Crecimiento anual real del PIB para algunas economías emergentes de Asia en 2012



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 12
Crecimiento anual real del PIB para algunas economías de América Latina en 2012



Fuente: Datastream.

y Perú mantuvieron sus tasas de interés de intervención inalteradas, dada la fortaleza de sus demandas internas; mientras que los de Brasil y Colombia las redujeron, en parte, para contrarrestar los efectos del débil panorama externo.

C. Proyecciones para 2013 y retos hacia futuro

En términos generales, los analistas prevén que el crecimiento de las economías desarrolladas en conjunto continúe siendo débil. Así, se espera que el PIB de la zona del euro caiga de nuevo, mientras que en los Estados Unidos se estima una desaceleración. En este sentido, la expansión del PIB mundial estaría impulsada principalmente por el dinamismo de las economías emergentes, lideradas por China y en alguna medida por América Latina.

Como lo indica el BCE, la recesión de la zona del euro se concentraría en la primera parte del año 2013. Para el segundo semestre se estima que las menores tensiones financieras, junto con la recuperación en la demanda externa, comiencen a tener un efecto positivo sobre la actividad real. Por su parte, en los Estados Unidos se espera que la incertidumbre se reduzca en el primer semestre del año y que las medidas fiscales tengan un efecto negativo sobre el crecimiento de la economía, lo que se traduciría en una expansión anual por debajo del 2%.

Por el lado de las economías emergentes, el crecimiento de China se aceleraría con respecto a 2012. Pese al nuevo gobierno, que incentivaría un cambio de modelo económico hacia uno de mayor consumo interno, los analistas han reconocido que la transición estaría siendo más lenta que lo esperado meses atrás, por lo que en el corto y mediano plazos la expansión de este país no se vería afectada de manera significativa. Para el caso de América Latina, se prevé que las medidas de estímulo y los planes de inversión en Brasil tengan un mayor efecto

sobre su actividad real en 2013; asimismo, se espera que otras economías de la región, como Chile y Perú, sigan expandiéndose a un ritmo cercano al promedio de la última década apoyadas en el dinamismo de su demanda interna y en alguna medida en la recuperación de las exportaciones.

En este contexto, el FMI, en su reciente informe de perspectivas globales, estima que el crecimiento mundial pasaría de 3,2% en 2012 a 3,5% en 2013. Por grupos de países, la expansión del PIB de las economías de mayores ingresos pasaría de 1,3% a 1,4%; este leve repunte se daría por la menor caída del PIB en la zona del euro y una recuperación en el Reino Unido y otras economías avanzadas. Por su parte, el crecimiento de los países emergentes y en desarrollo pasaría de 5,1% a 5,5%.

Cabe resaltar que el principal riesgo para la economía global continúa siendo el desenvolvimiento de la crisis europea, la cual podría agravarse por inconvenientes políticos o por un mayor detrimento de la actividad económica. De hecho, al momento de escribir este informe las autoridades europeas aprobaron un plan de rescate para Chipre (el cual había sido solicitado a finales de 2012), condicionado a que parte del dinero se recaude mediante nuevos impuestos a los mayores depositantes de la banca comercial. Aunque la medida soluciona los problemas de liquidez del sistema financiero chipriota, los impuestos al ahorro no fueron bien vistos por los analistas, pues esto generaría incertidumbre sobre la forma como serían manejadas las crisis bancarias a futuro. La situación actual de la isla evidencia que la zona del euro permanece vulnerable y que la crisis aún no ha sido superada.

Finalmente, otro riesgo a la baja, no despreciable, es la situación fiscal de los Estados Unidos, que podría incrementar la incertidumbre en los mercados financieros y afectar la confianza de consumidores e inversionistas.

II. La economía colombiana: resultados en 2012 y perspectivas para 2013

En 2012 la economía colombiana presentó una desaceleración en su crecimiento, explicado por una menor dinámica de la demanda interna, así como por una moderación de la expansión de las ventas externas del país. La información disponible para los primeros meses de 2013 indica que la economía seguiría creciendo por debajo de su potencial, al tiempo que las presiones inflacionarias estarían contenidas.

En este contexto, con el fin de estabilizar el nivel de producción cerca de la capacidad de la economía y garantizar la convergencia de la inflación a la meta de largo plazo (3%), la JDBR decidió reducir la tasa de interés de intervención desde un nivel de 5,25% en julio de 2012 a 3,25% en marzo de 2013.

A. Actividad económica

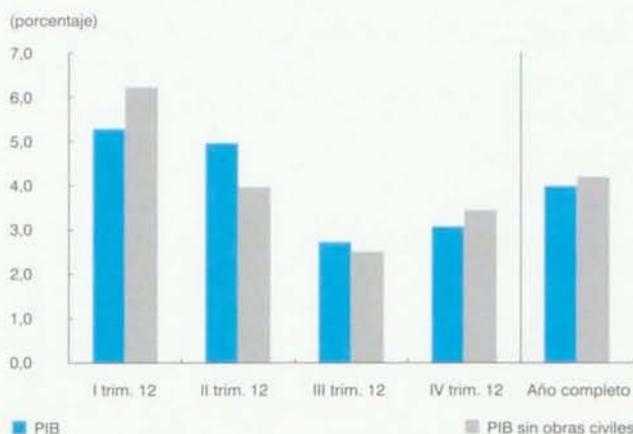
De acuerdo con el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), en 2012 el PIB colombiano se expandió a una tasa de 4,0% anual, lo que significó una desaceleración frente a lo registrado en 2011 (6,6%). La economía nacional mostró un buen desempeño durante el primer trimestre, sustentado principalmente por una demanda interna robusta. Sin embargo, a partir del segundo trimestre se empezaron a observar síntomas de debilitamiento, especialmente en la industria, atribuibles al lento crecimiento de la demanda externa, que se profundizaron en la segunda mitad del año por la presencia de diversos choques: por el lado de la demanda, en el rubro de inversión, en particular la destinada a equipo de transporte; y por el lado de la oferta, en el sector minero. Estos choques restaron dinamismo a la actividad económica durante dicho periodo.

Adicionalmente, la alta volatilidad que en 2012 mostraron los rubros de inversión en obras civiles y en construcción de edificaciones dificultó el pronóstico del PIB y generó gran incertidumbre en torno a la proyección central (véase Recuadro 1). Al respecto cabe señalar que el PIB sin el componente de obras civiles creció 4,2% en términos anuales (Gráfico 13).

En general, en 2012 el crecimiento del aparato productivo colombiano se caracterizó por una tendencia a la moderación, confirmando lo esperado en el anterior *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*. Sin embargo, la desaceleración fue mayor que la prevista un año atrás y estuvo concentrada especialmente en el segundo semestre. En particular, la demanda interna aumentó en todo el año 4,6%, tasa significativamente menor que la registrada en 2011 (8,2%), y con un segundo semestre creciendo tan solo 3,5%.

De todas maneras, el resultado final estuvo dentro del rango de pronóstico definido en esa oportunidad (de 4,0% a 6,0%). Asimismo, vale la pena señalar que en el anterior Informe, se mencionó que este rango de pronóstico y la senda central estaban siendo revisados a la baja.

Gráfico 13
PIB vs. PIB sin obras civiles en 2012
(crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

1. *Crecimiento del PIB por tipo de gasto en 2012*

En el año 2012 los grandes renglones del PIB por el lado de la demanda presentaron desaceleraciones en sus tasas de crecimiento anual (Cuadro 1). Tanto el consumo total como la formación bruta de capital aportaron, en menor medida, a la expansión de la demanda interna. Las exportaciones netas siguieron contribuyendo de manera negativa al crecimiento del PIB, aunque menos que lo observado en 2010 y 2011, lo que evidencia el menor dinamismo

de ambas cuentas de comercio exterior (mayor para el caso de las importaciones).

Dentro del consumo total, el del Gobierno se destacó por mostrar una tendencia sostenida y robusta, lo que en promedio significó una mayor tasa de crecimiento anual frente a lo registrado en 2011. Por el contrario, el consumo privado se desaceleró frente al año anterior y convergió hacia su tasa de crecimiento promedio histórica. Esta dinámica, que ya se había previsto en los anteriores informes, fue explicada, en parte, por las decisiones de política monetaria y por las mayores exigencias y

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

	2010 Año completo	2011 Año completo	2012				2012 Año completo
			I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	
Consumo total	5,1	5,4	5,3	4,0	4,2	4,1	4,4
Consumo de los hogares	5,0	5,9	5,7	3,7	3,9	4,0	4,3
Bienes no durables	3,2	3,6	5,1	2,0	2,4	1,9	2,8
Bienes semidurables	9,0	12,3	12,3	5,5	5,3	5,1	6,9
Bienes durables	21,6	19,8	(0,3)	1,9	0,9	15,6	4,4
Servicios	4,0	5,5	5,7	4,5	4,4	3,9	4,6
Consumo final del Gobierno	5,6	3,6	4,0	4,8	5,2	6,5	5,1
Formación bruta de capital	7,4	18,3	7,4	11,9	1,0	3,0	5,7
Formación bruta de capital fijo	4,9	18,7	7,2	12,3	1,6	3,4	6,0
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	6,7	7,6	4,5	2,3	0,9	0,9	2,1
Maquinaria y equipo	19,9	20,9	11,4	9,0	5,7	5,1	7,7
Equipo de transporte	2,9	57,9	17,5	14,4	(10,7)	(12,4)	0,7
Construcción y edificaciones	(0,7)	3,7	3,1	17,8	(11,1)	13,8	5,6
Obras civiles	0,8	22,8	(4,7)	8,6	5,8	(1,6)	2,2
Servicios	3,1	7,2	6,6	14,3	(5,6)	9,8	6,1
Demanda interna	5,6	8,2	5,7	5,8	3,5	3,6	4,6
Exportaciones totales	1,3	12,9	9,1	4,0	6,8	1,4	5,3
Importaciones totales	10,8	21,2	11,2	9,9	8,0	3,3	8,0
Producto interno bruto	4,0	6,6	5,3	5,0	2,7	3,1	4,0

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

provisiones de crédito que se implementaron desde finales de 2011 y hasta la primera mitad de 2012. Estas medidas pretendían moderar el comportamiento desbordado del gasto de los hogares y estabilizarlo alrededor de su tendencia de largo plazo. Cabe señalar que al finalizar 2011 el consumo de los hogares y su financiamiento mediante el crédito bancario estaban aumentando a tasas notoriamente altas.

Al desagregar los gastos de las familias, se observa que los que más se desaceleraron fueron aquellos destinados a bienes durables y semidurables. Así, luego de crecer en términos anuales cerca de 19,8% y 12,3% en 2011, en su orden, durante todo 2012 se expandieron a una tasa anual de 4,4% y 6,9%, respectivamente. Este menor desempeño se enmarcó en un contexto donde las tasas de interés reales de consumo fueron, en promedio, mayores que sus registros observados en 2011, incluso pese a los descensos en la tasa de intervención del Banco de la República; y un crédito de consumo que, a pesar de sus expansiones anuales de dos dígitos, se desaceleró a lo largo del año. Asimismo, las menores tasas de crecimiento obedecieron a un importante efecto de una base alta de comparación en ambos rubros. En particular, en 2011 se alcanzaron récords históricos en las ventas de automóviles¹, un segmento que tiene una alta participación dentro de la canasta de bienes durables. En 2012, aunque se vendieron cerca de 8.600 unidades menos que el año anterior, los niveles de ventas siguen siendo históricamente altos.

Por su parte, el consumo de bienes no durables y el de servicios no mostraron desaceleraciones significativas en 2012, en parte por la estabilidad que exhiben estos tipos de gasto dentro del consumo de las familias.

En términos generales, el consumo privado mantuvo una dinámica aceptable gracias al comportamiento relativamente bueno y esta-

ble de la confianza del consumidor a lo largo de 2012, a un desempeño favorable del mercado laboral, y al mayor poder adquisitivo de los ingresos de las familias. Esto último por cuenta de una inflación que se redujo y cerró el año en 2,44%; esto es, 56 pb por debajo de la meta, junto con unos términos de intercambio que se mantuvieron en niveles similares a los de 2011.

En lo que respecta a los componentes de la inversión, la desaceleración se observó en la mayoría de sus renglones, excepto en la construcción de edificaciones. El menor crecimiento fue especialmente notorio en los rubros de obras civiles, equipo de transporte, y maquinaria y equipo. En el primer caso, se presentó una expansión anual de 2,2%, que contrasta con el 22,8% de 2011. Cuellos de botella relacionados con el otorgamiento de licencias ambientales y un menor ritmo en la ejecución de proyectos de infraestructura de transporte en el sector minero, entre otros factores, podrían estar explicando este resultado.

Por su parte, la inversión en equipo de transporte, solo creció 0,7% en 2012 (frente al 57,9% del año anterior), componente en el cual se observó un comportamiento dispar durante el año: mientras que en el primer semestre se expandió a tasas anuales en promedio del 15,9%, en el segundo mostró una contracción de 11,6%. Por otro lado, el componente de maquinaria y equipo registró un incremento de 7,7% en todo el año. Los demás rubros que componen la formación bruta de capital fijo tuvieron crecimientos anuales ligeramente menores que los de 2011, en línea con la desaceleración esperada para todo 2012.

Con respecto al flujo internacional de bienes y servicios, 2012 se caracterizó por una disminución de la dinámica que traían las exportaciones e importaciones. Durante este año ambos rubros (en pesos constantes) mostraron crecimientos significativamente menores que los registrados en 2011. Las importaciones se expandieron anualmente alrededor de 8,0%, luego de hacerlo al 21,2% un año atrás. Este comportamiento está estrechamente ligado a la dinámica del consumo interno y la inversión, cuya desaceleración ya se mencionó.

¹ Fueron 324.570 unidades vendidas en ese año, según información oficial publicada por *Econometría*, frente a 315.968 en 2012.

Las exportaciones reales se expandieron en términos anuales a una tasa de 5,3% en 2012, en comparación con el 12,9% del año anterior. Dentro de los factores que explicaron esta menor dinámica se encuentran un contexto internacional que a lo largo del año estuvo marcado por una alta incertidumbre, algunos choques de oferta que afectaron la producción minera (como se mencionará) y una ligera apreciación del tipo de cambio real frente a los niveles observados en 2011.

2. Crecimiento del PIB por ramas de actividad en 2012

Durante 2012 la evolución de la mayoría de los sectores se caracterizó por el contraste observado entre el desempeño de la primera mitad del año y la fuerte desaceleración del

segundo semestre. Las ramas de mayor dinamismo fueron la financiera, la de transporte y comunicaciones, los servicios sociales, el comercio y la minería. Estas actividades registraron tasas de crecimiento por encima de la economía en su conjunto (Cuadro 2).

Uno de los sectores más dinámicos durante 2012 fue el de servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas, que continuó creciendo a tasas relativamente altas y se expandió 5,5% en el año, aunque menos que lo registrado en 2011 (7,0%). A pesar de esta desaceleración, el comportamiento de dicho rubro sigue siendo destacado, lo que lo mantiene como uno de los que más aportan a la economía, dada su alta participación en el PIB (19,8%). Por subramas se destacan los servicios de intermediación financiera, pues a pesar del menor ritmo de expansión de la

Cuadro 2
Crecimiento real anual del PIB trimestral por ramas de actividad económica sin ilícitos
(porcentaje, series desestacionalizadas)

Ramas de actividad	2010 Año completo	2011 Año completo	2012				2012 Año completo
			I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	0,2	2,4	2,8	2,8	3,0	1,7	2,6
Explotación de minas y canteras	10,6	14,4	13,8	8,6	0,7	1,5	5,9
Industria manufacturera	1,8	5,0	1,1	(0,1)	(0,8)	(3,1)	(0,7)
Electricidad, gas y agua	3,9	2,9	4,0	3,7	3,2	3,1	3,5
Construcción	(0,1)	10,0	(0,5)	12,2	(2,3)	5,0	3,6
Edificaciones	(0,3)	3,3	3,2	16,1	(10,2)	11,8	5,0
Obras civiles	0,1	17,4	(4,3)	7,4	5,8	(0,5)	2,2
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,2	6,0	5,0	5,0	3,4	3,0	4,1
Transporte, almacenamiento y comunicación	6,2	6,2	6,5	3,6	3,2	2,9	4,0
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas	3,6	7,0	7,2	5,4	4,5	5,1	5,5
Servicios sociales, comunales y personales	3,6	2,9	3,8	4,2	5,5	5,9	4,9
Subtotal valor agregado	3,7	6,3	5,0	4,9	2,7	3,1	3,9
Total impuestos	6,6	10,9	8,1	5,4	2,2	3,3	4,7
PIB	4,0	6,6	5,3	5,0	2,7	3,1	4,0

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

cartera bancaria (15,2% en promedio para su total), su crecimiento fue de 11,2% anual para todo 2012, tasa que se ubica un poco por debajo de la observada en 2011 (13,6%).

Otro sector que presentó un desempeño favorable, y por encima de lo previsto, fue el de los servicios sociales, comunales y personales. Esta rama mostró una aceleración en el segundo semestre, a una tasa anual de 5,7%, luego del 4,0% reportado para la primera mitad del año. En todo 2012 su crecimiento fue de 4,9% frente al 2,9% de 2011. Esta expansión se explica en especial por un aumento sostenido desde abril en los rubros relacionados con la administración pública y la defensa. Asimismo, se destaca el significativo aumento de la subrama de esparcimiento, cultura y deporte, que se expandió a una tasa anual de 6,1%.

En el caso del sector de transporte y comunicaciones se observó una desaceleración (4,0% en 2012 frente al 6,2% de 2011), en línea con el desempeño del PIB total y producto del menor dinamismo en el transporte de carga. Un subsector que tuvo un buen desempeño fue el de telecomunicaciones, impulsado por el incremento en la cobertura de internet y de televisión por suscripción. En lo que se refiere al transporte de pasajeros, se destaca la fuerte expansión del realizado por vía aérea (que creció 7,8% anual en 2012). De acuerdo con la Aeronáutica Civil, durante el año pasado se presentó un aumento de 14,4% en el número de pasajeros aéreos, llegando a una cifra de 24,7 millones de viajeros transportados. En el ámbito nacional se movilizaron 16,9 millones (15,7% más que en 2011), mientras que en el internacional (desde y hacia el exterior) lo hicieron 7,7 millones, cifra mayor en un 11,7% con respecto a 2011.

El comercio también reportó una desaceleración frente a las tasas registradas en 2011: pasó de crecer 6,0% en dicho año, a 4,1% el año pasado; sin embargo, esta cifra se ubicó por encima de la economía en su conjunto. Aquello se explica porque la dinámica del segmento minorista fue, en general, congruente con el comportamiento del consumo de los hogares, que se ha desacelerado en los últimos

trimestres pero creciendo a tasas similares a su promedio histórico (4%). En 2012 las ventas al detal se incrementaron 3,0% en todo el año, impulsadas por equipos de informática, textiles, prendas de vestir y alimentos y bebidas. Por el contrario, las ventas de automóviles restaron dinamismo a esta rama en lo corrido del año. Tal y como se explicó, el efecto de unas mayores restricciones en el otorgamiento de créditos y el alto nivel de apalancamiento de los hogares habrían contribuido a frenar el incremento de las ventas de bienes durables y semidurables entre 2011 y 2012.

Por último, entre los sectores que crecieron por encima del promedio de la economía se encuentra el minero. Aunque este completó cinco años consecutivos mostrando los mayores ritmos de expansión entre todas las grandes ramas de actividad, en 2012 lo hizo por debajo de las tasas de dos dígitos registradas en promedio desde 2008. El comportamiento de este sector fue dispar a lo largo del año, pues en los primeros seis meses reportó una expansión de 11,2%, mientras que en la segunda parte mostró un escaso 1,1%. El registro para el año completo fue de 5,9%, por debajo del registro de 2011 (14,4%).

Lo anterior se explica, en gran parte, por el fuerte retroceso observado en la producción de carbón, en especial en el segundo semestre (-5,6%), que condujo a que su valor agregado durante el año solo aumentara 3,9%, cuando en 2011 había crecido un 15,0%. Aunque la producción de petróleo no mostró contracciones, sí se desaceleró significativamente (pasó de expandirse un 17,3% a 5,5% en el mismo período). Estos sectores sufrieron la presencia de choques de oferta asociados con los problemas de orden público y dificultades en el transporte. Adicionalmente, se han observado cuellos de botella en el otorgamiento de licencias ambientales. Todo ello contribuyó a que la producción de carbón y de petróleo estuviera por debajo de lo previsto y fuera menor que las metas proyectadas por las entidades sectoriales para todo el año.

Asimismo, la producción de minerales no metálicos se expandió solo 1,8% en 2012

frente al crecimiento anual de 11,3% en 2011, caída que es acorde con la contracción de la construcción en la segunda mitad del año, uno de los sectores demandantes de estos productos mineros. Por el contrario, la extracción de minerales metálicos creció a una tasa anual alrededor de 19%, que compensó en alguna medida la pérdida de dinamismo del sector minero, aunque su importancia no es tan alta dentro de este.

Otros sectores que también crecieron, pero modestamente, fueron agricultura y electricidad, gas y agua, los cuales se aceleraron frente a las tasas observadas en 2011. En el caso del primero, el crecimiento pasó de 2,4% en 2011 a 2,6% en 2012, lo que se explica en gran parte por un desempeño menos desfavorable de productos de café² (-2,2% en 2012 frente a -7,4% en 2011). En el caso de electricidad, gas y agua, las subramas que lo componen crecieron en promedio a ritmos similares: un poco por debajo del 4%.

En contraste con todo lo anterior, las ramas de la industria y la construcción restaron al crecimiento de la economía colombiana durante 2012. El valor agregado del sector manufacturero se contrajo 0,7% anual en 2012, luego de haber crecido a una tasa de 5,0% en 2011. Esto obedece a la conjunción de varios factores, con duración e impacto diferenciado en lo corrido del año: i) la presencia de ciertos choques de oferta, que se han presentado en distintos meses del año en diversas industrias; ii) una menor demanda interna y externa, y iii) la competencia de bienes importados, en un contexto de apreciación del peso.

Respecto al primer factor, en sectores como el de químicos se reportaron dificultades de disponibilidad de materias primas, y el de refinерías de petróleo se vio afectado por mantenimientos programados en algunas de sus plantas. Asimismo, los grupos de aceites y grasas, ingenios y minerales no metálicos también

reportaron problemas de oferta asociados con el transporte, reubicación de cultivos, entre otros. Con respecto al segundo, el escaso dinamismo de la demanda externa representó un obstáculo a la expansión sectorial en la primera mitad del año, lo cual es acorde con lo que ha sucedido con la industria en el plano internacional. Sin embargo, las exportaciones de la rama mostraron cierta recuperación en la segunda parte del año. Por su parte, el debilitamiento de la demanda interna impactó a la producción industrial con mayor fuerza en el segundo semestre de 2012. Asimismo, las empresas reportaron una competencia más agresiva por parte de los productos importados en el mercado interno. De acuerdo con la Asociación Nacional de Empresarios (ANDI), más del 80% de las empresas encuestadas manifestaron haber sido fuertemente afectadas por la competencia de importaciones en 2012.

Con respecto a la construcción, en su conjunto creció un 3,6% en 2012, luego del 10,0% de 2011. El resultado se explica en especial por la subrama de edificaciones, cuyo comportamiento fue bastante negativo en el segundo semestre. En el caso de edificaciones, aunque el crecimiento de 2012 se ubicó en 5,0%, es importante resaltar una desaceleración del sector en la segunda mitad del año, cuando se expandió 0,8%, luego de haberlo hecho un 9,6% en promedio entre enero y junio³. Entre las razones que podrían explicar este fenómeno estarían: i) problemas en el otorgamiento de licencias; ii) restricciones ambientales, y iii) elevados precios de la vivienda.

Por el lado de obras civiles, la desaceleración en términos anuales fue más evidente:

² Se refiere a café pergamino y cafetos. La trilla de café y algún otro procesamiento elaborado del café se encuentran registrados en el PIB industrial.

³ Esto obedece a una contracción anual del área causada, de alrededor de 16,2% en el tercer trimestre. Este último indicador es una estimación del flujo construido efectivamente durante el período en curso. Así, a partir del censo de edificaciones, se tienen en cuenta los avances de obra por capítulos constructivos para determinar realmente el flujo correspondiente al período. Lo anterior contrasta con el crecimiento anual de 14% y 18% reportados por el censo de edificaciones para las obras culminadas y las obras en proceso, respectivamente, entre julio y septiembre de 2012.

el rubro creció 2,2% el año pasado, frente al 17,4% registrado en 2011. Estas cifras son consistentes con los datos de inversión ya presentados.

3. *Perspectivas de la actividad económica para 2013*

Las proyecciones de crecimiento de mediano plazo siguen dependiendo estrechamente de lo que se espera suceda en el contexto internacional (especialmente en la zona del euro y en los Estados Unidos), y del grado de contagio hacia la economía colombiana mediante los diferentes canales de transmisión. Mientras las medidas de ajuste económico sean efectivas en las economías desarrolladas, no se prevén riesgos de una contracción fuerte de la economía mundial, lo que en principio permite confiar en una expansión moderada de la demanda por nuestras exportaciones, similar a la observada en la segunda mitad de 2012. Sin embargo, las menores perspectivas de crecimiento para Venezuela en 2013 y la reciente devaluación del bolívar generan riesgos a la baja sobre este escenario de pronóstico.

En este entorno, se espera que los precios internacionales de los bienes básicos sean en promedio un poco más bajos que los registrados durante el año pasado. Por su parte, la IED se mantendría en niveles parecidos a aquellos observados en 2012 (US\$15.823 millones [m]). En el caso del petróleo, esta dinámica implica un precio que sigue estando en niveles que pueden considerarse históricamente altos y que continúan siendo rentables para las actividades de explotación petrolera.

En general, para 2013 no se esperan grandes cambios en el comportamiento de los diferentes componentes de la demanda agregada, excepto para el caso de la inversión en obras civiles, la de construcción de edificaciones y las exportaciones. En la primera de ellas se confía en que el pobre desempeño que se observó en la segunda mitad de 2012 no se repita, y que por tanto se registre un crecimiento significativamente superior en este componente del PIB frente a lo que se presentó el año anterior.

Las proyecciones de obras civiles se sustentan en las expectativas que se tienen sobre un mayor grado de ejecución presupuestal por parte de los gobiernos locales, además de la liberación de los recursos por concepto de regalías que estuvieron represados el año pasado mientras entraba en vigencia el sistema general de regalías. También, se esperan avances en el otorgamiento de licencias ambientales y en el adelanto de importantes obras de infraestructura minero-energética y de transporte en el país⁴.

En el comportamiento de la inversión en construcción de edificaciones desempeñaría un papel sustancial el programa de construcción de vivienda con fines sociales que adelanta el Gobierno nacional⁵. En este caso, si bien se han presentado contratiempos en la aprobación de licencias, se espera que a lo largo del año estos retrasos se superen.

En cuanto a las exportaciones reales, en 2013 las de petróleo y café deberán tener un desempeño significativamente mejor frente a las del año pasado, de cumplirse las metas fijadas por el Gobierno y por la Federación Nacional de Cafeteros (Fedecafé). En el caso del crudo, lo anterior supone que se estarían superando plenamente los choques de oferta negativos presentados en el segundo semestre de 2012 debido a los cuellos de botella en transporte y a los problemas de orden público.

De esta manera, la aceleración en los tres rubros mencionados permitiría lograr un crecimiento para todo 2013 similar al del año anterior, y que estaría alrededor del 4,0%. En términos trimestrales, este comportamiento deberá acelerarse sobre todo a partir del segundo trimestre del año, cuando se supere parte de los choques de oferta del año pasado

⁴En marzo de 2013 se iniciaría el proceso de licitación para adjudicar, por lo menos, cuatro de los treinta proyectos viales que se entregarían durante los próximos dos años. Esto haría parte de las concesiones de cuarta generación. En total serían 8.000 kilómetros de nuevas vías, de los cuales se estima que alrededor del 20% serían carreteras en doble calzada.

⁵Se estima que el programa actual del Gobierno entregaría 100.000 viviendas en los próximos dos años.

y los propios de comienzos de año (como se mencionará). Asimismo, la política monetaria más expansiva que se adelanta desde julio de 2012 deberá empezar a rendir sus frutos en el transcurso del año, permitiendo una aceleración del gasto privado.

El pronóstico anterior contempla pocos cambios en la formación bruta de capital fijo diferente de obras civiles y construcción. En este subcomponente se esperan crecimientos anuales del mismo orden o ligeramente mayores que aquellos del año pasado, los cuales fueron relativamente altos. Ello porque las amplias facilidades de fondeo interno se mantendrían, en un entorno de bajas tasas de interés real para las empresas, y gracias a los planes de expansión e inversión anunciados y relacionados en parte con la IED, los cuales no solo comprometen la actividad minera. Pese a ello, existe el riesgo de que el débil comportamiento de la industria influya negativamente en las decisiones de inversión privada, en especial aquella destinada a maquinaria y equipo.

Para 2013 también se prevén crecimientos moderados para los demás tipos de gasto, similares a los observados en el año 2012. El consumo privado mantendría su dinámica si las expectativas de la situación económica de los hogares siguen estables y por encima de su promedio histórico, y si se consolidan las tendencias observadas a finales de año en el mercado laboral, que sugieren una recomposición del empleo en favor del asalariado, el cual suele ser más estable y mejor remunerado. La reducción de los impuestos parafiscales a la nómina decretada bajo la reforma tributaria que entró en vigencia este año, permite ser optimistas al respecto. Adicionalmente, a pesar de su reciente desaceleración, el crédito bancario seguiría expandiéndose a tasas anuales de dos dígitos, estimulado por la amplia liquidez suministrada por el banco central y por las decisiones de política monetaria que se tomaron desde mediados del año pasado (como ya se señaló).

No obstante, hay que advertir que en el primer trimestre del año se podría observar un crecimiento moderado del consumo de los

hogares si se tiene en cuenta que la confianza de los consumidores cayó en febrero por debajo de su nivel promedio desde 2001. Se estima, sin embargo, que la política monetaria más expansionista adelantada desde mediados de 2012 contribuya a dinamizar esta variable a partir del segundo o tercer trimestre del año. Estos pronósticos no prevén choques externos que provoquen un deterioro adicional de la confianza ni de los niveles de percepción de riesgo, como aconteció en el año 2009.

Con respecto al comercio internacional, para el caso de las importaciones se observarían tasas de crecimiento similares a las de 2012, en línea con el comportamiento esperado para los agregados de consumo e inversión privados. Estas expansiones seguirían siendo altas, en un contexto donde la aprobación y entrada en vigencia de los distintos tratados de libre comercio y la apreciación (real y nominal) acumulada durante los últimos años, permitirían que la participación de este rubro en el PIB siga siendo importante. Sin embargo, dada su dinámica reciente, la acumulación de inversiones en bienes de capital provenientes del exterior, que ya es elevada, permitiría pensar en un menor incentivo a importar este tipo de productos en 2013 y los años venideros.

Con respecto a las exportaciones diferentes de petróleo y café, se espera que crezcan a una tasa similar a la de 2012, que es moderada dado el escaso dinamismo que todavía se contempla en la demanda proveniente de los socios comerciales de Colombia. Cabe resaltar, además, que a comienzos de año han seguido presentándose choques de oferta negativos, asociados con huelgas y algunos problemas de orden público, que podrían tener efecto sobre las ventas externas de productos mineros (especialmente carbón).

En cuanto al PIB por ramas de actividad, se espera que los sectores de mayor crecimiento en 2013 sean la minería y la agricultura, con ritmos de expansión superiores a los de la economía en su conjunto. Asimismo, se estima que la industria reportará alguna recuperación, luego de los pobres resultados observados en 2012, aunque la incertidumbre sobre

su desempeño continúa siendo elevada. Para otras ramas, como el comercio y el transporte, se proyecta una tasa de crecimiento para 2013 superior al 4%, con lo cual continuarían mostrando un dinamismo importante, tal y como sucedió el año pasado.

Para la minería se contempla una recuperación, luego de los problemas de orden público y de transporte que complicaron la cadena de producción del petróleo y el carbón en 2012; sin embargo, su tasa de crecimiento no alcanzará los elevados niveles reportados en los años anteriores (por encima del 10%). Mientras se escribía este informe se dieron a conocer cifras sobre la producción de petróleo durante el primer bimestre, las cuales indican que se habría superado el millón de barriles de crudo diarios en promedio, lo que ratifica las expectativas favorables sobre el sector.

En el caso del carbón, el segundo producto colombiano de exportación, la meta de producción para 2013 es de 94 millones de toneladas⁶, luego de que se observara una cifra de 89,2 millones en 2012. Así, esta rama de actividad presentaría una aceleración frente a lo registrado el año anterior, aunque no recuperaría las tasas de crecimiento de más de dos dígitos de años anteriores.

Sin embargo, estos dos sectores afrontan algunos choques inesperados por cuenta de problemas sindicales y ambientales en el inicio de año. En particular, se presentó una huelga de trabajadores en el Cerrejón y la intervención de las autoridades ambientales a las operaciones de la Drummond por problemas en el transporte de carbón. Por cuanto estas son las dos mayores empresas del sector, todo ello impactaría fuertemente el desempeño de esta rama minera durante el primer trimestre del año 2013 y gradualmente el del resto del año.

De igual forma, se espera un crecimiento favorable en la agricultura, liderado por el café, cuya producción alcanzaría un nivel de diez millones de sacos (meta establecida por el

gremio), luego de producir alrededor de ocho millones en 2012⁷. Debe mencionarse que se han renovado más de 460.000 hectáreas de cultivo en los últimos cinco años, lo que, de acuerdo con Fedecafé, debe traducirse en un aumento de la productividad promedio de las plantaciones. Adicionalmente, el Gobierno ha extendido al resto del año el plan de ayuda para los caficultores (cerca de \$800 miles de millones [mm]), que augura un mejor desempeño del sector para todo 2013, frente a 2012.

Por último, la incertidumbre sobre los sectores de construcción de edificaciones y de obras civiles complica el panorama interno hacia futuro. Se espera que el segundo sector reporte una aceleración: por una parte, por el estímulo proveniente del Gobierno para la construcción de vivienda social y, por otra, por el impulso en obras relacionadas con carreteras, en especial las “megavías” y dobles calzadas, así como la continuación de varios proyectos de infraestructura eléctrica y para el transporte de gas y petróleo.

En el caso de la industria, la tendencia observada en la segunda mitad de 2012 y el pobre desempeño de enero de 2013 (-1,7%) ensombrecen la perspectiva sobre el comportamiento de esta rama para el primer trimestre. Pese a que los industriales han diversificado sus destinos de exportación y han realizado cuantiosos esfuerzos por renovar su capacidad instalada (buscando mejoras en la productividad), algunas industrias seguirían enfrentando una competencia agresiva de las importaciones, de acuerdo con la más reciente encuesta de la ANDI.

Cabe señalar que la actividad industrial puede presentar una alta irregularidad en 2013, debido a que en los primeros tres meses del año se cuenta con un menor número de días hábiles (por la presencia de Semana Santa en marzo) que impactaría negativamente la producción. Esta situación se invierte en el segundo trimestre, cuando los resultados

⁶ Inicialmente la meta de producción de carbón del Ministerio de Minas para 2013 era de 98 millones de toneladas.

⁷ De acuerdo con Fedecafé, la producción de café alcanzó 877.000 sacos de 60 kilos en enero de 2013, lo que representa un 64% más que lo registrado un año atrás.

deberían ser sustancialmente mejores. Hacia el segundo semestre se espera que las mejores condiciones externas e internas permitan un aumento adicional de la producción sectorial. Así las cosas, se espera un crecimiento positivo, pero moderado, de la industria para todo 2013, lo cual implica una tímida recuperación frente a lo observado en 2012.

Con base en todo lo anterior, se prevé que el crecimiento del PIB colombiano durante 2013 se expandirá a una tasa entre 2,5% y 4,5%, con un escenario más probable alrededor de 4%. La amplitud del presente rango continúa siendo grande, ya que existe una alta incertidumbre sobre el comportamiento de las obras civiles, la construcción de edificaciones y posibles cuantificaciones inesperadas de los choques de oferta de principios de año. La amplitud del intervalo de pronóstico intenta recoger la gran incertidumbre aún existente sobre el desempeño del contexto internacional y la alta volatilidad que caracteriza a la inversión en obras civiles.

B. Mercado laboral

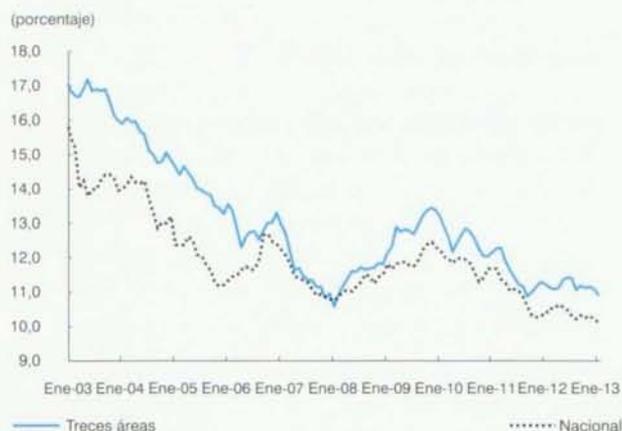
Durante 2012 el comportamiento del mercado laboral fue afín al de la economía en general,

mostrando una dinámica similar a la de 2011 en el primer semestre y reflejando la desaceleración observada en el segundo. Aunque el año pasado la tasa de desempleo (TD) se ubicó en niveles mínimos desde 2001, la velocidad a la que cae disminuyó en el tercer y cuarto trimestres en todos los dominios geográficos. Si bien el crecimiento del empleo total se desaceleró en el segundo semestre de 2012, el asalariado formal mantuvo su buen comportamiento. Este último es el empleo de mejor calidad y el que está más relacionado con las dinámicas del consumo y de la confianza.

1. Desempleo

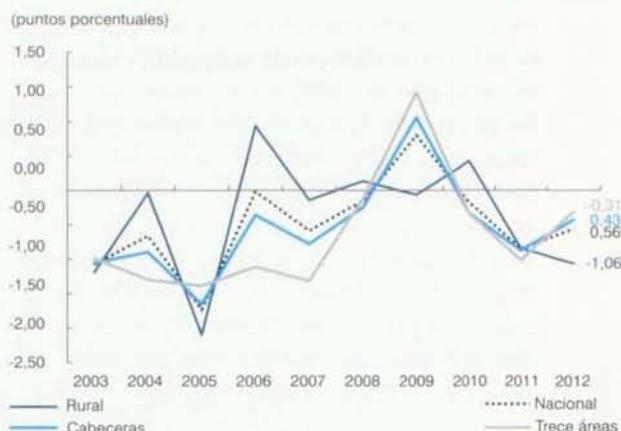
La información de la gran encuesta integrada de hogares (GEIH) del DANE, muestra significativas reducciones anuales en la tasa de desempleo durante el primer semestre, aunque más pequeñas para el segundo. Como resultado, al corregir por estacionalidad, se observa estabilidad en los niveles de este indicador en los últimos doce meses (Gráfico 14). A pesar de esto, para todo 2012 hubo mejorías importantes en la tasa de desempleo, pero menores que las de un año atrás. En el Gráfico 15 se muestra la reducción de la tasa de desempleo

Gráfico 14
Tasa de desempleo
(desestacionalizada)



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

Gráfico 15
Tasa de desempleo
(variación anual promedio, trimestre móvil)



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

promedio anual con respecto a la del año anterior. Aquí se aprecia que las áreas rurales fueron el único dominio geográfico donde la reducción de la tasa de desempleo de 2012 fue mayor a la de 2011. En los demás dominios se observaron reducciones menores. En promedio la TD para 2012 fue menor a la de 2011 en 0,31 pp para las trece áreas metropolitanas⁸, 0,43 pp para las cabeceras urbanas y 1,06 pp en las áreas rurales.

La TD para los jefes del hogar, al estar menos afectada por efectos demográficos y de participación es considerada como más representativa del ciclo económico. Durante 2012 esta variable tuvo un comportamiento similar al observado el año anterior. Sin embargo, a pesar de que tanto en el nivel nacional como para las trece áreas tuvo registros cercanos a sus valores mínimos desde 2001, no hay una tendencia definida en ninguno de los dos indicadores (Gráfico 16).

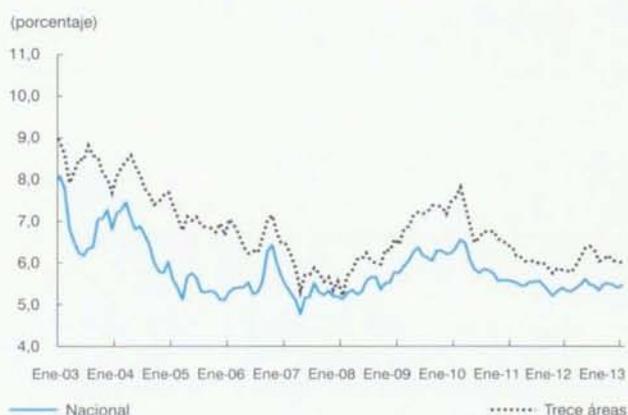
2. Oferta y demanda de trabajo

La dinámica del desempleo está explicada tanto por el comportamiento de la oferta, resumida por la tasa global de participación (TGP), como por el de la demanda, entendida como la tasa de ocupación (TO). Como se observa en el Gráfico 17, durante 2012 tanto la TGP como la TO se comportaron de manera similar, de forma tal que el desempleo en dicho período cambió poco.

Por su parte, la demanda por trabajo, expresada por el número de ocupados, creció en términos anuales 3,9% en el ámbito nacional, 3,6% en las trece áreas metropolitanas y 4% en las zonas rurales. Este aumento se dio en espe-

⁸ Según la GEIH del DANE se define como área metropolitana: "el área de influencia que incluye municipios circundantes, que con la ciudad conforman un solo tejido urbano no discontinuo y han sido reconocidos legalmente". Las trece principales áreas comprenden: Bogotá; Medellín y Valle de Aburrá; Cali y Yumbo; Barranquilla y Soledad; Bucaramanga, Girón, Piedecuesta y Floridablanca; Manizales y Villa María; Pasto; Pereira, Dos Quebradas y La Virginia; Cúcuta, Villa del Rosario, Los Patios y El Zulia; Ibagué; Montería; Cartagena, y Villavicencio.

Gráfico 16
Tasa de desempleo de los jefes de hogar
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

Gráfico 17
Tasa global de participación (TGP) y tasa de ocupación (TO)
(desestacionalizadas, trece áreas)



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

cial durante el primer semestre del año, pues en el segundo se observó una desaceleración en estos indicadores; situación consistente con lo sucedido en la economía en general durante ese período (Gráfico 18).

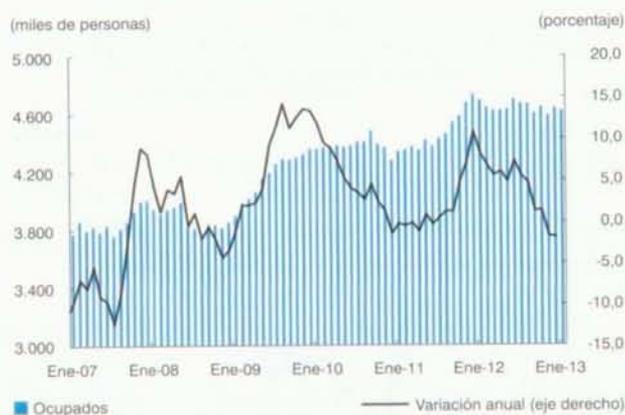
Por ramas de actividad, en 2012 todos los sectores económicos contribuyeron de manera positiva al crecimiento del empleo; no

Gráfico 18
Número de ocupados y variación anual
(trimestre móvil desestacionalizado)

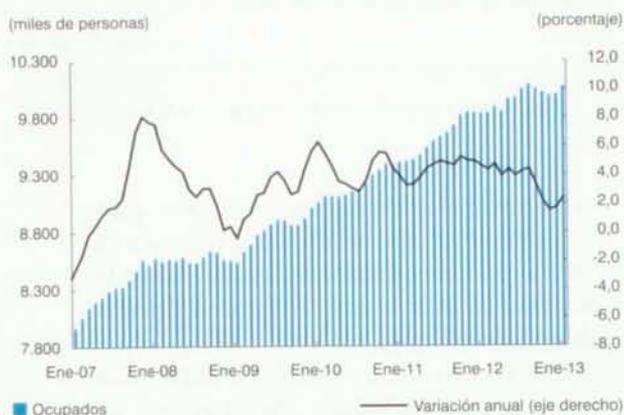
A. Total nacional



B. Áreas rurales



C. Trece áreas metropolitanas



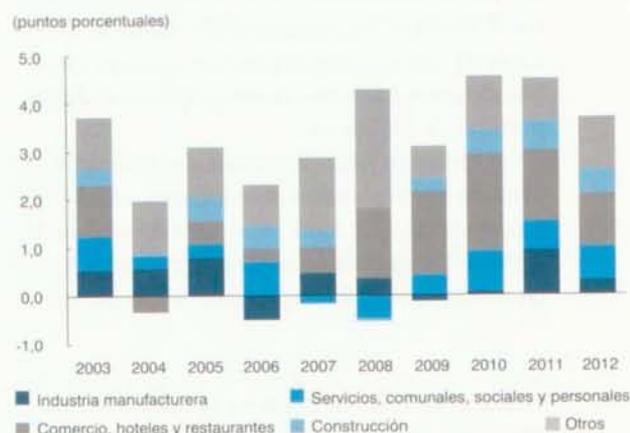
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

obstante, la industria manufacturera y el comercio redujeron ostensiblemente su contribución al aumento de la ocupación (Gráfico 19). Con información de muestras mensuales sectoriales del DANE, el empleo industrial presentó caídas en el segundo semestre de 2012, mientras que en el comercio continuó creciendo a tasas de alrededor del 5%. Sin embargo, como se detalla en la siguiente sección, tanto en la industria como en el comercio este deterioro se ha presentado en especial en el empleo temporal.

3. Calidad del empleo y condiciones del mercado laboral

La formalidad y el empleo asalariado son medidas que permiten analizar la evolución de la calidad del empleo⁹. Durante 2012 se presentaron mejoras significativas en estos indicadores, dinámica que obedece, en parte, a las políticas que han ido en contra de la intermediación laboral (cooperativas de trabajo asociado) a raíz

Gráfico 19
Contribución a la variación anual de la población ocupada por
rama de actividad económica
(trece áreas)



Fuente: DANE (GEIH).

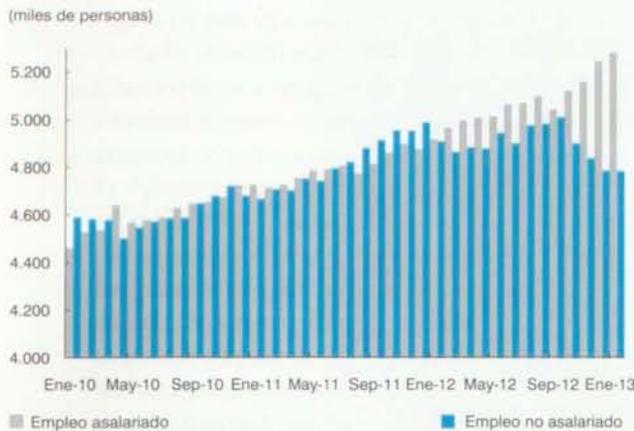
⁹ Según la definición actual del DANE y la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se considera asalariado a todo trabajador u obrero de empresas particulares y del gobierno, y empleado formal a aquellos que trabajan en empresas de más de cinco trabajadores.

de la entrada en vigencia del TLC con los Estados Unidos, las cuales conducen a una mayor formalización.

La desaceleración en el crecimiento del empleo observada en el segundo semestre del año se explica, en especial, por el comportamiento de los trabajadores no asalariados, que disminuyeron en este período y que en promedio para el año no registraron incremento alguno. Por el contrario, el empleo asalariado se expandió a tasas altas (5,5% en promedio para el año), mostrando una aceleración en el segundo semestre (Gráfico 20). Este buen comportamiento se mantiene inclusive si combinamos las dos medidas de calidad del empleo (formalidad y empleo asalariado), considerando solamente a aquellos asalariados que también son formales (Gráfico 21). Adicionalmente, la participación de este subgrupo de asalariados en la población en edad de trabajar continuó aumentando en 2012 (Gráfico 22).

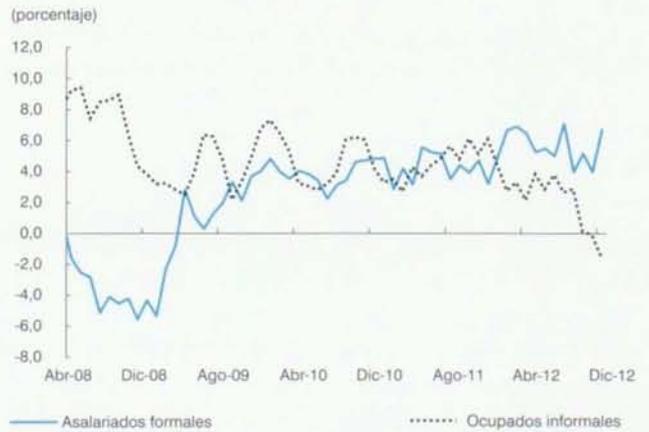
El incremento del trabajo asalariado formal sugiere mejoras en la calidad del empleo, pues la dinámica de este tipo de trabajadores está estrechamente relacionada con los niveles de confianza y consumo. Lo anterior se debe a que, por lo general, el empleo asalariado es

Gráfico 20
Empleo por tipo de ocupación
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



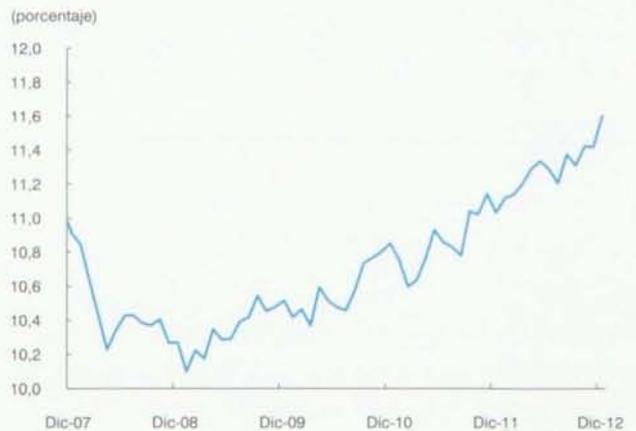
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 21
Variación anual del empleo por tipo de ocupación
(trece áreas)



Fuente: DANE (GEIH).

Gráfico 22
Asalariados formales como proporción de la población en edad de trabajar (PET)
(trece áreas)



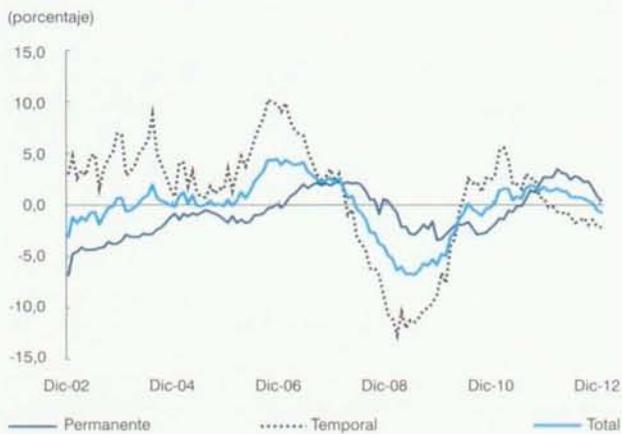
Fuente: DANE (GEIH).

más estable y ofrece mayores garantías de un ingreso a los hogares (que conlleva un mejor acceso al crédito), por lo que es más probable que aquellos que tienen al menos un trabajador asalariado sigan una senda de mayor consumo.

El comportamiento del empleo permanente, es decir, con contrato a término

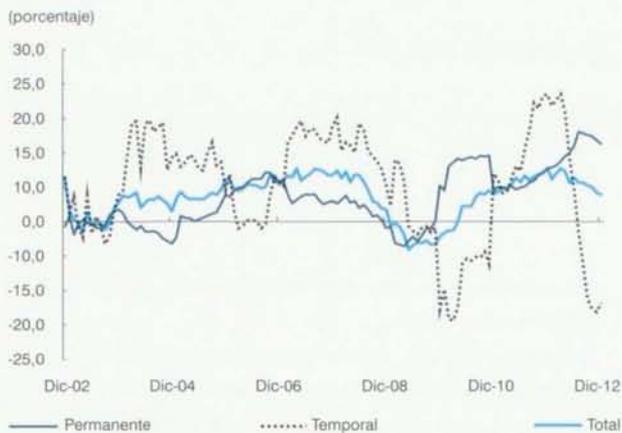
indefinido, apoya también la idea de que se dieron mejorías en las condiciones laborales durante todo 2012. Este tipo de empleo creció en la industria 2,3% en promedio en el año y 11% en el comercio al por menor. Contrario al empleo temporal, el cual presentó retrocesos en ambos sectores (gráficos 23 y 24).

Gráfico 23
Empleo en la industria
(variación anual)



Fuente: DANE (MMM).

Gráfico 24
Empleo en el comercio
(variación anual)



Fuente: DANE (MMCM).

4. Costos laborales y salariales

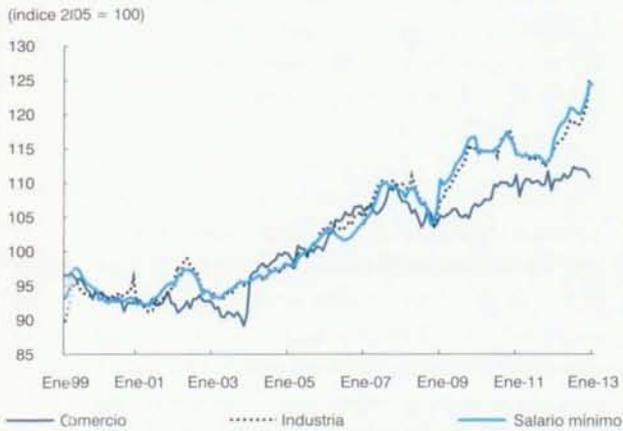
En general, los ajustes salariales fueron bajos en 2012. En términos nominales los salarios se ajustaron en promedio a tasas anuales de 4,3% en el comercio y de 4,5% en la industria, valores que pueden considerarse como consistentes con la meta de inflación de largo plazo del Banco de la República, dados los incrementos esperados en productividad.

Para el año 2013 se prevén pocas presiones inflacionarias originadas en salarios, dado el menor ajuste del salario mínimo para este año (4,02%), comparado con el del anterior (5,81%), junto con la reducción en las contribuciones obligatorias a cargo del empleador, contemplada en la reforma tributaria. Esto último permite esperar disminuciones en los costos de contratación de los trabajadores que devenguen menos de diez salarios mínimos. Pese a que en términos reales los salarios de la industria y salario mínimo muestran incrementos en los últimos meses, estos están explicados por caídas anuales en el índice de precios al productor (IPP). Lo anterior indica cambios en el precio relativo del trabajo, no porque los ajustes salariales hayan sido mayores, sino porque han caído los precios al productor de otros bienes (gráficos 25 y 26).

5. Expectativas para 2013

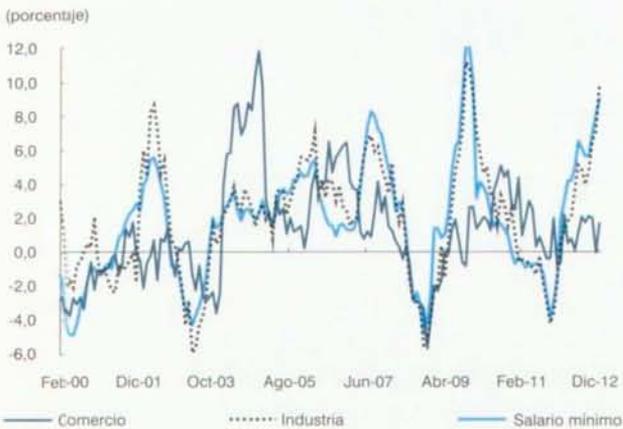
De acuerdo con las perspectivas de crecimiento para 2013, se espera para este año un crecimiento de los ocupados y un ritmo de descenso en el desempleo no mayores a lo observado en 2012. Esto implica que el comportamiento del mercado laboral del presente año no sería muy diferente al observado en promedio el año anterior. La información disponible para 2013 ha sido afin con estas estimaciones; así, de esta manera, a enero la tasa de desempleo nacional se ubicó en 12,1%, menor en 0,4 pp a la de un año atrás. Asimismo, en las trece principales áreas metropolitanas la tasa de desempleo para este mes se ubicó en 13,1%, lo que representa una reducción de 0,2 pp con respecto a enero de 2012. Debe tenerse

Gráfico 25
Índices de los salarios reales



Nota: el índice de la industria y el salario mínimo fueron deflactados con el IPP y el del comercio fue deflactado por el IPC sin alimentos.
Fuente: DANE (MMCM y MMM); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 26
Variación anual real de los salarios



Nota: el índice de la industria y el salario mínimo fueron deflactados con el IPP y el del comercio fue deflactado por el IPC sin alimentos.
Fuente: DANE (MMCM y MMM); cálculos del Banco de la República.

en cuenta que, debido a factores estacionales, la tasa de desempleo de enero tiende a ser la mayor del año; por lo que en meses próximos deberían volverse a registrar tasas de desempleo de un solo dígito.

En el contexto de crecimiento previsto en este informe, la reforma tributaria puede

contribuir a consolidar la tendencia observada hacia un mayor empleo asalariado y una más alta proporción formal de la fuerza laboral. El efecto de esta reforma sobre el crecimiento del empleo agregado es menos claro, pues aunque la reducción de los costos sin duda favorece al empleo asalariado formal no calificado, no hay certeza sobre qué sucederá con los demás trabajadores. La información más reciente sugiere que las mejoras en la calidad del empleo continuaron a finales del año pasado y a comienzos del presente; de hecho, en estos meses se observa una aceleración en el crecimiento del empleo asalariado, que a enero ascendió a 7,39% anual.

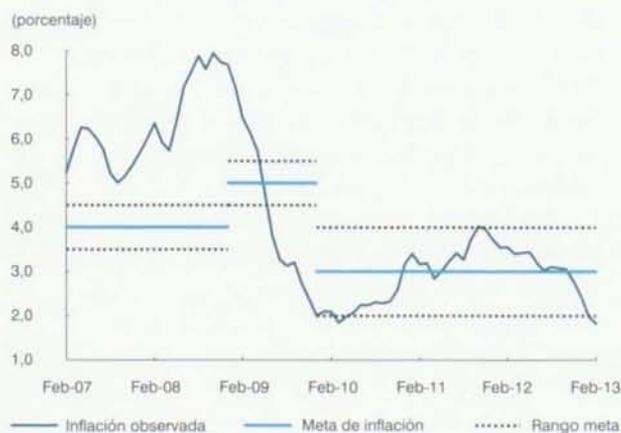
C. Inflación

1. Los precios al consumidor en 2012

A lo largo de 2012 la inflación mantuvo una tendencia decreciente, que fue gradual hasta el tercer trimestre, pero que se acentuó hacia finales de año. Entre diciembre de 2011 y septiembre de 2012 la inflación se redujo desde un nivel de 3,73%, convergiendo a la meta cuantitativa establecida por la JDBR del 3% hacia el tercer trimestre. Sin embargo, en el cuarto trimestre esta tendencia fue más marcada y la inflación anual cerró el año en 2,44%, por debajo de lo esperado por los técnicos del Banco de la República y por los analistas del mercado (Gráfico 27 y Cuadro 3). De esta forma, el descenso en todo 2012 terminó siendo significativo (129 pb), aunque no equiparable al que se observó en 2009 cuando la inflación anual cayó más de 500 pb en el año.

En el caso de la inflación básica, la más directamente afectada por la política monetaria, se observó una mayor estabilidad en los diferentes indicadores a lo largo del año, aunque a finales de este también se presentó un descenso no anticipado. El promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República, que había terminado 2011 en 3,15%, fluctuó alrededor del 3% entre enero y noviembre de 2012, pero en diciembre descendió a 2,80%.

Gráfico 27
Inflación total al consumidor
(variación anual)



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Examinando los indicadores, individualmente se observa que tres de ellos disminuyeron, siendo las caídas más fuertes las de la inflación núcleo 20 y la del índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos. En este último caso, el registro a diciembre de 2012 fue 2,40%: 73 pb menor que el de un año atrás y por debajo de lo previsto (Gráfico 28). El IPC sin alimentos ni regulados, por el contrario, presentó una tendencia alcista moderada durante gran parte del año y terminó en diciembre en 2,5%. Cabe señalar que tanto en el caso de la inflación básica como en el de la total, los resultados a lo largo de año y a finales de este siempre se mantuvieron dentro del rango de largo plazo establecido por la JDBR (entre 2,0% y 4,0%).

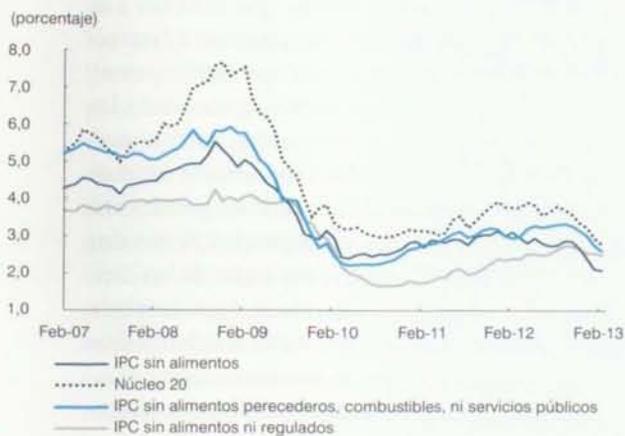
Varias circunstancias explicaron el descenso de la inflación al consumidor en 2012.

Cuadro 3
Indicadores de inflación al consumidor
(a febrero de 2013)

Descripción	Dic-11	Mar-12	Jun-12	Sep-12	Dic-12	Ene-13	Feb-13
Total	3,73	3,40	3,20	3,08	2,44	2,00	1,83
Sin alimentos	3,13	2,95	2,80	2,87	2,40	2,11	2,08
Transables	0,80	0,68	1,01	1,09	0,77	0,73	0,71
No transables	3,64	3,71	3,62	4,02	3,92	3,94	3,84
Regulados	5,81	4,94	3,92	3,31	1,91	0,67	0,71
Alimentos	5,27	4,56	4,22	3,63	2,52	1,69	1,19
Perecederos	7,73	5,18	(2,04)	(2,35)	(3,90)	(5,00)	(5,58)
Procesados	4,50	3,69	5,12	4,33	2,83	2,19	1,60
Comidas fuera del hogar	5,59	5,87	5,52	5,21	4,90	3,88	3,60
Indicadores de inflación básica							
Sin alimentos	3,13	2,95	2,80	2,87	2,40	2,11	2,08
Núcleo 20	3,92	3,76	3,56	3,71	3,23	2,95	2,78
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos	3,18	2,99	3,23	3,33	3,02	2,76	2,60
Inflación sin alimentos ni regulados	2,38	2,38	2,48	2,74	2,55	2,54	2,48
Promedio de todos los indicadores	3,15	3,02	3,02	3,16	2,80	2,59	2,49

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 28
Indicadores de inflación básica
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La primera de ellas tiene que ver con la política monetaria adelantada entre febrero de 2011 y el mismo mes de 2012, cuando el Banco incrementó las tasas de intervención de 3,00% a 5,25%. Durante casi todo 2011 la inflación al consumidor había presentado una tendencia alcista que la llevó a situarse en el límite superior del rango de largo plazo. Ello se dio en un contexto de fuerte crecimiento económico, pocos excesos de capacidad productiva, descenso del desempleo y gran expansión del crédito. Dado lo anterior, la autoridad monetaria consideró pertinente ejecutar una política monetaria menos expansiva para atenuar las presiones inflacionarias que se empezaban a advertir y para disminuir los riesgos en aumento que comprometían la estabilidad macroeconómica de largo plazo.

En parte, como resultado de esta postura de política, la demanda interna, y en particular el consumo, moderaron su ritmo de crecimiento a lo largo de 2012, ayudando a desactivar los peligros que se insinuaban sobre la inflación. Gracias a ello, las presiones de demanda cedieron y los ajustes de los precios al consumidor más sensibles a ellas, como los del IPC de no transables, dejaron de acelerarse. La política monetaria menos expansiva a

comienzos de año también ayudó a frenar el aumento de las expectativas de inflación, un elemento importante para evitar que muchos contratos de salarios y precios se pactaran a tasas incompatibles con la meta de inflación establecida por la JDBR para 2012 y para el largo plazo.

Además, en el segundo semestre se presentaron choques de demanda ajenos a la política monetaria, los cuales frenaron el crecimiento económico y llevaron al surgimiento de algunos excesos de capacidad productiva. Las estimaciones más recientes sobre la brecha del producto indican que esta se encontraba en terreno ligeramente negativo hacia finales de año, contrario a lo previsto inicialmente. Esto puede haber repercutido también en menores ajustes de precios al consumidor, no solo de los no transables, sino también de los transables y los alimentos.

Asimismo, al descenso de la inflación en 2012 contribuyeron las escasas presiones provenientes de los precios internacionales, en especial de los del petróleo y de los alimentos importados por el país. En el primer caso, los precios del petróleo descendieron en la primera mitad de año y se mantuvieron estables durante la segunda, permitiendo reducir sustancialmente el ritmo de ajuste del precio de la gasolina en Colombia. Este hecho, junto con otros factores, también hizo posible rebajas en las tarifas de energía eléctrica y del gas domiciliario en varias oportunidades durante el año. Hacia finales de 2012 la transmisión de estos menores precios externos hacia los precios al consumidor se aceleró y esto explica, en parte, los menores resultados inflacionarios frente a los previstos.

En el caso de alimentos, las alzas en los precios internacionales detectadas a mediados de año se revirtieron rápidamente en la medida en que se disiparon los riesgos de sequías en varias zonas productoras del mundo. Aquello, junto con una mayor disponibilidad de oferta externa, permitió disminuciones o pocos ajustes en los precios de alimentos importados como cereales y aceites, especialmente en la segunda mitad del año, cuando la

variación anual del IPC de este subgrupo tendió a ser menor que la prevista por el Banco.

Las pocas presiones de precios externos resultaron reforzadas por la apreciación acumulada del peso, que para el promedio del año fue de 2,7% (similar a la de 2011). Esta situación también indujo pocos ajustes en los precios de los alimentos importados, en el IPC de regulados (por medio de los precios de la gasolina, la energía y el gas) y en el de otros precios de bienes transables.

Durante 2012 los costos tanto salariales como no salariales tampoco ejercieron presiones alcistas sobre la inflación al consumidor. En el primer caso, como se explicó en el literal B de este capítulo, un amplio conjunto de salarios de los sectores industrial, comercial y de construcción se ajustó a tasas compatibles con la meta del 3% establecida por la JDBR para este año, una vez se descuentan las ganancias en la productividad laboral. Por su parte, los costos no salariales tendieron a reducirse en niveles, sobre todo en la segunda mitad del año, según lo sugiere la caída que se observó en el IPP (que cerró el año con una variación anual de -2,95%). La apreciación acumulada del peso, las pocas alzas registradas en los precios internacionales y una reducción de aranceles explican el comportamiento de estos precios y de los costos en general.

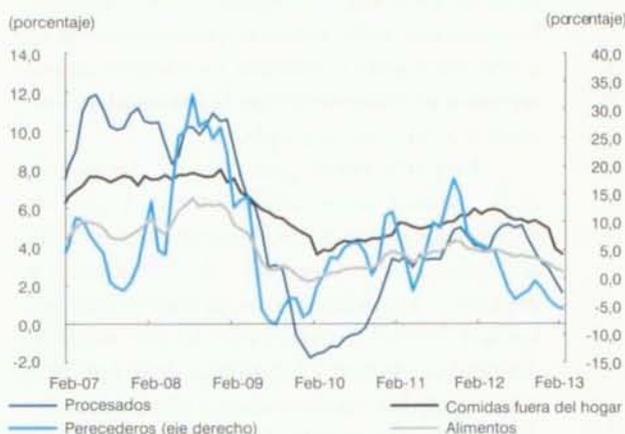
Por último, las buenas condiciones climáticas imperantes en 2012 favorecieron la oferta de alimentos perecederos, lo que permitió alzas muy moderadas o disminuciones en los precios de varios de estos productos. El fenómeno de El Niño, del cual se temía poder haberse presentado a partir del segundo semestre incrementando estos precios a finales de año, al fin no se materializó.

Por grupos de la canasta, la contribución principal a la reducción de la inflación al consumidor en el último año provino del IPC de alimentos, cuya variación anual pasó de 5,3% en diciembre de 2011 a 2,5% un año después. Los tres agregados en los que se puede descomponer esta subcanasta —los alimentos perecederos, los procesados y las comidas fuera del hogar— tuvieron reducciones significativas (Cuadro 3 y Gráfico 29).

En el primer caso, a lo largo de buena parte del año se presentaron caídas en los precios de productos como la papa y otros tubérculos, hortalizas y frutas, que llevaron a la variación anual de este componente a terreno negativo, algo que no se veía con similar intensidad y duración desde 2009. Seguramente, las condiciones climáticas favorables, con un régimen de lluvias que tendió a ser normal, estimuló la productividad de los cultivos y aumentó la oferta. Además, los altos precios de los dos años anteriores también debieron haber impulsado las siembras, a lo que se sumó la rebaja de aranceles a muchos insumos intermedios para la agricultura, junto con los menores ajustes a los precios de los combustibles que abarataron los costos de producción, distribución y transporte.

Por su parte, los precios de los alimentos procesados resultaron beneficiados por las caídas de los precios internacionales y por la apreciación del peso (como ya se comentó), mientras que las comidas fuera del hogar vieron unos ajustes menores en los costos de sus insumos (alimentos y servicios públicos) y recibieron algún impacto por una demanda interna más débil en la segunda mitad del año.

Gráfico 29
IPC de alimentos por grupos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El otro gran componente que ejerció una presión bajista sustancial sobre la inflación al consumidor en 2012 fue el de regulados, el cual está compuesto por las tarifas de los servicios públicos (energía, gas domiciliario y agua) y por los precios del transporte público y de la gasolina. La variación anual de esta subcanasta pasó de 5,8% en diciembre de 2011 a 1,9% en diciembre de 2012, siendo esta última cifra la más baja para este agregado desde noviembre de 2009 (Cuadro 3, Gráfico 30). Las presiones bajistas provinieron, principalmente, de las tarifas de energía, cuyo ajuste anual a finales de año fue negativo (-0,8%), en contraste con una variación anual relativamente alta en 2011 (6,4% en diciembre), además del precio de los combustibles, el cual pasó de ajustarse a una tasa anual de 4,8% a 1,3% en tal período. En ambos casos, la explicación a este comportamiento se debe a las pocas presiones provenientes del precio internacional del petróleo, de la apreciación acumulada del peso y de la reducción de la inflación al productor, esto último por cuanto las tarifas de energía están parcialmente vinculadas a dicho indicador.

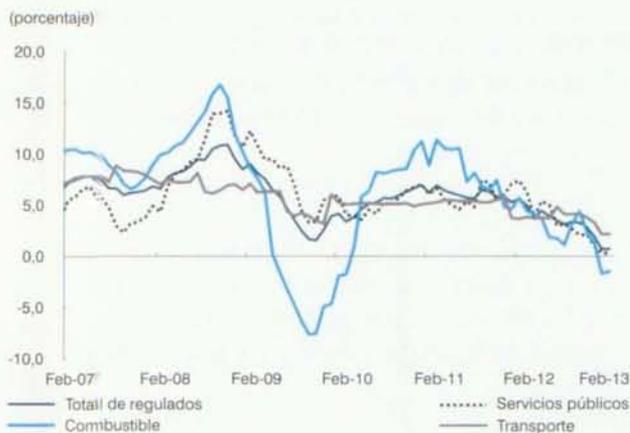
Adicionalmente, al descenso de los regulados también contribuyeron decisiones

administrativas de algunos gobiernos locales, las cuales redujeron las tarifas de varios servicios públicos. Sobresale el caso de Bogotá, donde la administración distrital implementó rebajas en las tarifas de acueducto y en las del transporte público.

Las otras dos subcanastas —transables y no transables sin alimentos ni regulados— presentaron cambios menores en 2012. En el primer caso, la apreciación del peso, la baja inflación internacional y una mayor competencia en el mercado interno en medio de una demanda que se debilitó hacia finales de año ayudaron a mantener la variación anual de este IPC entre 0,7% y 1,1% (Cuadro 3 y Gráfico 31). Los precios de los vehículos, los pasajes aéreos y de los artículos de comunicación y electrónicos disminuyeron durante varios meses.

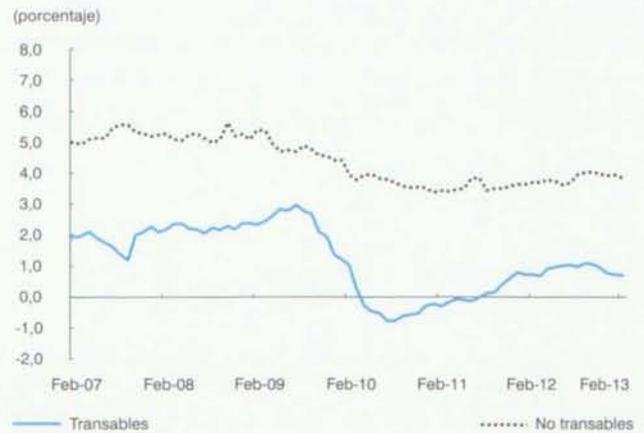
En cuanto al IPC de no transables sin alimentos ni regulados, en gran parte del año se mantuvo la aceleración gradual de la variación anual que se observaba desde 2011; sin embargo, en el cuarto trimestre la tendencia alcista se interrumpió y se presentaron disminuciones en el ritmo de ajuste de estos precios (Cuadro 3 y Gráfico 31). La evolución de este agregado en 2012 estuvo estrechamente

Gráfico 30
IPC de regulados y sus componentes
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 31
IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados



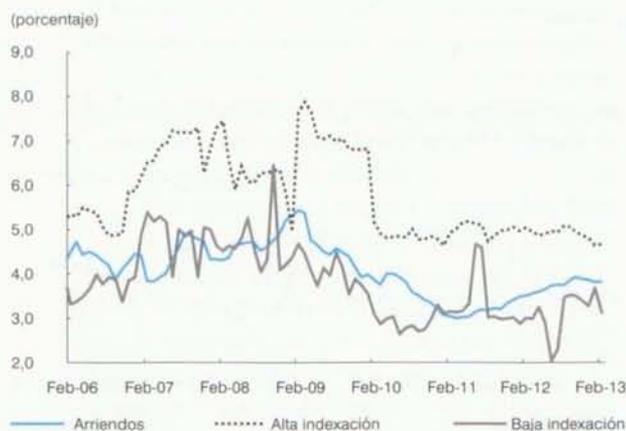
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

influenciada por el comportamiento del IPC de arriendos, cuya variación anual se aceleró lentamente en los tres primeros trimestres del año, pasando de 3,41% en diciembre de 2011 a 3,92% en octubre de 2012. Por disposiciones legales este precio está indexado a la inflación pasada, por lo que entre 2010 y 2011 el aumento de los precios implicó reajustes mayores en los contratos de arriendos renovados durante 2012. Sin embargo, en el cuarto trimestre la variación anual de este rubro cedió un poco (a 3,86% en diciembre), probablemente como efecto de las menores expectativas de inflación y de la moderación en el crecimiento de la demanda interna (Gráfico 32). Los otros rubros que componen los no transables mostraron una tendencia levemente decreciente en la segunda mitad del año, que también puede estar asociada con la caída de las expectativas de inflación y con una demanda menos dinámica.

2. Perspectivas para 2013

En los dos primeros meses de 2013 la inflación anual al consumidor siguió descendiendo, alcanzando en febrero niveles inferiores a los anticipados por los analistas del mercado y que se sitúa por debajo del rango de largo

Gráfico 32
Descomposición del IPC de no transables
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

plazo establecido por la JDBR (2,0%-4,0%): el dato para febrero fue de 1,83%. También, se presentó un descenso importante en los diferentes indicadores de inflación básica, aunque menos marcado que en el caso de la inflación total. El promedio de los cuatro indicadores se situó en 2,49%. Todos ellos se mantienen por encima del 2,0%, aunque están por debajo de la meta cuantitativa del 3,0%. En particular, la inflación anual del IPC sin alimentos descendió a 2,1% (Cuadro 3 y gráficos 27 y 28).

La caída de la inflación a comienzos de año tiene que ver, en parte, con el impacto de la reforma tributaria en los precios, la cual implicó modificaciones en las tarifas del impuesto al valor agregado (IVA) para un segmento importante de los bienes y servicios de la canasta del consumidor y una reducción de los impuestos al consumo de la gasolina¹⁰. También, es probable que unas demandas interna y externa más débiles hayan frenado los ajustes de precios de un conjunto amplio de bienes y servicios a comienzos de año. Sin embargo, la información al respecto aún es limitada.

Por subcanastas, en el primer bimestre se siguieron presentando presiones bajistas, provenientes de los precios de los alimentos y de los regulados. Las rebajas de impuestos indirectos moderaron los ajustes o incluso permitieron rebajas en los precios de varios rubros de la canasta de alimentos, como las comidas fuera del hogar, el azúcar y el chocolate, entre otros. Asimismo, gracias a dicha reforma, para gasolina se produjo una disminución del precio en \$200 en enero, lo que en parte explica la desaceleración en la variación anual de regulados.

Las rebajas en el IVA también se extendieron a otros bienes y servicios como vehículos, computadores y medicina prepagada, lo que a febrero ayudó a disminuir la variación anual de los IPC de transables y no transables sin alimentos ni regulados (Cuadro 3 y gráficos 30 y

¹⁰ Véase al respecto el *Informe sobre Inflación* de diciembre de 2012, Recuadro 4, p. 70, Banco de la República.

31). Adicionalmente, un peso todavía apreciado en términos de tasas anuales para el promedio del bimestre (pese a la depreciación observada en febrero), junto con una baja utilización de la capacidad instalada siguieron limitando las presiones sobre los precios al consumidor.

Los pronósticos del Banco de la República para el resto del año y para 2014 efectuados con información disponible a diciembre de 2012 indican que la inflación podría acercarse lentamente al 3% durante los próximos cinco trimestres, para mantenerse en niveles ligeramente inferiores a este rubro en la segunda mitad de 2014 (Gráfico 33). Estos pronósticos incluyen un impacto bajista, menor que el observado por cuenta de la reforma tributaria, por lo que es probable que al incluir plenamente este efecto, la senda de pronóstico disminuya un poco más. Sin embargo, esto solo sucedería en 2013, pues el próximo año la inflación retornaría al nivel previsto en principio. Cabe advertir que el efecto de la rebaja de impuestos indirectos es un fenómeno de una sola vez, por lo que sería transitorio y afectaría la inflación anual durante solo doce meses.

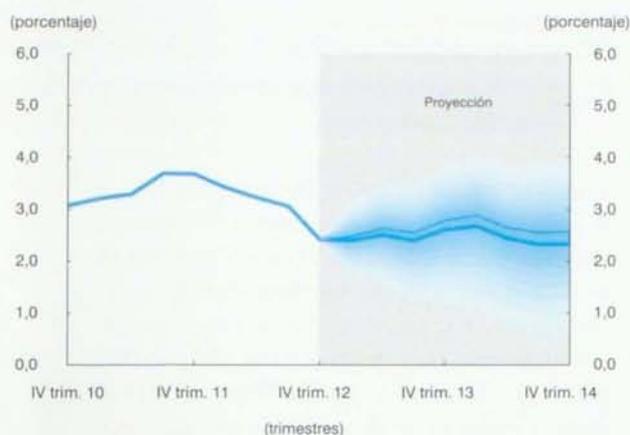
La proyección anterior contempla un escenario externo que sigue siendo crítico, con una demanda mundial aún débil y precios internacionales estables o menores que en 2012,

lo que no debe desembocar en presiones sobre la inflación local. En el frente interno la brecha del producto se mantendría en terreno negativo durante buena parte de 2013. Sin embargo, hacia la segunda mitad esta situación debe cambiar, en la medida en que el crecimiento interno se acelere gracias, en parte, a las acciones de política monetaria adoptadas desde julio del año pasado, y que han llevado a una reducción de la tasa de intervención del Banco que ha descendido 200 pb hasta marzo. De todas maneras, a lo largo de casi todo el año las presiones de demanda sobre los precios deberán ser bajas o nulas, situación que solo se revertiría plenamente en 2014, dado el rezago con que actúa la política monetaria.

Adicionalmente, en materia de costos laborales se espera que los ajustes para 2013 sean inferiores a los del año anterior, dado el menor aumento del salario mínimo (4,05%) y los efectos de la reforma tributaria vía la disminución de los parafiscales en la nómina. Por esta razón, y porque la tasa de desempleo debería descender poco, no se prevén presiones sobre los precios, originadas en este frente. Algo similar sucede con las expectativas de inflación, las cuales continuaron descendiendo a comienzos de 2013, y a horizontes de un año se encuentran cerca del 3%. De hecho, para horizontes mayores (de dos, tres y cinco años) la inflación esperada está alrededor de 2,5%, según lo sugieren las estimaciones obtenidas a partir de las tasa de interés de los títulos TES (Gráfico 34).

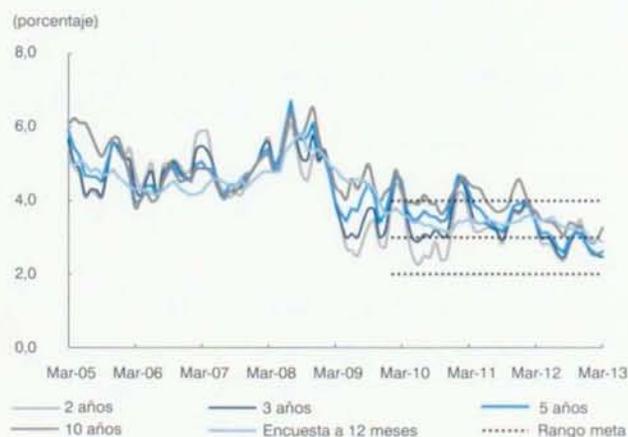
El panorama externo sigue presentando riesgos a la baja para la inflación en Colombia. Las economías avanzadas todavía enfrentan serios problemas de exceso de endeudamiento y falta de confianza, los cuales no han sido superados pese a los esfuerzos de sus autoridades económicas. Si bien se confía en que las medidas adoptadas en los Estados Unidos y en la zona del euro dinamicen sus economías en el transcurso del año, aún no se puede descartar un escenario pesimista, con un estancamiento en el primero de los casos y una recesión más profunda en el segundo. Ello redundaría en un menor crecimiento de

Gráfico 33
Fan Chart de la inflación total



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 34
Expectativas de inflación derivadas de los TES y de la encuesta
del Banco de la República
(a dos, tres, cinco y diez años)
(promedio mensual)^{a/}



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

la demanda por nuestras exportaciones y en menores precios para el petróleo y otras materias primas, que tienen efectos bajistas sobre la inflación al consumidor en Colombia. Aunque una situación como esta implicaría una presión hacia la depreciación del tipo de cambio, con el consiguiente efecto alcista sobre los precios de los bienes transables, cabe esperar que primen las presiones contrarias por cuenta de una demanda interna y una externa más débiles junto con unos costos de producción y de transporte más bajos.

Un riesgo también a la baja lo constituye la reciente devaluación en Venezuela. Esta decisión en el vecino país encarece las exportaciones colombianas hacia ese mercado, reduciendo la demanda por nuestros productos. Además, puede aumentar la oferta de productos venezolanos en Colombia, sobre todo en las zonas fronterizas. La combinación de estos dos fenómenos puede generar presiones a la baja en la inflación en Colombia.

En cuanto a los riesgos alcistas, conviene señalar un posible aumento de los precios de los alimentos perecederos en 2013 mayor que

el contemplado en el pronóstico central, dado el ciclo normal que caracteriza a la producción agropecuaria. Los precios actuales son bajos en términos relativos y ello puede desestimular la oferta en los próximos trimestres, generando presiones alcistas sobre el IPC que, a pesar de ser transitorias, pueden tener un efecto permanente si impactan las expectativas de inflación.

En la misma línea, las noticias de comienzos de año, relacionadas con paros en diversas actividades económicas, pueden obstaculizar la producción, distribución y comercialización de muchos productos de la canasta del consumidor, con el consiguiente efecto alcista sobre sus precios. Aunque aquí los efectos directos sobre la inflación también serían transitorios, podrían tener repercusiones permanentes, vía las expectativas.

Otro riesgo alcista proviene de una demanda interna más dinámica por un desempeño de la inversión en obras civiles mejor que el previsto. La volatilidad de este agregado ha sido alta en el pasado reciente, por lo que su pronóstico, que es moderado en este informe frente a las expectativas del Gobierno, es muy incierto.

Pese a los riesgos señalados, los ejercicios de pronóstico efectuados por el Banco sugieren que la probabilidad de que la inflación anual al consumidor se mantenga dentro del rango meta de largo plazo para 2013 y 2014 sigue siendo alta. De todas maneras, cabe advertir que este ejercicio contempla una política monetaria activa.

D. Política monetaria, tasas de interés y sector financiero

Como se señaló en los capítulos anteriores, en el transcurso de 2012 la economía colombiana presentó una desaceleración en su crecimiento, explicada por una menor dinámica de la demanda interna, así como por una moderación del aumento de las ventas externas del país. Por otra parte, el crédito, que a lo largo de 2011 se aceleró hasta alcanzar tasas elevadas de crecimiento anual, inició una fase de menores aumentos, especialmente a partir de la segunda

mitad de 2012. La desaceleración de la cartera total se observó en todas las modalidades de crédito, pero fue más acentuada en la de consumo. Con respecto a la inflación y sus expectativas, durante la mayor parte del año se observó una tendencia decreciente, que convergía de manera gradual a la meta de largo plazo (3%). Sin embargo, en los últimos dos meses de 2012 la caída de la inflación se acentuó, cerrando el año en 2,4%. Las diferentes medidas de expectativas de inflación se situaron igualmente por debajo de la meta de largo plazo.

La información disponible para los primeros meses de 2013 indica que la economía seguiría creciendo por debajo de su potencial, al tiempo que las presiones inflacionarias estarían contenidas, por lo que se espera que este año se dé una convergencia gradual de la inflación hacia la meta de largo plazo.

De esta forma, la economía ha empezado a operar por debajo de su capacidad

productiva, con una inflación y sus expectativas que se sitúan por debajo de la meta de 3%. En este contexto, con el fin de estabilizar el nivel de producción cerca de la capacidad de la economía y garantizar la convergencia de la inflación a la meta, la JDBR ha reducido la tasa de interés de intervención desde un nivel de 5,25% en julio de 2012 a 3,25% en marzo de 2013. La reducción de las tasas ha sido gradual (25 pb en cada ocasión y 50 pb en la última), dada la incertidumbre sobre la naturaleza y duración de los choques que han determinado el comportamiento de los precios y del producto. Algo han influido también los riesgos de desbalances financieros (aumentos excesivos en el crédito de las familias y en los precios de la propiedad raíz). La actual postura monetaria se ha reflejado en la mayoría de las tasas de interés nominales del sistema bancario, y en menor medida en las reales (véase sombreado a continuación).

Transmisión reciente de la tasa de interés de política hacia las tasas de interés de mercado

A continuación se analiza la transmisión de la tasa de interés de política hacia algunas tasas de interés de mercado (DTF y las de los créditos de consumo y comercial ordinario), tanto en términos nominales como reales¹ entre julio de 2012 y febrero de 2013. Dicha transmisión se comparó con otros períodos desde el año 2000, en los cuales se dieron movimientos en la tasa de política, especialmente con aquellos donde se redujo la tasa de interés de política (tasa repo de expansión a un día).

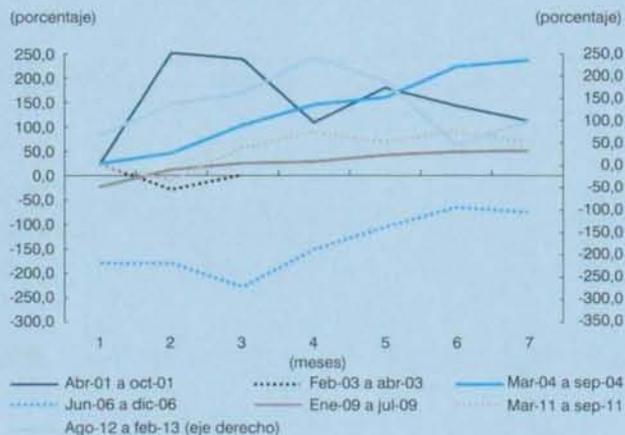
En primer lugar, se identificaron los períodos de disminución (o alzas) de la tasa de política, y para cada uno se calculó la relación entre el cambio acumulado observado en las tasas de interés nominales de mercado y el correspondiente a la tasa de política, para tener una medida del porcentaje de transmisión. De esta forma, si dicho cociente es menor a 100% la transmisión acumulada es incompleta; si es igual a 100% sería completa; y si es superior a 100% las tasas de mercado habrían sobre-reaccionado al cambio en la tasa de política.

Como se observa en el Gráfico A, panel 1, entre agosto de 2012 y febrero de 2013 las tasas nominales de consumo reaccionaron más que proporcionalmente a la disminución de la tasa de política durante los primeros cinco meses,

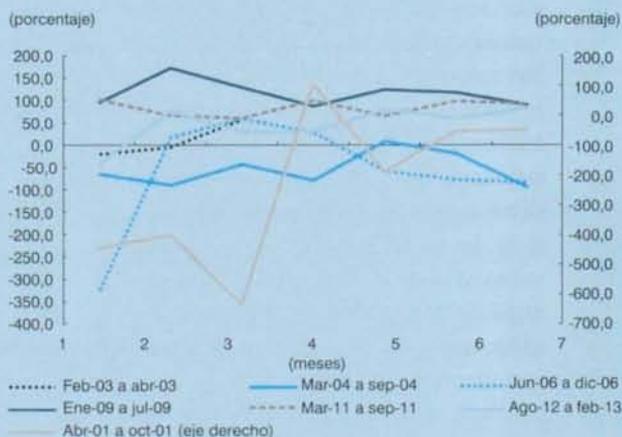
¹ Se utilizaron como deflatores: el promedio de las medidas de inflación básica, el cambio del IPC sin alimentos ni regulados y las expectativas de inflación derivadas de los TES a un año.

Gráfico A

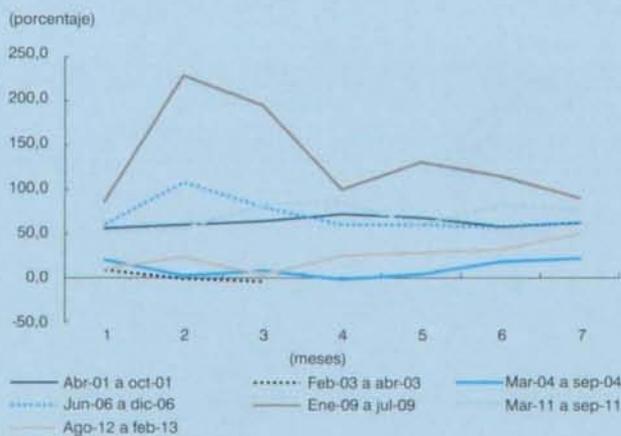
1. Cambio acumulado relativo de la tasa nominal de consumo a la tasa de política (ventana de 7 meses)



2. Cambio acumulado relativo de la tasa nominal ordinaria a la tasa de política (ventana de 7 meses)



3. Cambio acumulado relativo de la tasa nominal DTF a la tasa de política (ventana de 7 meses)



Nota: las líneas punteadas hacen referencia a períodos de aumentos de la tasa de referencia.

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

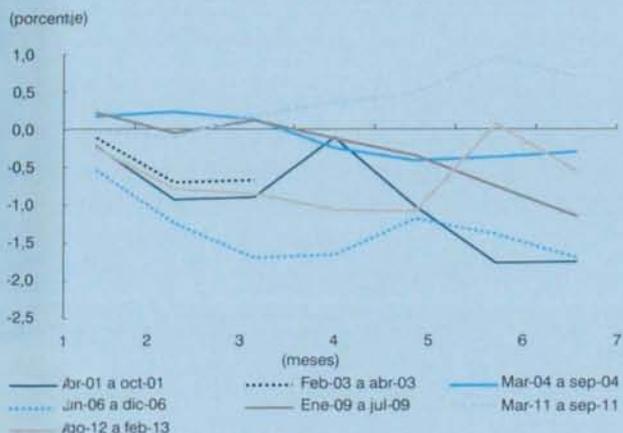
alcanzando su mayor respuesta en el cuarto mes. En enero de 2013 el efecto retrocedió parcialmente y estuvo cercano a 50%, pero en febrero cuando volvió a bajar la tasa, la transmisión fue casi completa (97%). Con respecto a la tasa de interés comercial, el Gráfico A, panel 2 muestra que la transmisión ha sido continua, aunque un

poco menor que la presentada durante 2009. Por su parte, después del tercer mes la tasa DTF reaccionó, aunque en menor medida que en períodos anteriores (Gráfico A, panel 3).

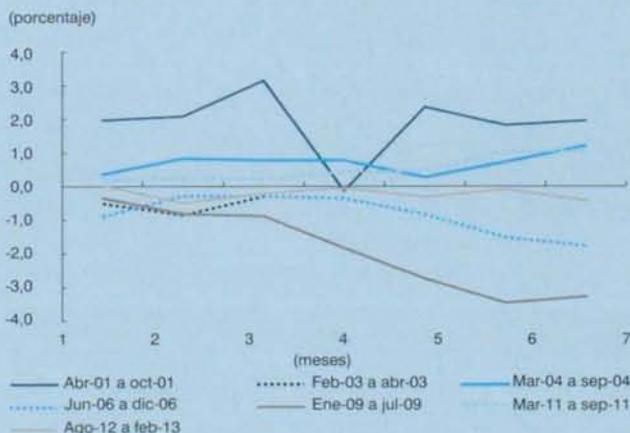
En cuanto a las tasas de interés reales, los diferentes deflatores mostraron resultados similares. En el Gráfico B se muestran los cambios

Gráfico B

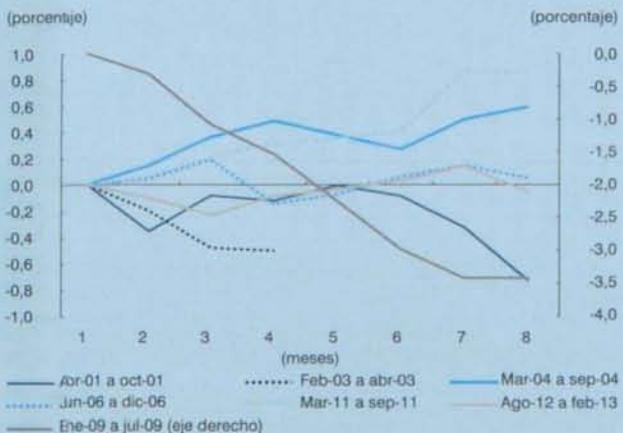
1. Cambio acumulado de la tasa de interés real de consumo
(ventana de 7 meses)



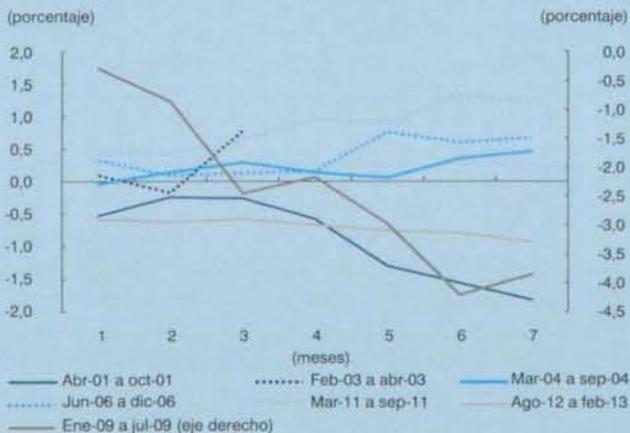
2. Cambio acumulado de la tasa de interés real de crédito ordinario
(ventana de 7 meses)



3. Cambio acumulado de la tasa de interés real DTF
(ventana de 7 meses)



4. Cambio acumulado de la tasa real de intervención
(ventana de 7 meses)



Nota: las líneas punteadas hacen referencia a períodos de aumentos de la tasa de referencia.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

acumulados de las tasas de interés deflactadas con el promedio de las medidas de inflación básica². Entre finales de julio de 2012 y febrero de

2013 la tasa real de referencia del Banco de la República cayó 0,9 puntos porcentuales (pp); la de consumo, que a diciembre había descendido 1,1%, revirtió su comportamiento en enero y acumuló una subida de 0,1 pp, situación que no se había presentado en otros períodos de disminución de tasas. Ya en el mes de febrero

² A saber: inflación sin alimentos; sin alimentos ni regulados; sin alimentos perecederos combustibles ni servicios públicos, y núcleo 20.

esta tasa cayó 0,6% (Gráfico B, panel 1). En el caso de la tasa de interés de crédito ordinario, la disminución ha sido menor pero constante, y a febrero se redujo 0,4 pp. Esta estabilidad en la transmisión no se había observado en periodos anteriores (Gráfico B, panel 2). Por último, la tasa real DTF ha reaccionado poco y a febrero de 2013 había bajado 0,1 pp (Gráfico B, panel 3). Los pocos movimientos de las tasas de interés reales tienen que ver con que la caída de la inflación de los últimos meses ha sido mayor a los movimientos de la tasa de interés de política (Gráfico B, panel 4).

En conclusión, la transmisión reciente de la reducción en la tasa de referencia hacia las diferentes tasas nominales de mercado ha sido efectiva y similar a la observada en periodos anteriores de disminuciones en la tasa de política, con excepción de la DTF. Por su parte, en términos reales las tasas no se han reducido de manera significativa, debido a la reciente caída en la inflación. Cabe mencionar que los resultados anteriores son similares cuando se analizan los periodos en donde se incrementó la tasa de política.

1. Comportamiento de las tasas de interés durante 2012

El comportamiento de las tasas de interés del sistema bancario durante el año 2012 estuvo en línea con la postura de la política monetaria. El mercado de deuda pública, por su parte, tuvo una tendencia hacia la valorización, en particular, en los títulos de mediano y largo plazos.

a. Tasas de interés bancarias

Como se mencionó en el *Informe al Congreso* de julio de 2012, en el primer semestre del año todas las tasas de interés mostraron una tendencia creciente, siguiendo en diferente grado los aumentos de la tasa de política. Entre febrero de 2011 y el mismo mes de 2012 la JDBR incrementó en nueve oportunidades su tasa de interés, con aumentos de 25 pb cada vez, situándola en 5,25%. A partir de julio de 2012 la JDBR cambió su postura monetaria reduciendo la tasa de interés de intervención en 25 pb en cuatro oportunidades hasta finales de año (100 pb en total), situándola en 4,25%. Tales recortes se transmitieron plenamente a la tasa de interés interbancaria a un día (TIB), la cual descendió 115 pb entre el 27 de julio y finales de 2012, cuando su nivel fue 4,27% (Gráfico 35).

Gráfico 35
Tasa de interés de intervención del Banco de la República y tasa de interés interbancaria (TIB)*



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 1 de marzo de 2013.

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

La actual postura monetaria se ha reflejado en la mayoría de las tasas de interés nominales del sistema bancario, y en menor medida en las reales (véase sombreado de la página 43). Del lado de las captaciones, la DTF¹¹ pasó de

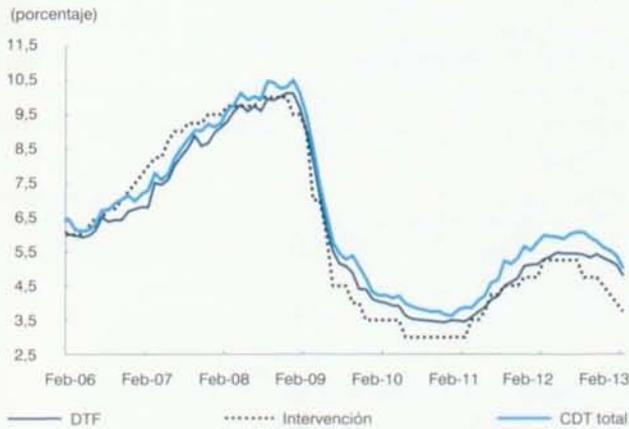
¹¹ Corresponde al promedio de la tasa de captación de los certificados de depósito a término (CDT) a 90 días.

5,44% en julio a 5,22% en diciembre de 2012 (una reducción de 22 pb). Asimismo, durante el período señalado la tasa de interés de los CDT a todos los plazos bajó de 6,08% a 5,54% (-54 pb) (Gráfico 36).

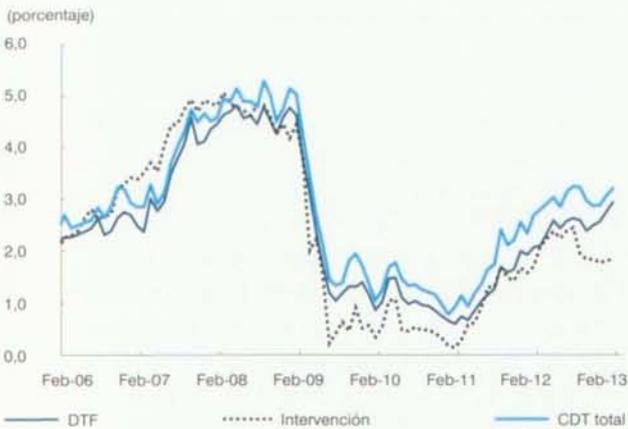
Gráfico 36

Tasas de interés pasivas y tasa de interés de intervención del Banco de la República

A. Nominales^{a/}



B. Reales^{b/}



a/ La información corresponde al promedio del mes monetario, excepto para la de intervención del Banco de la República que es a fin de mes. La información semanal para la DTF corresponde a la tasa en el momento de la captación (operación), la cual tiene vigencia en la siguiente semana.

b/ La información corresponde al promedio del mes monetario.

Deflactado con el IPC sin alimentos.

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

En cuanto a las tasas de interés de los créditos dirigidos a los hogares, entre julio y diciembre de 2012 disminuyeron las de la cartera de consumo de 19,66% a 18,26% (-140 pb) y las del crédito hipotecario de 13,02% a 12,82% (-20 pb); en tanto que la tasa de interés de tarjeta de crédito aumentó 21 pb (de 30,27% a 30,48%) (Gráfico 37).

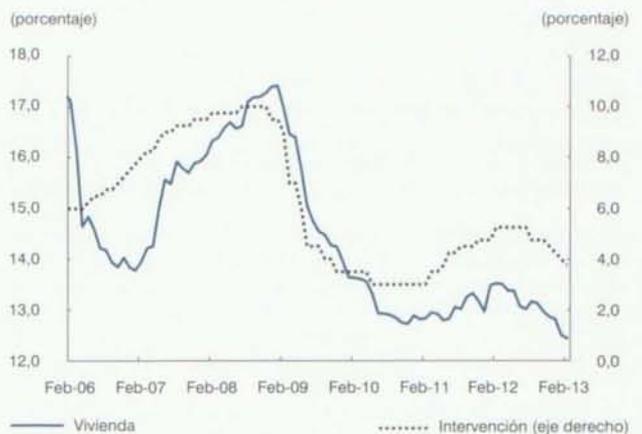
Gráfico 37

Tasas de interés nominales de créditos a hogares y de intervención del Banco de la República^{a/}

A. Consumo



B. Vivienda

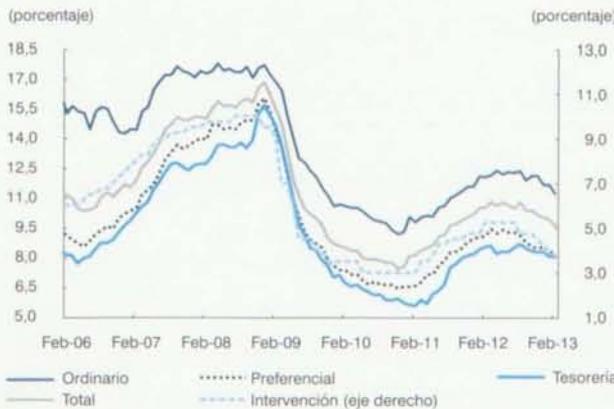


a/ Los datos corresponden al promedio del mes monetario, excepto para la de intervención del Banco de la República que es a fin de mes. Fuentes: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia.

Durante el mismo período, la tasa de interés de los créditos comerciales pasó de 10,52% a 10,06% (-45 pb)¹². En general, para todas las modalidades las tasas descendieron: las de tipo preferencial de 9,30% a 8,59% (-71 pb), seguidas por las ordinarias de 12,29% a 11,69% (-60 pb) y, en menor magnitud, las de tesorería, de 8,51% a 8,30% (-21 pb) (Gráfico 38).

Por su parte, la tasa de interés para microcrédito se redujo de 35,73% a 25,66% (-1.007 pb) entre julio y diciembre de 2012. La magnitud de la caída obedeció a la sustitución de financiamiento desde instituciones de segundo piso hacia bancos comerciales. Actualmente, una mayor proporción de los desembolsos provienen de recursos propios de los bancos que tramitan estos créditos, con una política de tasas de interés similar a la de las instituciones de segundo piso (Gráfico 39)¹³.

Gráfico 38
Tasas de interés nominales de créditos comerciales y de intervención del Banco de la República^{a/}



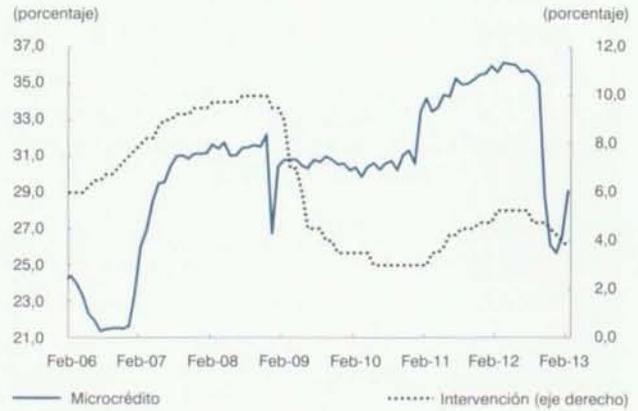
a/ Los datos corresponden al promedio del mes monetario, excepto para la de intervención del Banco de la República que es a fin de mes. Para el cálculo de la tasa de interés comercial total, debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso.

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

¹² Para el cálculo de esta tasa, debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso.

¹³ Los desembolsos realizados por bancos de segundo piso no se tienen en cuenta dentro del cálculo de las tasas de interés ponderadas de los establecimientos de crédito.

Gráfico 39
Tasas de interés nominales para microcréditos y de intervención del Banco de la República^{a/}



a/ Los datos corresponden al promedio del mes monetario, excepto para la de intervención del Banco de la República que es a fin de mes. Fuentes: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia.

La reducción de las tasas de interés en la segunda parte del año se reflejó en la tasa activa calculada por el Banco de la República¹⁴ (la cual toma en cuenta las tasas de interés de los créditos de consumo y comerciales), que disminuyó de 12,47% a 11,64% (-83 pb) entre julio y diciembre (Gráfico 40).

En lo corrido de 2013 la JDBR ha continuado con su política expansiva, al adoptar en enero y febrero dos nuevos recortes de 25 pb, y en marzo uno de 50 pb, situando la tasa de interés de referencia en 3,25%.

Dicha postura tuvo una rápida respuesta de la TIB, que se ubicó alrededor de 3,76% en febrero, mientras que el resto de tasas bancarias presentaron un comportamiento mixto. Así, en los dos primeros meses de 2013 disminuyeron, por el lado de los hogares, la tasa de interés hipotecaria -37 pb (ubicándose en 12,44%) y la de tarjeta de crédito -70 pb (29,77%); y por el

¹⁴ La tasa de interés activa calculada por el Banco considera los créditos de consumo y comerciales. Para este último se toman las modalidades de crédito ordinario, preferencial y tesorería. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso.

Gráfico 40

Tasas de intervención del Banco de la República y tasa activa del sistema^{a/}

a/ Los datos corresponden al promedio del mes monetario, excepto para la de intervención del Banco de la República que es a fin de mes. La tasa activa es el promedio ponderado por monto de las tasas de los créditos de consumo, preferencial, ordinario y tesorería. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se calcula considerando una quinta parte de su desembolso.

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

lado de los créditos comerciales, la preferencial lo hizo en -49 pb (ubicándose en 8,11%), la de créditos ordinarios -45 pb (11,24%) y la de tesorería -26 pb (8,04%). La tasa de interés de la cartera de consumo registró un incremento de 19 pb (situándose en 18,45%). Finalmente, la tasa de interés para microcrédito también tuvo un incremento de 341 pb (29,07%) hasta febrero de 2013.

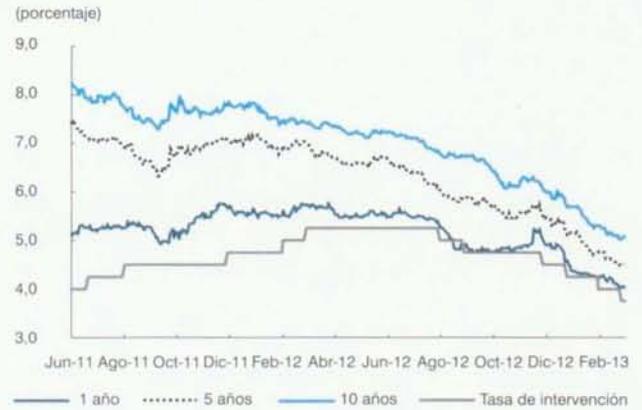
b. Mercado de deuda pública

En el año 2012 los TES denominados en pesos presentaron valorizaciones y las tasas de algunas referencias alcanzaron niveles mínimos históricos. Las tasas de títulos que vencen entre cero y dos años, entre dos y cinco años, y entre cinco y quince años registraron en promedio disminuciones de 121 pb, 181 pb y 203 pb, respectivamente¹⁵ (Gráfico 41), lo que

¹⁵ Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el Emisor con metodología de Nelson y Siegel (1987).

Gráfico 41

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.

corresponde a un aplanamiento de la curva de aproximadamente 82 pb.

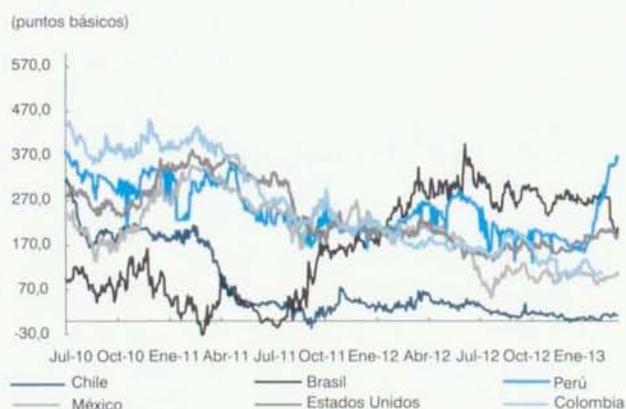
En general, durante 2012 la pendiente de la curva disminuyó, continuando con la tendencia presentada desde mediados de 2010. Este mismo comportamiento ha caracterizado a otras economías de la región¹⁶. En Colombia la disminución de la pendiente durante 2012 ocurrió en un contexto tanto de incrementos como de reducciones en la tasa de referencia por parte del Banco de la República y puede ser explicada por la continua caída en las tasas de mediano y largo plazos, producto, principalmente, de los ajustes a la baja en las expectativas de inflación, así como de la mejora en la percepción de riesgo soberano local¹⁷ (Gráfico 42).

Además del efecto de las expectativas de riesgo e inflación, las valorizaciones de los TES durante el año pasado también estuvieron

¹⁶ Las pendientes son medidas como la diferencia entre las tasas cero cupón a diez años y las tasas cero cupón a un año. Para Chile esta diferencia es calculada con la tasa cero cupón a nueve años.

¹⁷ En particular, aumentó la perspectiva de la deuda soberana de Colombia de "estable" a "positiva" por parte de las agencias Dominion Bond Rating Service (DBRS) y Standard & Poor's (S&P).

Gráfico 42
Pendiente de las curvas cero cupón



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

asociadas con el optimismo de los participantes del mercado ante anuncios positivos en materia fiscal¹⁸, algunas operaciones de manejo de deuda por parte del Gobierno¹⁹, y el anuncio de la nueva estrategia de colocación de TES, que generó expectativas de una mejora en la liquidez en todos los tramos de la curva de deuda y del perfil de deuda de la nación²⁰.

¹⁸ En febrero el Gobierno anunció que el dato preliminar del déficit del sector público consolidado (SPC) durante 2011 había sido 2,2% del PIB (esperado: 2,9%), y que el pronóstico del déficit del gobierno nacional central (GNC) para 2012 pasaba de 3,0% a 2,8%. En el marco fiscal de mediano plazo (MFMP) de junio de 2012, la meta de déficit del GNC pasó de 2,8% a 2,4%, la del SPC de 1,8% a 1,2%, y la de la deuda del sector público no financiero (SPNF) pasó de 27% a 26,4%. Además, se redujo la meta de emisión de deuda externa de US\$4.100 m a US\$2.800 m, se cancelaron las subastas de TES de corto plazo y se aplazó la venta de la participación accionaria de Ecopetrol para el año 2013. El 30 de agosto, la Tesorería anunció una reducción en el cupo de las subastas de TES de 2012 de \$17,3 billones (b) a \$16,3 b. El 28 de diciembre el Gobierno anunció que cumpliría con la meta de déficit contemplada en el MFMP al alcanzar 2,4% del PIB.

¹⁹ De estas operaciones se destaca una del 14 de junio, cuando el Gobierno redimió bonos con vencimiento el 15 de agosto de 2012 por \$2 b, de tal manera que el valor de los pagos pasó de \$8,6 b a \$6,6 b. Además, el 28 de diciembre se anunció el reembolso anticipado de títulos con vencimiento en abril y noviembre de 2013 por un monto nominal de \$2.300 mm.

²⁰ Estrategia anunciada por el Ministerio de Hacienda con el propósito de la creación de bonos de referencia a cinco, diez

El optimismo también fue manifestado por agentes internacionales, hecho que se reflejó en dos exitosas colocaciones de bonos globales de deuda externa²¹. Por otra parte, las disminuciones en los pronósticos de crecimiento de la economía colombiana (en el segundo semestre del año) despertaron expectativas del inicio (y posteriormente de continuidad) de un ciclo de recortes de la tasa de referencia, el cual efectivamente comenzó a finales de julio. Hacia finales del año los TES se vieron favorecidos por las expectativas de mayor inversión extranjera de portafolio, originadas por el proyecto de reforma tributaria presentado ante el Congreso, donde se proponía una menor carga impositiva para los inversionistas extranjeros de portafolio²².

En lo corrido de 2013 (hasta el 28 de febrero) los TES denominados en pesos han continuado presentando valorizaciones, y las tasas de algunos bonos de mediano y largo plazos han alcanzado nuevos mínimos históricos. Las tasas de títulos que vencen entre cero y dos años, entre dos y cinco años, y entre cinco y quince años han registrado en promedio disminuciones de 36 pb, 59 pb y 63 pb, respectivamente, lo que implica un aplanamiento de la curva de 26 pb en lo corrido del año. Este comportamiento puede explicarse en especial por el ajuste de las tasas ante la incorporación de los recortes de la tasa de referencia anunciados en las reuniones de diciembre, enero y

y quince años en pesos a tasa fija, con vencimientos en años pares. En cuanto a los bonos denominados en UVR, las referencias serían a cinco, diez y veinte años, con vencimientos en años impares.

²¹ El 11 de enero se anunció la colocación de US\$1.500 m en bonos con vencimiento en 2041, a una tasa inferior a las tasas de colocación de bonos de plazos similares (la tasa de colocación fue 4,964% y se recibieron demandas por cerca de US\$3,600 m). El 14 de septiembre se anunció la exitosa colocación en el mercado de capitales internacional de un nuevo bono TES Global por \$1,0 b, con vencimiento en marzo de 2023. El Gobierno resaltó que los bonos se habían colocado a una tasa de 4,50%, la tasa más baja de la historia para un título a diez años en pesos colombianos.

²² La carga impositiva para los inversionistas extranjeros de portafolio era de 33% y se redujo a 25% si la inversión proviene de un sitio denominado paraíso fiscal, y a 14% en otro caso.

febrero, la publicación de los datos de inflación de diciembre y enero (que resultaron inferiores a los esperados por el mercado) y las menores perspectivas de crecimiento.

2. Base monetaria, crédito y fuentes de financiamiento del sistema financiero

En un esquema en el cual el banco central suministra toda la liquidez necesaria para mantener las tasas de interés de mercado alineadas con la tasa de interés de referencia, el comportamiento de la base y de otros agregados monetarios refleja, principalmente, la demanda de dinero del sector real y de liquidez primaria por parte

del sistema financiero. De otro lado, el desempeño del crédito está determinado tanto por las necesidades de gasto de los agentes como por la oferta de los establecimientos de crédito.

a. Base monetaria: fuentes y usos

i. Fuentes de expansión de la base

La liquidez primaria de la economía es suministrada por el Banco de la República mediante operaciones con el resto de agentes, especialmente con las entidades financieras y el Gobierno nacional. El Banco inyecta liquidez a la economía cuando aumenta sus activos o reduce sus pasivos no monetarios, y viceversa.

Cuadro 4
Fuentes de la base monetaria
(miles de millones de pesos)
(variación trimestral)^{a/}

Concepto	2011					2012				
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Total	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Total
I. Gobierno	(8.782)	(2.795)	(3.229)	12.443	(2.363)	(4.835)	(12.869)	988	13.802	(2.914)
Traslado de utilidades en pesos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósitos en el Banco de la República	(8.782)	(2.795)	(3.229)	12.443	(2.363)	(4.835)	(12.869)	988	15.843	(872)
Depósitos remunerados de control monetario	0	0	0	0	0	0	0	0	(2.041)	(2.041)
II. TES de regulación	(5)	(258)	(27)	(36)	(325)	(10)	(151)	(245)	(37)	(442)
Compras definitivas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ventas definitivas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Vencimiento	(5)	(258)	(27)	(36)	(325)	(10)	(151)	(245)	(37)	(442)
III. Operación de liquidez del Emisor	2.995	2.108	64	(3.634)	1.534	(2.843)	13.445	(5.565)	(6.292)	(1.255)
Expansión ^{b/}	2.160	2.014	78	(3.042)	1.210	(2.883)	12.883	(5.273)	(5.947)	(1.220)
Contracción	835	94	(14)	(592)	323	40	562	(292)	(345)	(35)
IV. Divisas^{c/}	2.329	2.193	2.267	0	6.790	1.383	2.109	2.558	2.645	8.695
Subasta de compra directa	2.329	2.193	2.267	0	6.790	1.383	2.109	2.558	2.645	8.695
V. Otros^{d/}	202	196	150	280	828	160	342	263	274	1.039
Variación total de la base	(3.261)	1.445	(774)	9.053	6.464	(6.144)	2.877	(2.001)	10.392	5.124
Saldo de la base monetaria	41.614	43.060	42.286	51.339	51.339	45.195	48.072	46.071	56.463	56.463

a/ Estas cifras corresponden al cierre del mes calendario.

b/ Incluye repos a un día, *overnight* y a mediano plazo.

c/ No se incluyen las operaciones con organismos internacionales.

d/ Dentro del rubro "otros" se incluye el efecto monetario del PyG del Banco.

Fuente: Banco de la República.

A finales de diciembre de 2012 el crecimiento nominal anual de la base monetaria fue 10%, con una variación del saldo de \$5.124 mm. Como se aprecia en el Cuadro 4, la política de fortalecimiento de la posición de reservas internacionales fue la principal fuente de inyección de liquidez en pesos. Las compras netas de divisas del Banco de la República en el mercado cambiario por US\$4.844 m originaron una expansión monetaria de \$8.695 mm. En parte, esta fue esterilizada mediante operaciones de depósito del Gobierno nacional en el Banco por un valor de \$2.914 mm, entre las que se destacan las correspondientes a la colocación de TES de control monetario por \$2.041 mm (un nuevo instrumento de manejo monetario desarrollado en 2012 [véase el sombreado en la parte inferior de esta página]), junto a los depósitos remunerados de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) por \$872 mm²³.

²³ A partir de junio de 2005 la DGCPTN deposita sus excedentes en pesos en cuentas del Banco de la República, quien

Adicionalmente, se recogió liquidez por el vencimiento de TES en poder del Banco por \$442 mm. Asimismo, resultó contraccionista la menor demanda por operaciones de liquidez del sistema financiero al Banco por \$1.255 mm; en particular, \$1.220 mm de menores repos de expansión y \$35 mm de incremento en los depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE).

ii. Usos de la base monetaria

En 2012 el aumento de la base monetaria atendió la mayor demanda por efectivo en poder del público por \$1.299 mm (3,9% anual) y por reserva bancaria del sistema financiero por \$3.824 mm (18,4% anual). Estos crecimientos del efectivo y de la reserva fueron menores a los observados en 2011 en 8,3 y 2,6 pp, respectivamente (Gráfico 43).

a su vez remunera el saldo de estos depósitos a tasas de interés de mercado.

TES de control monetario

A partir de noviembre de 2012, el Gobierno nacional inició la emisión y colocación de un nuevo instrumento para que el Banco de la República regule la liquidez de la economía. La emisión de dichos títulos, conocidos como TES de control monetario, se encuentra autorizada por la Ley 1450 de 2011¹, la cual, a su vez, contempla que los recursos provenientes de las colocaciones no podrán utilizarse para financiar apropiaciones del presupuesto general de la nación (PGN), y que deben ser administrados mediante depósito remunerado en el Banco de la

¹ Artículo 268, que modifica el literal b del artículo 6 de la Ley 51 de 1990.

República. La reglamentación del Banco establece que los recursos provenientes de la redención de los depósitos remunerados de control monetario y sus rendimientos serán tales que cubran el servicio de la deuda de los TES de control monetario.

Adicionalmente, dichos TES deben ser emitidos con las condiciones y características financieras que determine el Banco, las cuales incluyen el monto de emisión (Resolución Externa 10 de 2012 de la JDBR). La colocación de los TES de control monetario se diferencia de la de los demás TES Clase B, en que en las subastas de los primeros puede participar un mayor número de agentes, consistente en todas las contrapartes autorizadas por el Banco de la República en sus operaciones de mercado abierto.

Gráfico 43
Base monetaria real



Fuente: Banco de la República.

b. Fuentes y usos de los establecimientos de crédito

Durante 2012 se registró una dinámica en las operaciones de los establecimientos de crédito²⁴ menor a la de 2011. El incremento anual de los activos de 16,8% fue inferior a lo observado el año anterior (19,4%). Esto como consecuencia de la desaceleración en la cartera en moneda nacional (principal componente de los activos), la cual pasó de crecer 21,3% en 2011 a 15,4% en 2012 (Cuadro 5). No obstante, la cartera continuó ganando participación frente a las inversiones, segundo componente en importancia de los activos, que presentó una aceleración anual de 4,6% a 13,0% (Gráfico 44).

i. Fuentes

Los depósitos —PSE— y la generación interna de recursos, fueron las principales fuentes de los establecimientos de crédito. En 2012 los PSE aportaron nuevos recursos por \$39.254 mm,

²⁴ Para el presente análisis, dentro de los pasivos de los establecimientos de crédito se consideran únicamente los repos con el Banco de la República y los pasivos sujetos a encaje (PSE). Por tanto, los activos corresponden al valor neto entre los activos totales y las demás cuentas del pasivo diferentes de las anteriores.

Gráfico 44
Cartera e inversiones (brutas)/total de activos^{a/}
(moneda total)



a/ Sin entidades financieras especiales.

Fuente: Banco de la República.

alcanzando un nivel en diciembre de \$265.769 mm, con un crecimiento anual de 17,3%. Por su parte, el patrimonio contribuyó con \$8.213 mm en el año y registró un saldo de \$56.971 mm a finales de 2012, con una variación anual de 17,8%. Es importante anotar que, entre los PSE, los depósitos mediante CDT fueron los de mayor contribución, con \$19.134 mm, equivalente a una variación anual de 28%. Esta variación superó a la observada en las cuentas de ahorro, fuente principal tradicional de los intermediarios, que aumentaron \$14.831 mm (15,5% anual); en tanto que las cuentas corrientes mantuvieron su importancia relativa, con \$3.142 mm (8,9%) y los bonos con \$2.199 mm (12,2%) (Cuadro 5).

El comportamiento de los PSE condujo a un crecimiento promedio anual del M3 (efectivo más PSE) de 16,7% en 2012 (13,1% en términos reales) (Gráfico 45). Por otra parte, al discriminar el M3 entre los sectores público y privado, los incrementos nominales anuales a diciembre de 2012 fueron 13,7% y 17,3%, respectivamente (Cuadro 6).

ii. Usos

Como se mencionó, el destino más importante de los recursos de los establecimientos de

Cuadro 5
Principales cuentas del balance de los establecimientos de crédito
(miles de millones de pesos)

	Saldos fin de mes ^d			Variación anual absoluta		Variación porcentual anual	
	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-11	Dic-12	Dic-11	Dic-12
Activo							
Posición propia de contado ^b	440	773	2.459	311	1.786	70,8	231,0
Reserva bancaria	15.105	17.940	21.764	2.835	3.824	18,8	21,3
OMA pasiva del Banco de la República y depósitos remunerados no constitutivos de encaje	490	588	600	98	12	20,0	2,0
Total cartera bruta con <i>leasing</i> en moneda nacional ^c	163.762	198.568	229.152	34.806	30.584	21,3	15,4
Inversiones	57.039	59.691	67.425	2.652	7.735	4,6	13,0
Otros activos netos ^d	(3.705)	908	3.766	4.635	2.758	0	303,6
Total activo	233.131	278.468	325.167	45.337	46.699	19,4	16,8
Pasivo	0	0	0	0	0	0,0	0,0
Repos con el Banco de la República	2.496	3.595	2.427	1.099	(1.168)	44,0	(32,5)
PSE	190.294	226.515	265.769	36.221	39.254	19,0	17,3
Cuentas corrientes	32.321	35.394	38.535	3.072	3.142	9,5	8,9
Ahorros	78.306	95.920	110.751	17.614	14.831	22,5	15,5
CDT	55.481	68.236	87.370	12.755	19.134	23,0	28,0
Bonos	15.680	18.020	20.219	2.341	2.199	14,9	12,2
Depósitos fiduciarios	4.077	4.219	4.219	142	(0)	3,5	(0,0)
Depósitos a la vista	4.423	4.726	4.675	304	(51)	6,9	(1,1)
Repos con el sector real	6	0	0	(6)	0	(100,0)	0
Patrimonio	40.340	48.358	56.971	8.018	8.613	19,9	17,8
Total pasivo más patrimonio	233.131	278.468	325.167	45.337	46.699	19,4	16,8

a/ La información corresponde a los cierres monetarios en cada año, los cuales pueden diferir de los saldos de cierre calendario.
b/ No incluye comisionistas de bolsa. Las variaciones absolutas corresponden a las variaciones en dólares multiplicadas por la tasa de cambio promedio del período.

c/ 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.

d/ La variación de los otros activos netos recoge los cambios en las cuentas activas y pasivas que no se discriminan en este cuadro, junto con las variaciones en la posición propia de contado que no se explican por la variación de su saldo en dólares.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 45
Agregado amplio M3 real
(variación porcentual anual de promedios mensuales)



Fuente: Banco de la República.

crédito continúan siendo los desembolsos de crédito en moneda nacional, los cuales durante 2012 sumaron al saldo \$30.584 mm, y lo llevaron a \$229.152 mm, con una tasa de crecimiento anual de 15,4%, que significó una desaceleración frente al año anterior (21,3%). Al incluir el valor de las titularizaciones de cartera hipotecaria y las ventas de cartera para administración mediante derechos fiduciarios dentro de la cartera bruta, esta alcanza un saldo de \$235.624 mm en diciembre de 2012, con una variación anual de \$30.803 mm (15,0%). Con respecto al segundo componente de las colocaciones, el portafolio de inversiones en moneda nacional presentó un incremento anual de \$7.735 mm (13,0%) en 2012 (Cuadro 5).

La desaceleración del crédito en moneda nacional afectó a todas las modalidades

Cuadro 6
Oferta monetaria ampliada: M3 público y privado
(miles de millones de pesos)

	Saldos a diciembre		Crecimiento anual (porcentaje)	Crecimiento anual promedio (porcentaje)
	2011	2012		
M3 privado	221.716	256.584	15,7	17,3
Efectivo	33.404	35.092	5,1	7,4
PSE	188.312	221.492	17,6	19,0
Cuentas corrientes	27.597	28.813	4,4	4,9
CDT	64.222	82.208	28,0	30,5
Ahorro	76.661	88.512	15,5	14,4
Otros	19.833	21.959	10,7	17,3
M3 público	38.213	43.624	14,2	13,7
Cuentas corrientes	7.859	9.822	25,0	11,1
CDT	4.014	4.880	21,6	24,5
Ahorro	19.062	21.439	12,5	16,4
Otros	7.279	7.483	2,8	3,2
M3 total	249.537	287.743	15,3	16,7
Efectivo	33.404	35.092	5,1	7,4
PSE	226.525	265.116	17,0	18,0
Cuentas corrientes	35.456	38.635	9,0	6,4
CDT	68.235	87.088	27,6	30,1
Ahorro	95.722	109.951	14,9	14,8
Otros	27.112	29.442	8,6	13,5

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

Cuadro 7
Cartera bruta del sistema financiero^{a/}

	Saldo en miles de millones de pesos fin de diciembre de			Crecimiento porcentual anual fin de diciembre de		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
A. Moneda nacional	171.023	204.822	235.624	14,6	19,8	15,0
Comercial ^{b/}	100.123	117.172	133.288	13,5	17,0	13,8
Consumo	48.080	59.929	70.186	16,7	24,6	17,1
Hipotecaria ajustada ^{c/}	18.514	21.765	25.005	16,3	17,6	14,9
Microcrédito	4.305	5.956	7.145	12,1	38,4	20,0
B. Moneda extranjera	10.171	14.273	15.920	115,5	40,3	11,5
Total cartera ajustada (A + B)	181.194	219.095	251.544	17,7	20,9	14,8
Memo ítem						
Hipotecaria ^{d/}	11.254	15.511	19.264	0,7	37,8	24,2

a/ Datos al cierre del mes monetario.

b/ Incluye ventas de cartera para manejo a través de derechos fiduciarios.

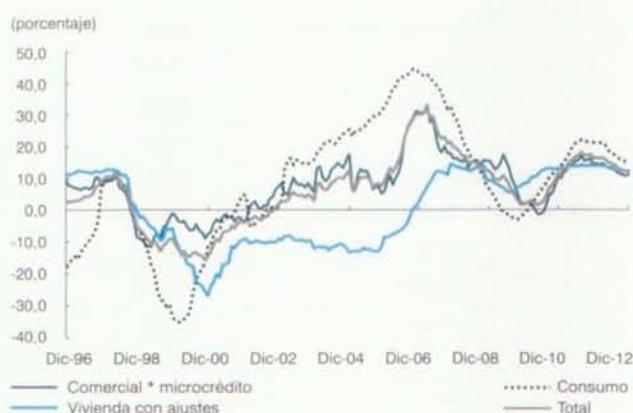
c/ Corresponde a los saldos de los créditos hipotecarios de los establecimientos de crédito ajustados por titularizaciones.

d/ Corresponde a los saldos de los créditos hipotecarios de los establecimientos de crédito.

Fuente: Formato semanal 281 de la Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

de cartera, en especial la de consumo y el microcrédito, las cuales a diciembre de 2012 mostraron variaciones anuales de sus saldos de 17,1% y 20,0%, respectivamente, ritmos inferiores en 7,5 pp y 18,4 pp a los observados un año antes. En el caso de las carteras comercial e hipotecaria ajustada²⁵, sus crecimientos anuales en 2012 fueron en su orden 13,8% y 14,9%, menores en 3,3 pp y 2,7 pp, frente a los registrados en 2011 (Cuadro 7).

En términos reales (utilizando el IPC sin alimentos como deflactor), la cartera ajustada en moneda nacional, luego de una recuperación importante entre el segundo trimestre de 2010 y el segundo semestre de 2011, ha venido desacelerando su ritmo de crecimiento. Así, su variación anual pasó de 18,1% en agosto de 2011 a 12,3% en diciembre de 2012 (Gráfico 46). Por modalidad de crédito, a finales de 2012 la variación anual real de la cartera

Gráfico 46
Variación porcentual de la cartera bruta real^{a/}
(moneda legal)

Nota: se utilizó el IPC sin alimentos.

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

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

²⁵ Incluye titularizaciones de cartera hipotecaria y las ventas de cartera para administración mediante derechos fiduciarios.

comercial, incluido el microcrédito, fue de 11,3% y la de consumo fue del 14,5%.

Como resultado del comportamiento observado de las fuentes y usos de los establecimientos de crédito durante 2012, el apalancamiento (medido como la relación activos/patrimonio) continuó en promedio en los bajos niveles del año anterior, siguiendo una senda volátil, dados los cambios en la dinámica de los activos frente a una tendencia más estable del patrimonio (Gráfico 47).

iii. Crédito en moneda extranjera

A comienzos de la década de los noventa las líneas de crédito en moneda extranjera de la banca local²⁶ con relación a la cartera comercial registraron una participación creciente, alcanzando un máximo de 42,7% en septiembre de 1993, momento a partir del cual declinaron, hasta llegar a 6,8% a finales de 2003. Posteriormente, no se precisa una tendencia

definida, moviéndose la participación en un rango entre 11,3% (en marzo de 2006) y 4,6% (en septiembre de 2009) (Gráfico 48).

En 2012 la cartera en moneda extranjera aumentó su saldo en dólares de US\$7.347 m a US\$8.986 m, un incremento anual de 22,3%, y representa el 10,7% de la cartera comercial. Dicha participación se sitúa por arriba de la promedio observada entre 2004 y 2012 (8,3%). Por su parte, el sistema bancario recompuso su financiación del exterior hacia las fuentes de mayor plazo. En efecto, entre 2011 y 2012 hubo un incremento relativo de los fondos de largo plazo de 43% a 65%, mientras se redujo la de los de corto plazo de 57% a 35%.

3. Algunas medidas de riesgo del sistema financiero

A continuación se muestra la exposición de los principales intermediarios financieros a los riesgos de crédito, de mercado y de liquidez, y se presentan los principales resultados de la encuesta sobre la situación del crédito que el Banco de la República aplicó en diciembre de 2012.

En primer lugar, las tasas de crecimiento real anual de los préstamos en sus diferentes

Gráfico 47

Crecimiento porcentual anual de los activos y pasivos de los establecimientos de crédito y nivel de apalancamiento^{a/}

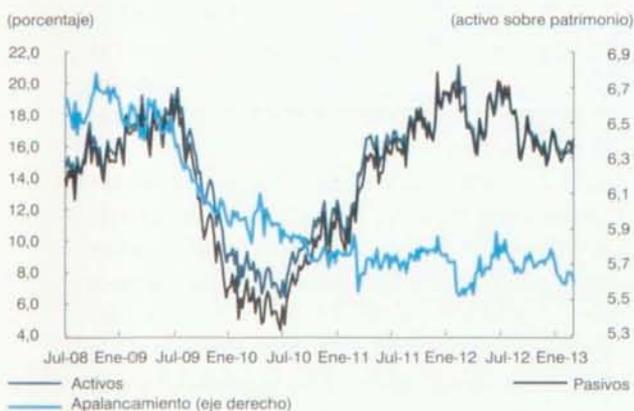
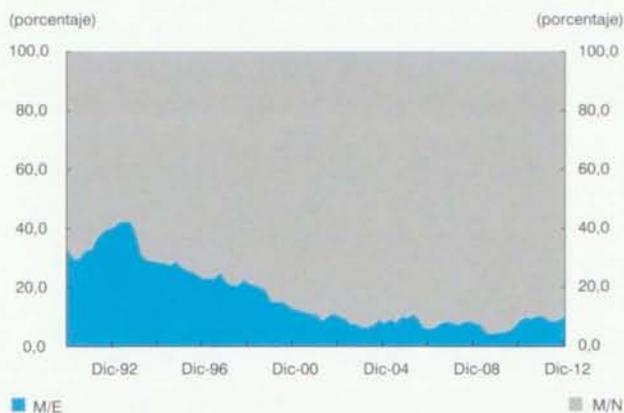


Gráfico 48
Cartera comercial
(participación de M/N y M/E)



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

a/ Dentro de los pasivos se consideran los repos con el Emisor y los PSE. Dentro de los activos se netean las cuentas del pasivo diferentes de las anteriores. El nivel de apalancamiento se calculó como la relación activos/patrimonio.

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

²⁶ Los establecimientos de crédito se fondean en el exterior para atender la demanda por crédito en moneda extranjera de sus clientes, quienes destinan dichos recursos principalmente a la financiación de sus operaciones de comercio exterior.

modalidades continuaron siendo positivas (cartera total: 12,5%), aunque menores a las observadas un año atrás (cartera total: 17,9%) y con riesgo creciente pero en niveles bajos.

El indicador de mora (IM) se deterioró para la mayoría de modalidades de crédito a excepción de la cartera de vivienda, mientras que el indicador de calidad (IC) decayó para los préstamos de consumo y el microcrédito. Así también, las entidades presentaron más exposición al riesgo de mercado, dado el mayor saldo de TES en sus portafolios y el comportamiento estable en su duración. Por su parte, en el cubrimiento del riesgo de crédito se observó un aumento en el ritmo de crecimiento de las provisiones.

En cuanto a los niveles de liquidez de las entidades financieras, estos mejoraron a partir de agosto de 2012, y los ejercicios de estrés indican que la posición de liquidez de los diferentes intermediarios les permitiría resistir retiros considerables de sus depósitos en un horizonte de hasta cuatro semanas.

a. *Riesgo de crédito*

Los indicadores de riesgo de crédito considerados son: el IM, definido como la razón entre la cartera vencida²⁷ y la cartera total; el IC, calculado como la proporción que representa la cartera riesgosa²⁸ dentro de la cartera total y el nivel de cubrimiento de las provisiones con respecto a las carteras vencida y riesgosa.

En términos anuales la cartera vencida total creció a una tasa de 26,6% en diciembre de 2012, valor superior al registrado por la cartera bruta (12,5%) en dicho período, (Gráfico 49, panel A). Este comportamiento es similar al presentado por todas las modalidades de crédito, a excepción de la hipotecaria, cuya cartera vencida creció al 15,2%, mientras que

la cartera bruta de esta modalidad lo hizo al 21,3%. Por otro lado, la cartera riesgosa total presentó un crecimiento real anual de 9,8%, cifra superior en 7,6 pp a la registrada un año atrás (2,2%). Esta dinámica se apreció en todas las modalidades de crédito (Gráfico 49, panel B).

Dado el comportamiento de la cartera vencida durante 2012 y la desaceleración en el portafolio de créditos de los intermediarios financieros durante dicho período, el IM aumentó 40 pb ubicándose en 3,2% en diciembre de 2012. Por modalidad de crédito, los préstamos de microcrédito y la cartera de consumo presentaron los mayores deterioros en este indicador, ubicándose en 5,2% y 4,8% a diciembre de 2012, en su orden. Por otro lado, se observó una mejora en el indicador de la cartera de vivienda, el cual disminuyó 40 pb durante el año (Gráfico 50 y Cuadro 8).

Por su parte, se observó una relativa estabilidad en el IC de la cartera total, el cual se ubicó a finales de 2012 en 6,6%, cuando un año atrás había sido 6,7%, como resultado de un comportamiento mixto por modalidad. Dicho indicador aumentó para el microcrédito al pasar de 6,9% en 2011 a 7,8% y para el consumo de 7,2% a 7,5%; mientras descendió para las carteras comercial e hipotecaria (Gráfico 50 y Cuadro 8).

En respuesta al mayor riesgo, se observó un aumento en el ritmo de crecimiento de las provisiones, al pasar de 10% en diciembre de 2011 a 12,8% un año después. La dinámica de las provisiones fue inferior a la de la cartera vencida (26,6%), pero superior a la de la cartera riesgosa (9,8%), lo que conllevó a que el indicador de cubrimiento para la primera disminuyera con respecto a lo observado en diciembre de 2011 (al pasar de 163,4% a 145,5%), en tanto que para la segunda aumentara de 68,2% a 70,0% durante dicho período.

Cabe resaltar que a diciembre de 2012 los indicadores de riesgo se ubican por debajo del promedio calculado para los últimos seis años, a excepción del IC para la cartera de microcrédito. Sin embargo, dada la aceleración presentada por las carteras vencida y riesgosa durante

²⁷ Se entiende por vencidos aquellos créditos que se han dejado de pagar por un período mayor igual a 30 días.

²⁸ Los créditos pueden ser clasificados de acuerdo con el nivel de riesgo, como A, B, C, D o E. La cartera riesgosa está compuesta por todos los créditos cuya calificación es diferente de A (la cual es de menor riesgo).

Gráfico 49

A. Crecimiento real anual de la cartera vencida



B. Crecimiento real anual de la cartera riesgosa



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

2012, resulta necesario continuar monitoreando el riesgo de crédito, con el fin de identificar situaciones de sobreendeudamiento de los clientes, lo cual pueda generar vulnerabilidad a los intermediarios financieros.

En cuanto a la encuesta sobre la situación actual del crédito en Colombia, a diciembre de 2012, los resultados sugieren un incremento en la demanda de crédito para todas las modalidades en el último trimestre luego de haber presentado una desaceleración en los tres primeros. Por el lado de la oferta, un

alto porcentaje de intermediarios financieros manifestó no haber cambiado sus exigencias para otorgar nuevos créditos. Sin embargo, alrededor del 30% de las entidades aseguró haber aumentado las exigencias para la cartera comercial y el microcrédito.

b. *Riesgo de mercado*

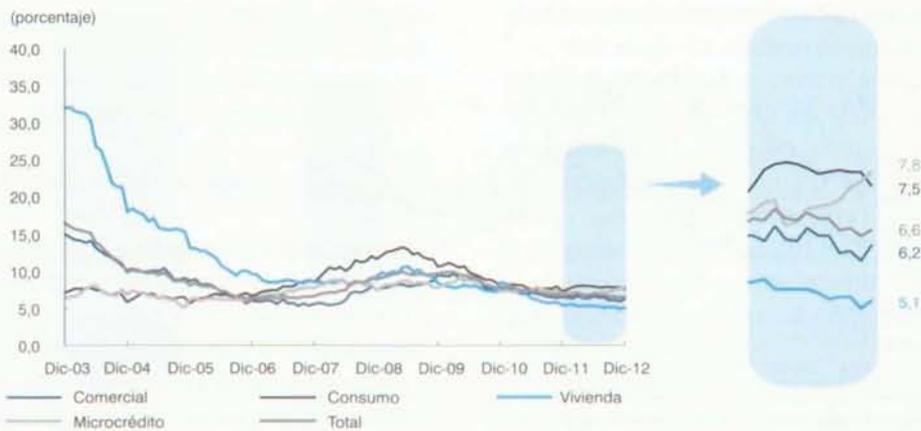
El riesgo de mercado se analiza a partir de la evolución del saldo total del portafolio propio y administrado de TES de las entidades

Gráfico 50

A. Indicador de mora



B. Indicador de calidad de la cartera



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

Cuadro 8
Indicadores de riesgo de crédito

Modalidad	Indicador de mora (IM)			Indicador de calidad (IC)		
	Dic-11	Dic-12	Promedio enero de 2006 a diciembre de 2012	Dic-11	Dic-12	Promedio enero de 2006 a diciembre de 2012
Cartera total	2,8	3,2	4,0	6,7	6,6	7,7
Comercial	1,5	1,8	2,1	6,5	6,2	7,1
Consumo	4,2	4,8	5,7	7,2	7,5	9,0
Vivienda	6,9	6,5	10,8	5,4	5,1	8,2
Microcrédito	4,0	5,2	5,8	6,9	7,8	7,5

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

financieras, y se realiza un ejercicio de sensibilidad, que tiene como objetivo cuantificar las pérdidas por valoración del portafolio en que incurrirían las entidades financieras ante un cambio adverso en las condiciones de mercado.

A enero de 2013 los portafolios que concentran la mayor cantidad de TES²⁹ son los de las administradoras de fondos de pensiones (AFP), los de las sociedades fiduciarias (SFD) y aquellos de los bancos comerciales³⁰ (Cuadro 9). Dichos portafolios en TES alcanzaron un valor de \$48,9 b, \$34,7 b y \$29,2 b, respectivamente, y son superiores en \$2,6 b, \$2,8 b y \$7,7 b con respecto a lo registrado en julio de 2012. Por su parte, las sociedades comisionistas de bolsa, las corporaciones financieras y las compañías de seguros presentaron un portafolio en TES inferior en \$800 mm, \$600 mm y \$100 mm, en su orden, al valor registrado en julio de 2012.

La exposición al riesgo de mercado de las entidades del sistema financiero se calculó suponiendo un incremento paralelo de 200 pb³¹ en la curva cero cupón de TES, luego las pérdidas por valoración que este choque ocasionaría se comparan con el patrimonio de las entidades. Los resultados del ejercicio implican un impacto creciente para los bancos comerciales y para las AFP, debido al incremento en el saldo de TES en el período analizado. Por otro lado, las corporaciones financieras presentarían una disminución, explicada en especial por la reducción en su duración (1,24 años) y en su saldo expuesto (cuadros 10 y 11). En general, para las demás entidades las pérdidas potenciales ante cambios en la tasa de interés permanecen relativamente estables durante el período analizado.

Este es un escenario extremo y poco probable. Vale la pena resaltar que cuando ocurren estos choques, no necesariamente se materializa la pérdida porque las entidades pueden optar por no vender sus títulos hasta que las condiciones del mercado cambien, en tanto sus condiciones de liquidez lo permitan.

²⁹ Para esto se cuantificó el saldo de las inversiones en estos activos que se deben tener en cuenta para el cálculo del riesgo de mercado de acuerdo con la Superintendencia Financiera de Colombia. Véase el anexo 1 del capítulo 21 de la Circular Básica Contable de la Superintendencia Financiera (estas inversiones corresponden a los títulos negociables, a los disponibles para la venta, a los títulos entregados en operaciones repo y simultáneas, y a las posiciones en corto resultantes de la venta o uso de títulos recibidos en operaciones repos y simultáneas).

³⁰ El portafolio analizado de TES de los bancos comerciales, compañías de seguros y sociedades comisionistas de bolsa es propio. Por su parte, para las AFP y las SFD, además del propio, se analizan los recursos administrados de terceros.

³¹ Este es un escenario extremo y poco probable. Vale la pena resaltar que cuando ocurren estos choques, no necesariamente se materializa la pérdida porque las entidades pueden optar por no vender sus títulos hasta que las condiciones del mercado cambien, en tanto sus condiciones de liquidez lo permitan.

Cuadro 9
Saldo del portafolio de TES

	Portafolio de TES en billones de pesos			Portafolio de TES como porcentaje del patrimonio ^{c/}		
	Julio de 2012 ^{a/}	Enero de 2013 ^{b/}	Diferencia	Julio de 2012 ^{a/}	Enero de 2013 ^{b/}	Diferencia
Bancos	21,5	29,2	7,7	49,1	63,9	14,8
Corporaciones financieras	3,4	2,8	(0,6)	85,2	72,3	(12,9)
AFP	46,3	48,9	2,6	34,7	34,4	(0,3)
Sociedades fiduciarias	31,9	34,7	2,8	18,2	18,3	0,1
Compañías de seguro	5,2	5,1	(0,1)	59,0	54,8	(4,1)
Sociedades comisionistas de bolsa	3,2	2,4	(0,8)	346,2	294,6	(51,5)

a/ Datos al 27 de julio de 2012.

b/ Datos al 25 de enero de 2013.

c/ Para las AFP y sociedades fiduciarias el valor del patrimonio corresponde al de los fondos que administran de terceros.

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

Cuadro 10
Duración del portafolio de TES (cifras en años)

	Julio de 2012 ^{a/}	Enero de 2013 ^{b/}	Diferencia
Bancos	2,88	2,91	0,03
Corporaciones financieras	4,09	2,85	(1,24)
AFP	5,51	5,58	0,07
Sociedades fiduciarias	3,81	3,91	0,12
Compañías de seguro	4,17	4,10	(0,07)
Sociedades comisionistas de bolsa	2,56	2,68	0,12

a/ Datos al 27 de julio de 2012.

b/ Datos al 25 de enero de 2013.

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 11
Ejercicio de sensibilidad
(porcentaje)

	Pérdidas por un choque de 200 pb como porcentaje de su patrimonio		
	Julio 2012 ^{a/}	Enero 2013 ^{b/}	Diferencia ^{c/}
Bancos	3,1	4,2	1,2
Corporaciones financieras	8,0	4,2	(3,8)
AFP	4,1	4,5	0,4
Sociedades fiduciarias	1,5	1,7	0,2
Compañías de seguro	3,7	3,6	(0,1)
Sociedades comisionistas de bolsa	18,9	18,3	(0,6)

a/ Datos al 27 de julio de 2012.

b/ Datos al 25 de enero de 2013.

c/ Cifras en puntos porcentuales.

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

De esta forma, dada la mayor exposición al riesgo de mercado de las entidades financieras es importante continuar con un monitoreo cercano, dado que un cambio en la volatilidad y en la duración podría significar resultados adversos sobre sus utilidades.

c. Riesgo de liquidez

El indicador de riesgo de liquidez (IRL) escalado por los activos ilíquidos de cada entidad permite comparar su exposición relativa³²,

este se construye como una brecha de la liquidez de corto plazo para horizontes de siete y treinta días, de la siguiente manera³³:

fue introducida por la Superintendencia Financiera (Circular Externa 44 de noviembre de 2011). La nueva metodología incorpora algunos de los elementos propuestos en el Acuerdo de Basilea III con referencia al cálculo de los activos líquidos, los requerimientos netos de liquidez y el horizonte de medición. Asimismo, se incluyen nuevas disposiciones que el organismo de control podrá adoptar en relación con las entidades que muestren niveles del indicador de liquidez por debajo del umbral.

³² Una modificación al esquema para la medición del riesgo de liquidez de fondeo en los establecimientos de crédito

³³ La nueva metodología propone, además, un indicador que se construye como la razón entre activos líquidos (ALM) y el requerimiento neto de liquidez (IRLR). Este indicador debe

$$IRL_R = \frac{\text{activos líquidos}}{\text{requerimiento neto de liquidez}}$$

donde los activos líquidos son valorados a precio de mercado teniendo en cuenta deducciones que simulan un escenario de estrés, y el requerimiento neto de liquidez se construye a partir de los egresos netos de cada entidad para el horizonte de tiempo analizado. De esta forma, un valor positivo del indicador muestra que las entidades cuentan con los recursos suficientes para suplir sus necesidades de liquidez de corto plazo; mientras que un valor negativo sugiere lo contrario. Así, si el indicador es menor que cero, dichos egresos serían mayores a los activos que la entidad puede liquidar efectivamente en el corto plazo, mientras que valores mayores a cero indicarían que la situación de liquidez de la entidad es adecuada.

Con el objeto de hacer comparable el indicador entre grupos de establecimientos, el indicador IRL se escaló por activos ilíquidos (activos totales – activos líquidos), para horizontes de siete y treinta días. Dada la volatilidad de este indicador, el análisis se hace sobre una media móvil ponderada para las últimas cuatro semanas.

Los resultados del IRL para el período comprendido entre el 27 de enero de 2012 y el 18 de enero de 2013 muestran que la liquidez del sistema en su conjunto presentó un aumento a partir de agosto de 2012, pasando de 13,8% en la segunda semana de dicho mes a un nivel de 20,5% en la segunda mitad de enero de 2013. El comportamiento del indicador para el horizonte de una semana ha sido estable para las cooperativas financieras y las compañías de financiamiento. En el caso de los bancos se observó una tendencia creciente debido al aumento en el saldo de títulos de deuda pública, lo cual sugiere una posición holgada que les permite sobrellevar choques importantes en sus depósitos. El IRL muestra una mayor volatilidad para las corporaciones

financieras, lo cual se explica por el tipo de negocio que manejan estas entidades, donde pueden presentarse cambios sustanciales en la tenencia de activos líquidos (Gráfico 51).

En general se observa que para los distintos grupos de establecimientos el indicador es positivo, de manera que las entidades cuentan con recursos suficientes para enfrentar sus requerimientos de liquidez de corto plazo. Adicionalmente, se realizó un ejercicio de estrés sobre los indicadores de liquidez para los bancos en un horizonte de siete y treinta días, considerando un choque inesperado de retiros de los depósitos de 4%³⁴. De acuerdo con los resultados, las entidades podrían soportar el choque en ambos horizontes sin enfrentarse a un alto riesgo de liquidez de fondeo.

E. Balance externo y política cambiaria

En los últimos seis años el déficit en la cuenta corriente (en promedio 2,8% del PIB) ha sido mayor que su promedio histórico calculado

Gráfico 51
Evolución del indicador IRL sobre activos ilíquidos por grupos de establecimientos



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

ser superior al 100% en los horizontes de tiempo analizados. Lo anterior implicaría que el IRLM debe ser positivo.

³⁴ Este es un choque adicional al incluido dentro del cálculo de los flujos netos no contractuales. La proporción en la que se reducen los depósitos corresponde a un promedio del porcentaje máximo de retiros observados históricamente para cada establecimiento bancario.

desde 1970 (1,6% del PIB) (Gráfico 52), como resultado de una tasa de inversión que ha crecido a un ritmo superior al del ahorro interno, implicando así un uso creciente de recursos externos para financiar el gasto, especialmente de IED. El déficit en la cuenta corriente observado en los últimos años, así como la proyección para el año 2013, es más amplio que algunas estimaciones de su tendencia de largo plazo, las cuales se sitúan alrededor de 2% del PIB.

La persistencia reciente del déficit en la cuenta corriente ha estado determinada por la evolución de sus fundamentales: un mercado laboral y una confianza de los hogares con buenos registros que incentivan el consumo; un sector financiero saludable que ofrece financiamiento interno suficiente a los hogares y a las empresas; una elevada liquidez internacional y unas menores primas de riesgo país que estimulan una creciente IED, y un sector mineroenergético que ha sido impulsado por los altos precios internacionales del petróleo.

Cuando se separan las cuentas externas del país entre el sector minero-energético y el resto de sectores, la ampliación del déficit se ha dado en un contexto superavitario del primero (en promedio en la última década de 4,0% del PIB) junto con importantes déficits en el resto

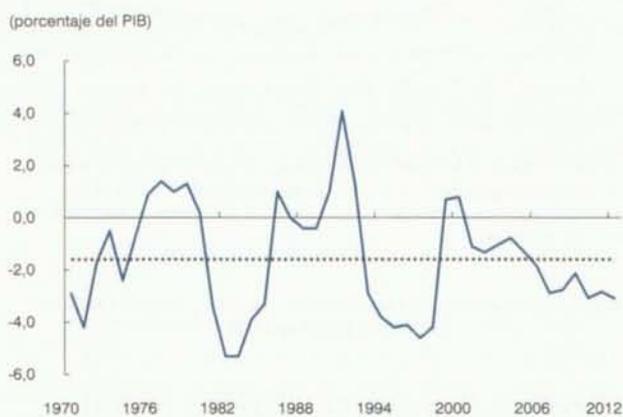
de sectores³⁵ (-6,0% en promedio en el mismo período). En particular, desde 2010 dichas tendencias se han acentuado considerablemente. El buen desempeño del sector mineroenergético se ha reflejado en un aumento significativo tanto de sus exportaciones como de la IED percibida para dichas actividades. En el resto de sectores el crecimiento de las importaciones fue el componente de la cuenta corriente que más contribuyó para que el déficit se ampliara. Dicho comportamiento se ha observado particularmente en las compras de bienes de capital y de consumo.

En los últimos años los aumentos en los ingresos externos, tanto por las operaciones de la cuenta corriente como por las de capital, han incidido en las decisiones de gasto de los agentes de los sectores público y privado, lo que ha ejercido presión sobre la tasa de cambio real. Ello se ha dado en un entorno de menores primas de riesgo país, de elevados términos de intercambio y de una amplia liquidez internacional, entre otros factores, hechos que han atraído capitales extranjeros hacia el país y generado una apreciación del peso colombiano.

El aumento del ingreso nacional en los años pasados ha sustentado un mayor gasto de los agentes, y ha ejercido mayor presión sobre los precios de bienes y servicios no transables que sobre los transables. Este hecho se ha visto reflejado en una apreciación de la tasa de cambio real (TCR).

No obstante, algunos fundamentales, que en gran parte de la pasada década explicaron una tendencia hacia la apreciación, en 2012 habrían sugerido una tasa de cambio real menos apreciada. En primer lugar, los términos de intercambio continuaron en niveles altos, pero dejaron de crecer y no explican un incremento adicional en el gasto que genere una mayor apreciación de la TCR. De igual forma, en 2012 se registraron menores crecimientos en la producción y en las exportaciones de petróleo del país, así como caídas en los ingresos por remesas de trabajadores, lo que implicaría

Gráfico 52
Cuenta corriente observada y promedio histórico



(pr) preliminar.
Fuente: Banco de la República.

³⁵ Se incluyen en este rubro las transferencias corrientes netas.

una moderación en la apreciación real en dicho año. Asimismo, la dinámica de las entradas de capitales se moderó, aunque sus niveles siguen siendo altos, lo que genera menor presión hacia la apreciación real en el corto plazo. Estos hechos se dieron junto a un deterioro de la productividad de Colombia con relación a la de los Estados Unidos, y una reducción de las tasas de interés de política, dado el entorno de baja inflación y crecimiento.

La ampliación en el déficit de cuenta corriente, junto con una apreciación real que ha sido más acentuada que lo que sugieren sus fundamentales, se ha dado en un entorno económico mundial que ha mejorado, pero que sigue enfrentando riesgos importantes. Así, nuestra creciente economía y su mayor inserción global, además de una mayor profundización financiera y endeudamiento externo, han aumentado el riesgo de liquidez internacional y hacen necesario monitorear las reservas internacionales del país.

A lo largo de 2012 las condiciones de la economía y del mercado cambiario, junto con las acciones de política monetaria, generaron una oportunidad para incrementar el nivel de las reservas internacionales por parte del Banco de la República, 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. Por tanto, la JDBR consideró oportuno acumular US\$4.844 m en 2012, siendo esta la mayor compra de dólares registrada en un año dentro del esquema de inflación objetivo. Asimismo, el 28 de enero de 2013 la JDBR decidió acumular al menos US\$3.000 m entre febrero y mayo de este año, con compras diarias no inferiores a US\$30 m y con ello mejorar los indicadores de reservas internacionales.

1. Balance externo de Colombia en 2012 y proyecciones para 2013

En 2012 la economía colombiana registró un déficit en la cuenta corriente de 3,1% del PIB (US\$11.415 m), superior en US\$1.890 m

al observado el año anterior, cuando fue de US\$9.525 m (2,8% del PIB). La ampliación del déficit se explica por mayores salidas en el comercio de servicios y por renta de factores, además del menor superávit en el intercambio de bienes (que incluye las operaciones especiales) y en las transferencias corrientes (Cuadro 12).

El comportamiento de la balanza comercial de bienes se debió a una mayor desaceleración en la dinámica exportadora frente a la importadora, explicada, en parte, por una débil economía mundial. A su vez, factores internos como los problemas de transporte de petróleo y carbón y la menor producción de café afectaron las ventas hacia el exterior, a pesar de los altos precios internacionales de los bienes primarios. En particular, las exportaciones de café cayeron 27% en el año y las de petróleo y sus derivados se desaceleraron fuertemente, al pasar de crecer 72% en 2011 a hacerlo 11% en 2012. Las ventas externas de carbón en dólares cayeron 7% anual en 2012 después de haber crecido 40% el año anterior. El desempeño de las importaciones estuvo afectado por un menor crecimiento del gasto agregado, en particular en inversión, lo que implicó una disminución en la demanda por bienes de capital importados.

A lo anterior se suma que en 2012 los demás componentes de la cuenta corriente presentaron un balance más deficitario, donde las mayores salidas por servicios no factoriales se unieron al crecimiento en los egresos por renta de los factores; además, las transferencias corrientes registraron una disminución de 6,9% en el año.

El déficit corriente fue financiado con un superávit de la cuenta de capital y financiera de 4,4% del PIB (US\$16.385 m), superior en US\$3.279 m al registrado en 2011, el cual fue resultado, en especial, de los ingresos netos por IED por un valor de US\$15.823 m. El 48,2% de los recursos recibidos por IED fueron dirigidos a las actividades de petróleo y minería (US\$7.627 m) y el 51,8% restante se destinó a otras actividades, sobresaliendo, en su orden: industria manufacturera (12,9%),

Cuadro 12
Balanza de pagos de Colombia
(flujos anuales en millones de dólares)

Cuenta corriente		
	2011 (pr)	2012 (pr)
Cuenta corriente (A + B + C + D)	(9.525)	(11.415)
(porcentaje del PIB)	(2,8)	(3,1)
A. Bienes (1 + 2)	6.187	6.005
1. Comercio general de bienes (a - b)	6.162	6.189
a. Exportaciones	56.680	59.962
Tradicionales	40.252	42.180
Café	2.608	1.910
Petróleo y derivados	28.421	31.584
Carbón	8.397	7.805
Ferroniquel	827	881
No tradicionales	16.428	17.782
b. Importaciones FOB	50.518	53.773
2. Operaciones especiales de comercio exterior	25	(184)
B. Servicios no factoriales	(4.647)	(5.337)
C. Renta de los factores	(16.003)	(16.682)
D. Transferencias corrientes	4.938	4.599
Cuenta financiera y variación de las RIB		
	2011 (pr)	2012 (pr)
Cuenta financiera (1 + 2)	13.106	16.385
(porcentaje del PIB)	3,9	4,4
1. Inversión extranjera neta en Colombia	5.158	16.071
(porcentaje del PIB)	4,0	4,3
Extranjera en Colombia	13.438	15.823
Petróleo	5.083	5.377
Resto	8.355	10.446
Colombiana en el exterior	(8.280)	248
2. Otros flujos de capital (sector público + sector privado)	7.948	314
Errores y omisiones (E y O)	163	454
Variación de las reservas internacionales brutas (RIB) ^{a/}	3.744	5.425

(pr) preliminar.

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

Fuente: Banco de la República.

establecimientos financieros (10,9%), transporte y comunicaciones (10,9%), comercio (10,1%) y electricidad (5,2%). En relación con la inversión directa de Colombia en el exterior, el flujo de estos recursos totalizó entradas netas de US\$248 m. En cuanto a los otros flujos financieros diferentes a la IED, en 2012 se registraron entradas por US\$3.096 m

del sector público y salidas por US\$2.782 m del sector privado.

En 2012 por transacciones de la balanza de pagos se acumularon US\$5.425 m de reservas internacionales brutas, como resultado de las compras netas de divisas del Banco de la República por US\$4.844 m, ingresos por rendimiento neto de las reservas internacionales

por US\$486 m y egresos netos por otras operaciones del Banco de la República por US\$94 m.

Para el año 2013 la proyección del balance externo de la economía colombiana se enmarca dentro de un entorno de incertidumbre internacional, asociado principalmente con la evolución de la actual crisis de la zona del euro y sus efectos sobre el crecimiento global, así como al aplazamiento de decisiones de tipo fiscal en los Estados Unidos, lo que mantendría el crecimiento de esta economía por debajo de su promedio histórico. Por su parte, los países emergentes registrarían un comportamiento estable frente al año anterior, a lo que se suma un panorama de menores precios para los principales productos básicos de exportación de Colombia frente a los registrados el año anterior, consistentes con un entorno de débil demanda externa.

En este contexto, para 2013 se estima un menor crecimiento de las exportaciones en dólares con respecto al registrado el año anterior y un aumento moderado de las importaciones, consistente con lo esperado para la economía colombiana en este año. Así las cosas, el resultado de la balanza comercial registraría un superávit menor al observado en 2012. Lo anterior, en un contexto de menores precios proyectados para los principales productos de exportación y un incremento en los volúmenes de exportación de estos bienes (como se señala en el literal A de este capítulo). En cuanto a los egresos netos por renta de factores, se espera que sean similares a los de 2012, dado el supuesto de un menor precio del petróleo, que sería compensado con el incremento en la producción. Igualmente, los ingresos por transferencias netas no presentarían variaciones significativas con relación a los registrados en 2012, dadas las proyecciones de crecimiento de España y los Estados Unidos, principales países fuente de las remesas de trabajadores colombianos. En consecuencia, la proyección de la balanza de pagos muestra para 2013 un déficit de cuenta corriente ligeramente superior al observado el año anterior. Cabe señalar que los riesgos asociados con la evolución del entorno

internacional determinarán el rango en el cual se podría encontrar dicho déficit.

Finalmente, el desbalance externo negativo de 2013 seguiría siendo financiado, en particular, por los recursos de IED, que se proyectan en niveles similares a los registrados en 2012. Por último, se estima una menor entrada de recursos por endeudamiento externo, dadas las menores necesidades de financiamiento del sector público no financiero.

2. *Evolución de la tasa de cambio durante 2012*

La tasa de cambio nominal (TCN) se define como las unidades de moneda nacional que se deben entregar para adquirir una de moneda extranjera. Generalmente, el numerario de comparación es el de los Estados Unidos; es decir, en el caso de Colombia, la TCN del peso frente al dólar (TCN peso-dólar) se refiere al número de pesos necesarios para comprar un dólar estadounidense. Cuando este indicador sube se dice que el peso se depreció y cuando baja se afirma que nuestra moneda se apreció frente al dólar.

Aunque la TCN peso-dólar es uno de los indicadores cambiarios más conocidos, como medida de competitividad es incompleta, ya que no tiene en cuenta el comportamiento de otras monedas de países con los cuales se comercia o se compite en los mercados internacionales. Adicionalmente, una medida de competitividad también debería incluir una comparación del precio relativo de producir un bien nacionalmente o en el exterior, situación que no tiene en cuenta la TCN peso-dólar.

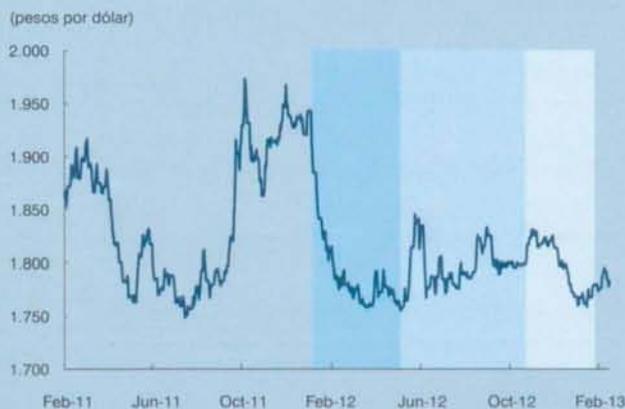
Como se describe en el sombreado, durante 2012 la TCN peso-dólar estuvo relativamente estable y registró una apreciación promedio de 2,7% con respecto a 2011. En términos generales su evolución estuvo marcada por una ligera disminución tanto en la percepción de riesgo de Colombia como en la internacional.

Cuando se calcula la TCN del peso frente al promedio de las monedas de los países con los cuales comercia Colombia (comercio

El comportamiento de la tasa de cambio nominal durante 2012

A pesar de la estabilidad de la tasa de cambio en 2012, su evolución se puede dividir en tres períodos (Gráfico A). En el primero, comprendido entre enero y abril, la moneda local registró una tendencia a la apreciación, la cual fue más marcada en enero. Dicho comportamiento coincide con el de las demás monedas de la región, y se explica principalmente por la reducción en la percepción de riesgo internacional, medida con el VIX y con las primas

Gráfico A
Tasa de cambio nominal



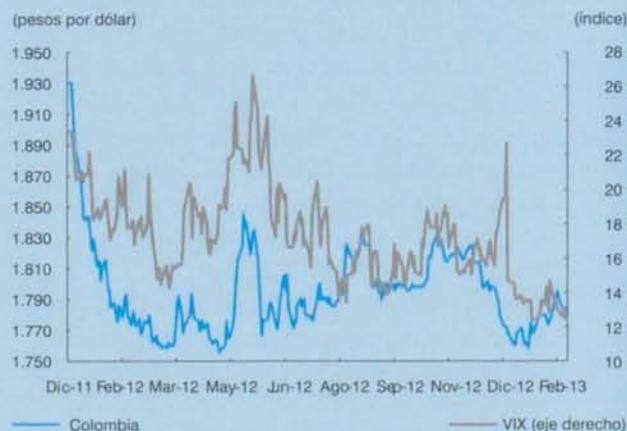
Fuente: Banco de la República.

de riesgo de la región (Gráfico B). Esto último se debió especialmente a: i) diversas decisiones tomadas con el fin de aliviar la crisis de deuda europea e impulsar el crecimiento económico de dicha región¹; ii) la publicación de datos

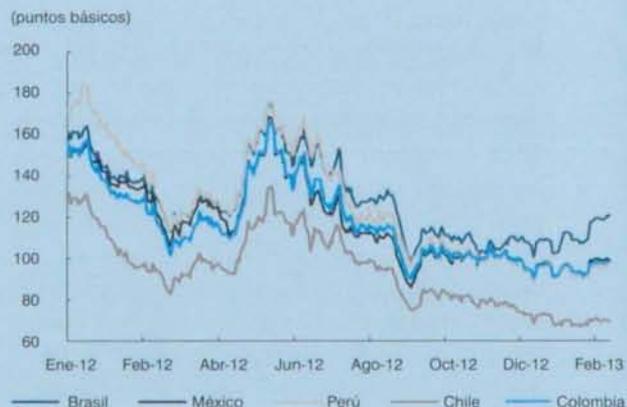
¹ Entre estas medidas se destacan: el aumento del límite de la capacidad de préstamos conjunto del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y del Mecanismo Europeo de Estabilidad de €500 b a €700 b; la aprobación de un nuevo paquete de ayuda a Grecia y el canje de deuda realizado por el gobierno griego; el acuerdo sobre medidas de disciplina presupuestaria más rigurosas para evitar otras acumulaciones de deuda en la región, y medidas para mejorar el acceso al crédito y la financiación de las empresas.

Gráfico B

1. Tasa de cambio nominal y VIX



2. Credit default swap (CDS) a 5 años en algunos países latinoamericanos



Fuentes: Bloomberg y Banco de la República.

positivos en los Estados Unidos y China²; iii) el anuncio de la Reserva Federal en cuanto a mantener, probablemente, la tasa de referencia en niveles excepcionalmente bajos hasta fina-

² En el cuarto trimestre de 2011 el PIB estadounidense se expandió 3%, registrando su mayor incremento en el año 2011, y el PIB chino creció 8,9%, superando las expectativas del mercado (8,7%).

les de 2014, y iv) los estímulos monetarios por parte de distintos bancos centrales³.

Adicionalmente, el fortalecimiento del peso colombiano en este período pudo haber estado influenciado por el aumento en la perspectiva de la deuda soberana de Colombia, de estable a positiva, por parte de la agencia calificadora DBRS así como por la publicación de datos positivos de crecimiento económico⁴. Sin embargo, es importante mencionar que en este mismo lapso se hicieron anuncios que pudieron haber devaluado el peso colombiano, como el del Ministro de Hacienda de no monetizar US\$2.200 m en 2012 y el del Banco de la República de aumentar el nivel de las reservas internacionales mediante las compras diarias de dólares⁵.

En el segundo período, comprendido entre mayo y octubre, el peso colombiano tuvo una leve tendencia a la depreciación, particularmente en mayo y agosto, debido en especial a la mayor percepción de riesgo internacional. En este lapso aumentaron los temores con respecto a la posibilidad de que Grecia no cumpliera con los compromisos adquiridos con la Unión Europea⁶, los cuales eran necesarios para recibir los €130 b del plan de rescate aprobado previamente. Además, la publicación de datos inferiores a los esperados de crecimiento económico

en los Estados Unidos y China⁷, la débil situación fiscal de algunos países europeos⁸ y la crisis que enfrentó el sistema financiero español, que obligó a su gobierno a solicitar la recapitalización del sector bancario a la Unión Europea⁹, motivaron la preferencia de los agentes por el dólar estadounidense.

Por su parte, en el ámbito local, el comportamiento del peso en este período fue afín con la extensión del programa de acumulación de reservas internacionales por parte del Banco de la República¹⁰, y a las declaraciones del Ministro de Hacienda en las cuales señaló que el Gobierno había comprado en agosto más de US\$300 m¹¹ y que realizaría más compras de dólares en el mercado. Vale la pena mencionar, sin embargo, que en este contexto de debilitamiento del peso, se presentaron noticias positivas como la mejora en la perspectiva de la deuda soberana de Colombia de estable a positiva por parte de la agencia Standard & Poor's¹²; el dato de crecimiento económico del segundo trimestre de 2012 (4,9%) mayor al esperado por el mercado (4,2%) y las disminuciones en las proyecciones de déficit del Gobierno¹³.

³ En el segundo trimestre de 2012 el PIB de los Estados Unidos se expandió 1,3% anual (menor al esperado de 1,7% anual) y el de China creció 7,6% anual (se esperaba 7,7% anual).

⁴ En particular España y Chipre.

⁵ La Unión Europea aprobó un préstamo hasta por €100 b para la recapitalización del sector bancario español.

⁶ El Banco de la República anunció el 30 de abril que extendería sus compras diarias de por lo menos US\$20 m al menos hasta el 2 de noviembre. Posteriormente, el 24 de agosto anunció que compraría US\$700 m entre lo restante de agosto y septiembre, y el 28 de septiembre anunció que compraría al menos US\$3.000 m entre octubre de 2012 y marzo de 2013.

⁷ El anuncio se realizó el 14 de agosto.

⁸ Se destacó la capacidad del país para manejar un potencial deterioro en las condiciones externas, gracias a los mecanismos de ahorro creados mediante reformas fiscales que pueden permitir una reducción del nivel de endeudamiento y del servicio de deuda.

⁹ Según el marco fiscal de mediano plazo el Ministerio de Hacienda pronosticó que en 2012 el déficit del GNC se ubicaría en 2,4% (en febrero se estimaba en 2,8%) y el del sector público consolidado (SPC) en 1,2% (en febrero se proyectaba un 1,8%).

³ El Banco Central de Inglaterra aumentó en £50 b su programa de compra de activos hasta un total de £325 b, como medida de estímulo económico, y Japón anunció que aumentaría su programa de compra de activos de ¥55 trillones a ¥70 trillones, con el mismo fin. Además, el Banco Central Europeo realizó su segunda operación de financiación a tres años, anunciada en 2011, con la cual colocó €530 b entre ochocientos bancos europeos. Finalmente, los bancos centrales de China e India redujeron en 50 pb las exigencias de las reservas.

⁴ En este período se conoció que en el cuarto trimestre de 2011 el PIB de Colombia creció 6,1% anual, superior al esperado por el mercado (5,8%).

⁵ El 3 de febrero de 2012 la JDBR decidió aumentar el nivel de reservas internacionales mediante compras diarias de por lo menos US\$20 m desde el 6 de febrero y por al menos tres meses consecutivos. Posteriormente, en su reunión del 24 de febrero decidió extender este programa hasta el 4 de agosto de 2012.

⁶ Debido a que los partidos políticos de ese país no lograron formar un gobierno de coalición.

Finalmente, en el tercer lapso, que comprende los meses de noviembre y diciembre de 2012, se observó nuevamente una tendencia a la apreciación del peso colombiano, aunque menor a la de la primera parte del año. Este comportamiento se dio a la par con otras monedas de la región, y fue afín con la reducción de las primas de riesgo, luego de algunas noticias positivas como: i) la aprobación del desembolso de €49,1 b a Grecia como parte del plan de rescate y el anuncio de diferentes medidas para apoyar la sostenibilidad de la deuda por parte de los ministros de Finanzas de la zona del euro, y ii) el anuncio por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos de continuar con la compra de títulos hipotecarios por montos mensuales de US\$40 b y de comprar títulos a largo plazo del Tesoro por montos mensuales de US\$45 b.

Lo anterior se dio a pesar del panorama internacional incierto que experimentaron los mercados financieros ante la falta de un acuerdo entre los líderes de los partidos

Demócrata y Republicano para evitar el denominado abismo fiscal en los Estados Unidos¹⁴. Por su parte, en el nivel local las señales de una desaceleración en la actividad económica en Colombia más fuerte que la prevista, la cual se materializó con la publicación del dato del PIB del tercer trimestre¹⁵, pudo haber compensado, en parte, las presiones hacia el fortalecimiento del peso durante dicho período.

¹⁴ El 1 de enero de 2013 el Congreso estadounidense logró alcanzar un acuerdo con el cual se aliviaron parcialmente los temores con respecto a la activación automática de una serie de recortes de gasto y alzas tributarias. Con el acuerdo aumentaron los impuestos de los hogares cuyos ingresos anuales superen los US\$450.000 y de individuos con ingresos superiores a los US\$400.000. Además, mantuvo una amplia gama de recortes impositivos y para marzo postergó el programa de recorte del gasto de defensa y programas sociales por parte del gobierno.

¹⁵ El PIB creció 2,7% en el tercer trimestre, mientras que a finales del año el mercado esperaba 4,1%.

no tradicional [NT])³⁶, en 2012 su variación indica una apreciación de 9,6%, resultado mayor que el registrado frente al dólar (2,7%). Esta mayor apreciación del peso se explica porque otras monedas se devaluaron frente al dólar, tales como: el real brasilero (16,6%)³⁷, el peso mexicano (5,6%), el peso chileno (0,5%),

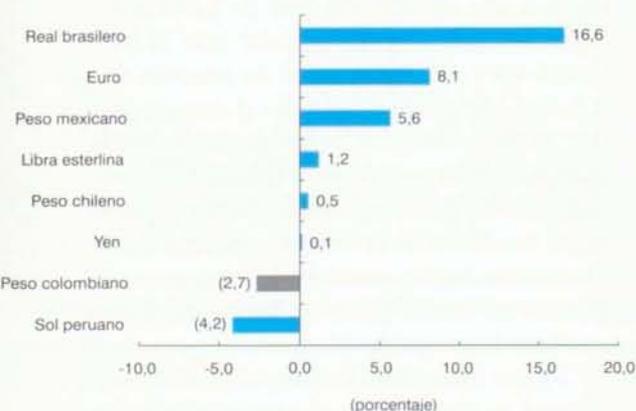
³⁶ El grupo de socios comerciales no es el mismo conjunto de países con los que Colombia compete en sus exportaciones.

³⁷ Después de la apreciación que presentó hasta finales de febrero, la cual fue común en las demás monedas de la región, el real brasilero se depreció ante: i) un entorno de debilitamiento de la economía local; ii) las constantes reducciones de la tasa de interés de referencia por parte del banco central; iii) una menor entrada de capitales al país ante el establecimiento de medidas e impuestos adicionales sobre algunas operaciones financieras, y iv) las intervenciones del banco central. A partir del 30 de noviembre de 2012 se observó una corrección parcial de esta tendencia, gracias a las medidas tomadas por el gobierno y el banco central brasileño para controlar la depreciación de la moneda.

la libra esterlina (1,2%) y el euro (8,1%). Por su parte, el sol peruano se apreció (4,2%) (gráficos 53 y 54).

Como se mencionó, el otro indicador indispensable en el cálculo de una medida de competitividad es el precio relativo externo frente al interno (P^*/P). En efecto, si en un período los precios externos suben más que los internos (suponiendo una TCN constante), ello sugiere que hubo una ganancia en competitividad, ya que se redujo el precio (o costo) relativo de producir un bien nacionalmente frente a comprarlo en el exterior. Como se observa en el Gráfico 55, esto es lo que muestran los distintos indicadores de precios en 2012, ya que tanto el IPC como el IPP registraron menores incrementos en Colombia que en el exterior (3,2% frente 9,0% y 0,3% frente 7,9%, respectivamente). Así, el mejor resultado de la inflación interna frente a la externa compensó,

Gráfico 53
Variación de la tasa de cambio nominal frente al dólar
(promedio de 2012 frente al promedio de 2011)
(porcentaje)



Fuente: Banco de la República.

en parte, la apreciación del peso y contribuyó a que se registrara un menor deterioro en las diferentes medidas de competitividad (las cuales se presentarán a continuación).

Con los anteriores dos componentes (*TCN* y P^*/P) se construye la tasa de cambio real (*TCR*). Este indicador compara la evolución de los precios externos (P^*) e internos (P) en la misma moneda ($TCN \times P^*/P$). De esta forma, si se supone que los precios no cambian y se presenta una apreciación nominal del peso frente a una canasta promedio de monedas ($\downarrow TCN$), los bienes producidos externamente se hacen más baratos, situación que se asocia con una pérdida de competitividad o apreciación real. Con respecto a los precios relativos, ante un supuesto de *TCN* constante, la pérdida de competitividad se da cuando se presenta un menor aumento en los precios externos que en los internos ($\downarrow P^*/P$), ya que se estaría reduciendo el costo de producirlos en el exterior. El caso contrario en ambos casos y con los mismos supuestos implica una depreciación real.

La *TCR* puede construirse frente a un país en particular (bilateral) o frente a un conjunto de ellos (multilateral), utilizando como indicadores de precios al *IPP* o al *IPC*.

Gráfico 54

A. Índices de tasas de cambio nominales de algunos países latinoamericanos



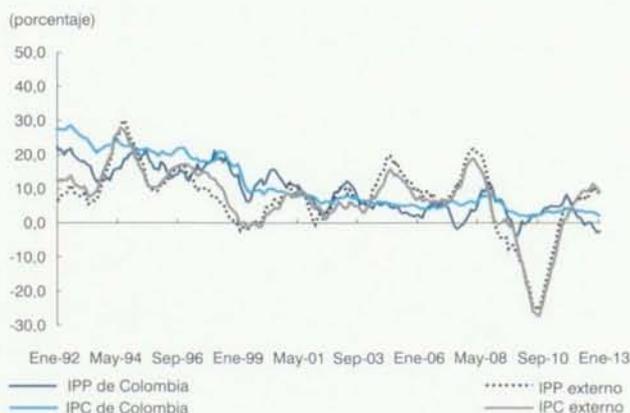
B. Índices de tasa de cambio nominal



Fuentes: Bloomberg y Banco de la República.

En términos bilaterales, la apreciación real en 2012 fue generalizada, aunque se observaron depreciaciones con respecto a algunas monedas, las cuales vale la pena destacar (Cuadro 13). Frente a Venezuela, nuestro principal destino de las exportaciones industriales, se registró una depreciación de 10,0% y 8,3% según el *IPC* e *IPP*, respectivamente. Aunque la reciente devaluación del bolívar podría compensar en parte esta situación, el diferencial de precios sigue siendo muy favorable para Colombia. Con respecto a Perú, tanto en precios como en tasa

Gráfico 55
Inflaciones al consumidor (IPC) y al productor (IPP) interna y externa



Fuente: Banco de la República.

de cambio, Colombia ganó competitividad, pues la depreciación promedio en 2012 fue de 2,1% y 2,8% según el IPC y el IPP. Frente al resto de socios comerciales se registraron apreciaciones importantes tanto en términos de IPC

como de IPP, donde se destaca la pérdida de competitividad con respecto a Brasil.

Desde el punto de vista multilateral, en 2012 el índice de tasa de cambio real (ITCR) registró una apreciación real de 2,8% anual según el indicador deflactado con el IPP (ITCR-IPP) y de 4,6% anual de acuerdo con el índice que utiliza los precios al consumidor (ITCR-IPC). Como se había mencionado, la apreciación del peso frente a la canasta de monedas (9,7%) fue compensada, en parte, por el mejor resultado de la inflación interna frente a la externa, hecho que contribuyó a que se registrara un menor deterioro en las diferentes medidas de competitividad.

Otro indicador de competitividad multilateral es el ITCR-C, el cual compara los precios de algunos de nuestros principales productos de exportación (café, banano, flores y textiles) con las cotizaciones de estos mismos bienes en el mercado estadounidense. En 2012 este indicador se apreció, en promedio, 5,5% en términos anuales, reflejando así una pérdida de competitividad similar a la registrada por las medidas anteriores (Gráfico 56).

Cuadro 13
Tasa de cambio real (con IPP) bilateral: peso colombiano frente a otras monedas extranjeras (variaciones anuales)

	2009 ^{a/}	2010 ^{a/}	2011 ^{a/}	2012 ^{a/}	2013 ^{a/}
Estados Unidos	(1,5)	(7,3)	0,4	(2,4)	1,3
Venezuela ^{c/}	10,1	(22,1)	5,1	8,3	(8,1)
Ecuador	13,2	(10,3)	(3,6)	2,0	4,5
México	(6,0)	(4,2)	(1,2)	(4,2)	4,1
Brasil	(1,7)	3,6	6,3	(11,9)	(3,8)
Zona del euro	(1,4)	(14,5)	2,1	(7,8)	4,6
Perú	2,8	(5,9)	1,0	2,8	4,4
Japón	12,3	(7,6)	3,0	(3,9)	(14,5)
Chile	0,8	(6,9)	2,9	1,6	2,5
Canadá	(2,9)	(3,0)	0,5	(3,4)	1,1
Inglaterra	(7,3)	(10,4)	1,0	(1,3)	2,7

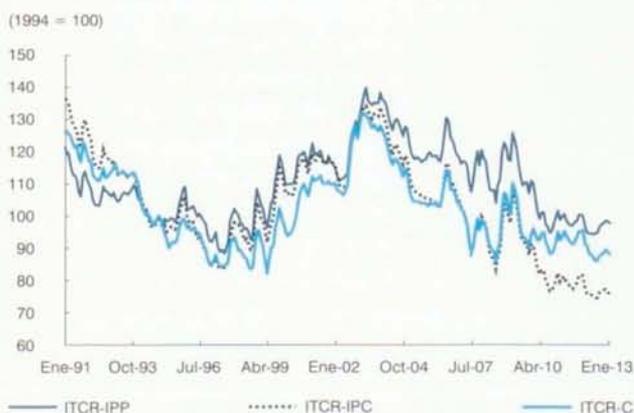
a/ Variaciones promedio entre enero y diciembre.

b/ Variación a enero.

c/ Para el cálculo de la tasa de cambio nominal en Venezuela se toma un promedio ponderado con base en estimativos de comercio entre la cotización oficial y la paralela.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 56
Índices de tasa de cambio real



Fuente: Banco de la República.

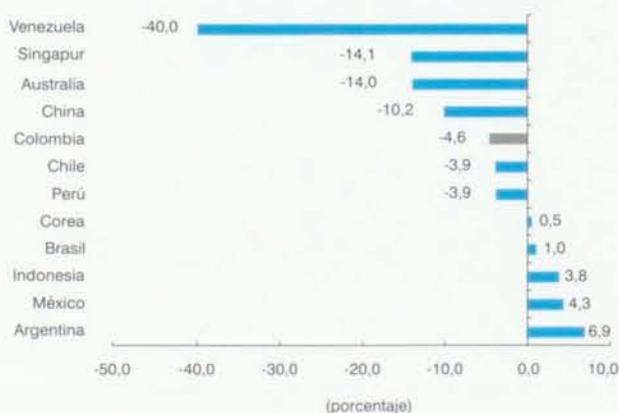
Si bien las diferentes medidas de TCR muestran que Colombia ha presentado una apreciación real, este fenómeno también se ha dado en varios de nuestros socios comerciales y competidores en los mercados externos (Gráfico 57). La debilidad de la economía mundial, la mayor confianza en las economías emergentes y los altos precios de los productos básicos han influido en el comportamiento de las tasas de cambio reales alrededor del mundo.

Fundamentales de largo plazo de la tasa de cambio real (TCR)

La TCR es un precio relativo que compara en la misma moneda los precios externos frente a los internos de una canasta de bienes. Por tal motivo, en el largo plazo los factores fundamentales que determinan su comportamiento están relacionados con la oferta y demanda de esos bienes y servicios en el país y en el extranjero.

Por el lado de la oferta, un fundamental de la TCR es la productividad. Incrementos de esta variable en el sector transable de la economía (e. g. minería, industria, etc.) se asocian con una apreciación real, con ciertos

Gráfico 57
Tasa de cambio real multilateral (IPC)
(variación anual, 2012- 2011)



Fuentes: bancos centrales y Banco de la República.

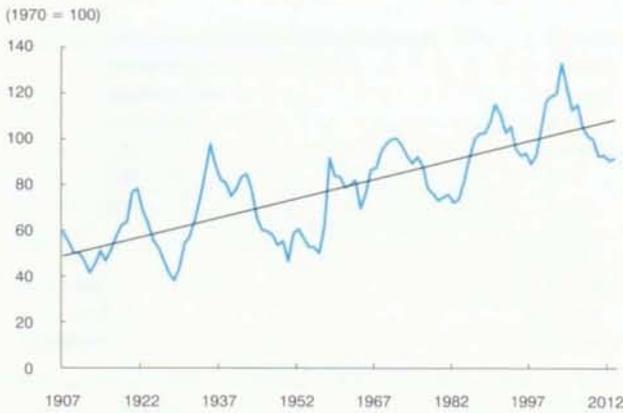
supuestos teóricos³⁸. El canal de la apreciación se da mediante los sectores que no registran dicho aumento (sector no transable), ya que estos tienden a incrementar los salarios al mismo ritmo del otro sector para retener su recurso humano. En este contexto, a pesar de que los grupos que experimentan ganancias en la productividad no alteran sus precios porque los aumentos de los salarios son coherentes con dichas ganancias, el sector no transable sí debe subirlos para compensar el incremento en el costo laboral. Así, el nivel nacional de precios se incrementa y ante un nivel de precios externos constantes la TCR se aprecia.

Un ejemplo de lo anterior lo muestra la tendencia creciente que ha tenido desde 1906 la TCR bilateral de Colombia frente a los Estados Unidos (Gráfico 58). En ese período extenso la productividad relativa del sector transable frente al no transable en los Estados Unidos creció más rápido que en Colombia. Así, en el largo plazo el peso ha tendido a

³⁸ Estos son: perfecta movilidad laboral y paridad en el poder de compra en el sector transable.

Gráfico 58

Tasa de cambio real bilateral con los Estados Unidos



Fuente: Banco de la República.

depreciarse frente al dólar (y viceversa: el dólar se ha apreciado frente al peso).

La anterior conclusión también sería válida en un período más corto, 1990-2003, ya que la productividad por hora trabajada de los sectores industriales estadounidenses creció más que la de los mismos sectores en Colombia, lo cual sugiere una tendencia hacia la depreciación real del peso en dicho período (Gráfico 59). No obstante, a partir de 2003 y hasta 2007 esta productividad relativa fue levemente decreciente, lo cual pudo explicar, al menos en parte, la fuerte apreciación real del peso frente al dólar ocurrida en ese lapso. A partir de 2008 este indicador de productividad relativa de los Estados Unidos frente a Colombia volvió a crecer, hecho que debería ejercer menor presión hacia la apreciación real.

Otros factores fundamentales que lideran el comportamiento de la TCR son los cambios en la demanda de bienes no transables que afecten su precio relativo frente a los transables. Dicha demanda depende en especial del ingreso nacional, de la tasa de interés real y de choques exógenos, como por ejemplo un cambio no esperado en el gasto público.

Por lo anterior, un aumento en el ingreso de la economía puede inducir a una

Gráfico 59

Diferencial de la productividad en la industria vs. ITCR bilateral



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

apreciación real del peso, en la medida en que se refleje en un incremento del gasto, ya que generalmente el crecimiento de este genera una mayor presión al alza en los precios del sector no transable, pues en el otro sector los precios se fijan en el mercado internacional. En este sentido, un descubrimiento de un recurso natural (exportable), un mayor nivel de remesas provenientes de trabajadores en el exterior, unos niveles más altos en los términos de intercambio, o una disminución en los pagos netos de factores al exterior, aumentan el ingreso nacional y tienden a apreciar la TCR.

En los últimos años se produjo una mejora importante de los términos de intercambio de Colombia (Gráfico 60), hecho que justifica una proporción importante de la apreciación observada. No obstante, en 2012 los términos de intercambio continuaron en niveles altos, pero dejaron de crecer. De esta forma, si bien siguen soportando un ingreso nacional alto, no explican un incremento adicional en el gasto que genere una mayor apreciación de la TCR. De igual forma, en 2012 se registraron menores crecimientos en la producción y exportación de petróleo del país (Gráfico 61), así como caídas en los ingresos por

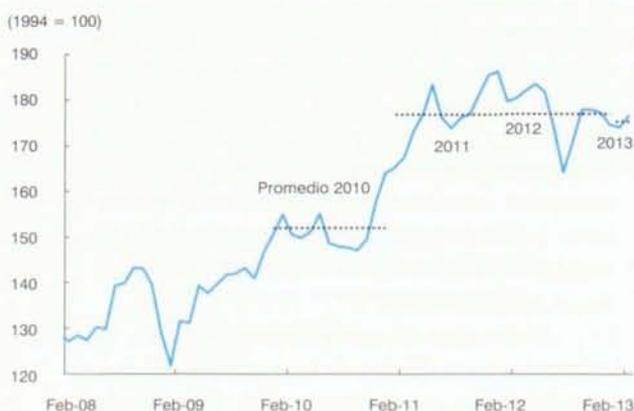
remesas de trabajadores, lo que implicaría una moderación en la apreciación real en 2012.

Otra variable que explica el comportamiento de la TCR es la IED, cuya entrada de recursos puede inducir a una apreciación real, ya que genera demanda de bienes y servicios no transables y con ello un aumento en su precio relativo. Desde 2005 se ha visto un fuerte ingreso de IED, destinado tanto a la

actividad petrolera como al resto de sectores de la economía. Así, el ingreso neto de capitales de IED pasó de US\$2.208 m en promedio entre 2000 y 2003 a US\$8.343 m en promedio entre 2005 y 2011, con un fuerte crecimiento en este último año (Gráfico 62). Si bien en 2012 las entradas de capitales volvieron a registrar niveles altos, su incremento se moderó, hecho que genera menor presión hacia la apreciación real en el corto plazo.

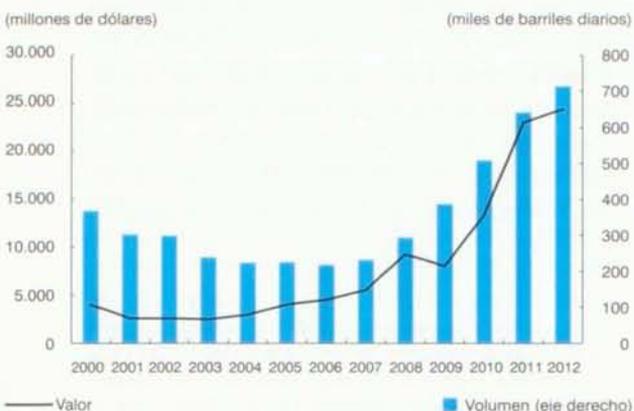
A pesar de que varios de los anteriores fundamentales sugerían que en 2012 la apreciación real se debería moderar, el ITCR-IPP se ubicó en los niveles más bajos desde 1998, al tiempo que el ITCR-IPC registró niveles no registrados desde 1984 (gráficos 63 y 64).

Gráfico 60
Términos de intercambio



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 61
Exportaciones de petróleo

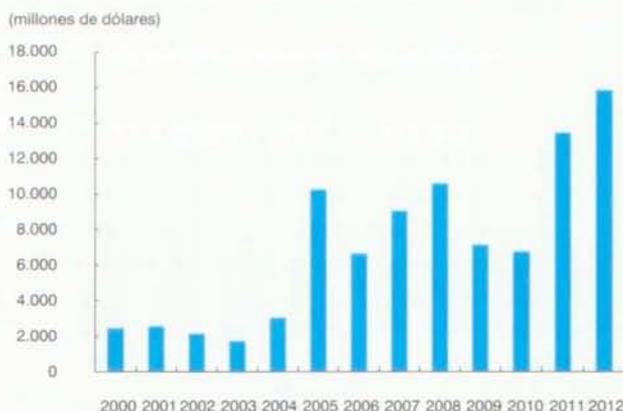


Fuente: DANE.

3. Indicadores de reservas internacionales

La estrategia de acumulación de reservas por parte del Banco de la República reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional para enfrentar salidas de capital del país, las cuales pueden ser provocadas por factores como el deterioro de los términos de intercambio, pánicos financieros o crisis de financiamiento en países vecinos.

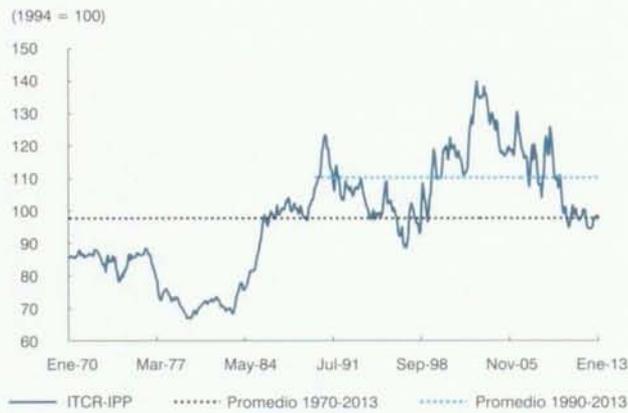
Gráfico 62
Flujos de inversión extranjera directa en Colombia



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 63

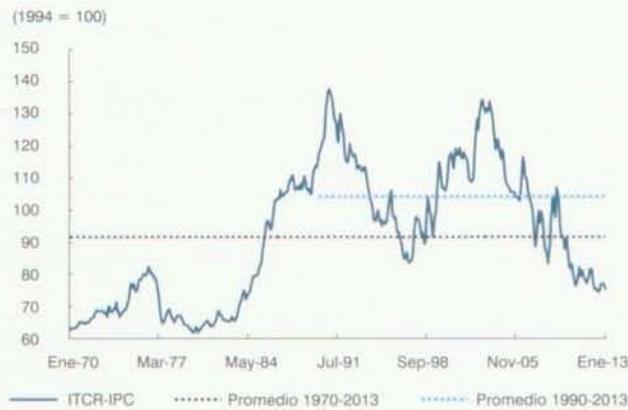
ITCR multilateral medido con el IPP y sus promedios históricos



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 64

ITCR multilateral medido con el IPC y sus promedios históricos



Fuente: Banco de la República.

En ese contexto, mantener un nivel adecuado de reservas internacionales sirve no solo para mejorar la confianza en el país sino para enfrentar adecuadamente una crisis en los mercados externos³⁹.

³⁹ Adicional a la estrategia de acumulación de reservas, el 11 de mayo de 2009 el FMI aprobó una línea de financiamiento contingente para Colombia por término de un año, el cual se otorga a países miembros con buen desempeño económico, políticas prudentes y un sólido marco de política económica.

Para determinar si las reservas internacionales son suficientes para prevenir y enfrentar choques externos, se utilizan varios indicadores. Los más importantes son la razón entre reservas internacionales y agregados monetarios y el cociente entre reservas y el pago de la deuda externa durante los siguientes doce meses.

Al comparar las reservas con agregados monetarios, tales como M2 o M3, se busca establecer la capacidad de la economía para responder a salidas de capital provocadas por un ataque especulativo. Por su parte, el indicador de reservas sobre las amortizaciones de la deuda externa total y el déficit en cuenta corriente indica 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 a la financiación internacional. En general, los mercados internacionales consideran que valores bajos de estos indicadores pueden dar señales de alerta sobre la vulnerabilidad externa de las economías.

El Cuadro 14 presenta la evolución de diferentes indicadores de las reservas internacionales netas entre 2008 y 2012. De acuerdo con esta información, el indicador de la relación de reservas netas sobre M3 se ha deteriorado en los últimos años, como resultado del fuerte crecimiento del agregado monetario. Las razones de reservas netas a deuda externa y al déficit en cuenta corriente, registran valores por encima de 1, nivel considerado adecuado por el mercado. El cociente de las reservas netas a las importaciones totales de bienes y servicios, el cual indica el número de meses de importaciones que una economía está en capacidad de cubrir haciendo uso de sus reservas internacionales ante un cambio

Esta línea de crédito fue renovada el 7 de mayo de 2010 por un año y, posteriormente, lo fue el 6 de mayo de 2011 por dos años más. El pasado 4 de mayo de 2012 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.

Cuadro 14
Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

	2008	2009	2010	2011 (pr)	2012 (pr)
Saldo					
Reservas internacionales netas (millones de dólares) ^{a/}	24.030	25.356	28.452	32.300	37.467
Indicadores					
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa					
Amortizaciones de deuda externa (millones de dólares)	10.369	11.418	10.308	14.418	22.709
Reservas netas/amortizaciones de deuda externa del año en curso	2,32	2,22	2,76	2,24	1,65
Reservas netas/amortizaciones de deuda externa del siguiente año	2,10	2,46	1,97	1,42	2,33
B. Posición adecuada de liquidez externa					
RIN/(servicio de la deuda año corriente)	1,76	1,75	2,08	1,78	1,43
RIN/(servicio de deuda año siguiente)	1,66	1,85	1,56	1,24	1,87
RIN/(amortizaciones de deuda año corriente + déf. cta. cte. año corriente)	1,40	1,55	1,49	1,33	1,09
RIN/(amortizaciones de deuda año siguiente + déf. cta. cte. año siguiente)	1,47	1,33	1,17	0,94	1,28
C. Otros indicadores de reservas internacionales					
RIN como meses de importaciones de bienes	7,7	9,7	8,9	7,5	8,1
RIN como meses de importaciones totales	6,4	7,9	7,3	6,3	6,8
RIN/M3 (porcentaje)	29,2	26,2	24,7	24,1	22,0
RIN/PIB ^{b/}	9,8	10,8	9,9	9,7	10,3

(pr) preliminar.

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

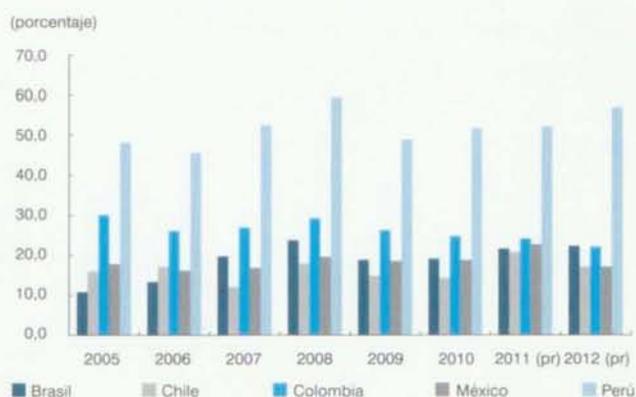
b/ El valor del PIB en dólares corresponde a una estimación para el año 2012 en términos nominales.

Fuente: cálculos del Banco de la República.

abrupto de la balanza comercial, se estima en 6,8 meses para 2012, nivel que, aunque se considera adecuado, es inferior al promedio calculado desde 2000. Al estimar este indicador con importaciones de bienes, aquel asciende a 8,1 meses.

Al comparar diversos indicadores de liquidez internacional de Colombia frente a otros países de la región, se observa que en el cociente de reservas a M3 Colombia registra niveles superiores a Chile y México, y una posición inferior con respecto a Perú⁴⁰ y Brasil (Gráfico 65).

⁴⁰ Se destaca el crecimiento y nivel de esta razón para Perú, debido a que los bancos locales pueden captar depósitos en dólares, cuyo encaje se contabiliza como reservas.

Gráfico 65
Reservas internacionales/M3

(pr): preliminar.

Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización en febrero 2013) y Banco de la República.

En las relaciones de las reservas internacionales a amortizaciones, servicio de deuda y déficit en cuenta corriente más amortizaciones, Colombia registra niveles superiores a Chile e inferiores a Brasil y Perú (Gráfico 66).

Con respecto al indicador de reservas a PIB, se sitúa en niveles cercanos al registrado por México, y por debajo de Chile, Brasil y Perú. En cuanto a las reservas medidas en meses

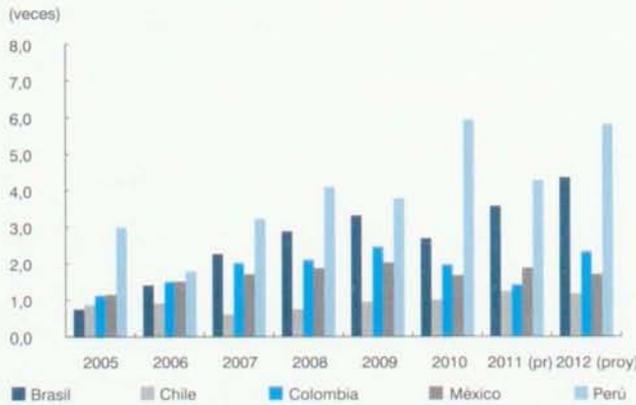
de importaciones de bienes, estas muestran que Colombia tiene una posición relativa superior a la de Chile y México, e inferior a la de Brasil y Perú (Gráfico 67).

4. Decisiones de política cambiaria

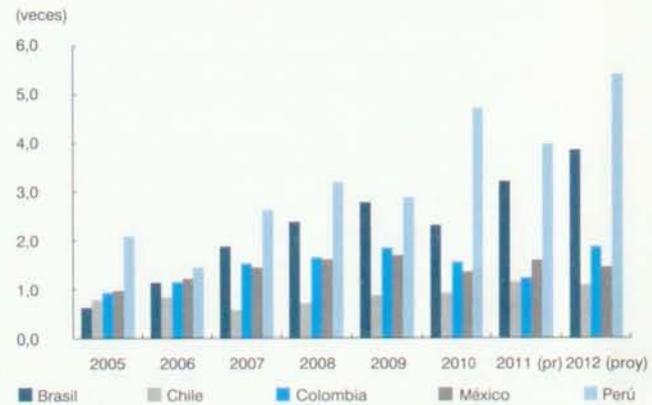
El crecimiento continuo de la economía, su profundización financiera y su creciente

Gráfico 66

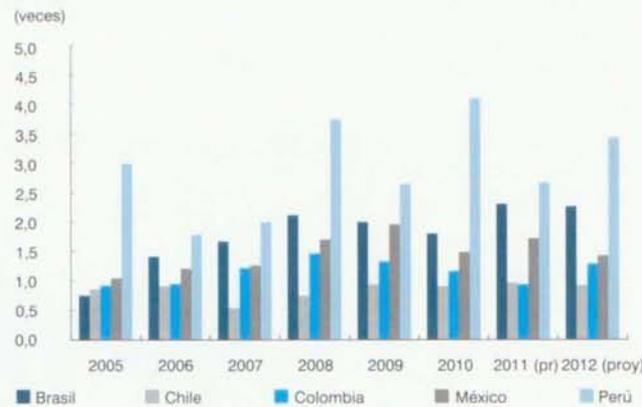
A. Reservas internacionales/amortizaciones del año siguiente



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



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

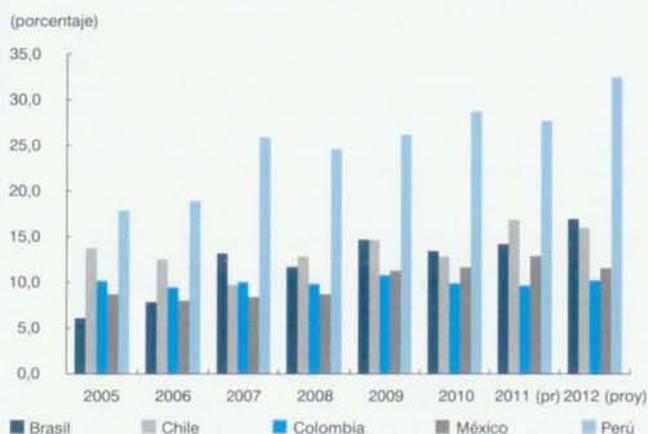


(pr): preliminar.
(proy): proyectado.

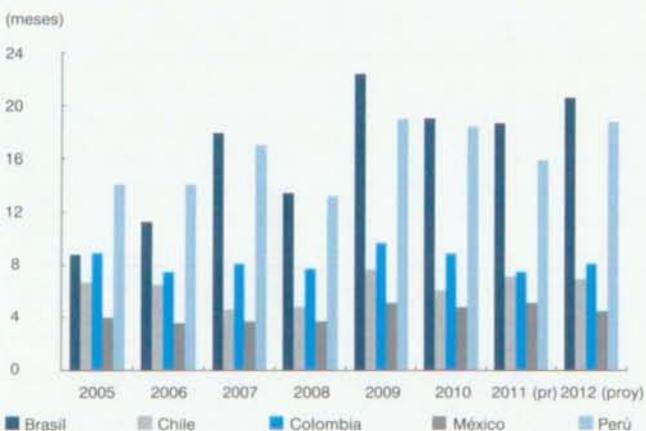
Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización en febrero de 2013) y Banco de la República.

Gráfico 67

A. Reservas internacionales/PIB



B. Reservas internacionales como meses de importaciones de bienes



(pr): preliminar.
(proy): proyectado.

Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización en febrero de 2013) y Banco de la República.

inserción en la economía mundial aumentan el riesgo de liquidez internacional del país y hacen relevante la discusión sobre el nivel adecuado de acumulación de reservas internacionales.

En 2012 y lo corrido del presente año las condiciones de la economía y del mercado cambiario generaron una oportunidad para incrementar el nivel de las mismas de una

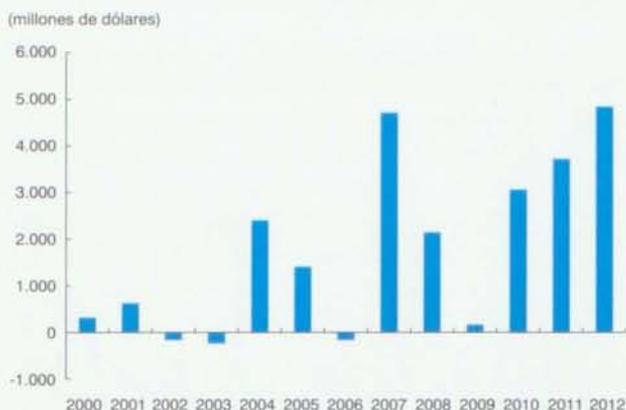
manera responsable, sin poner en peligro el logro de la meta de inflación ni la contribución de la política monetaria a la estabilidad del producto y el empleo alrededor de sus niveles sostenibles.

En primer lugar, algunos fundamentales, que en gran parte de la pasada década explicaron una tendencia hacia la apreciación, sugirieron una tasa de cambio real menos apreciada en 2012. En efecto, los términos de intercambio dejaron de incrementarse y la productividad de Colombia relativa con la de los Estados Unidos se deterioró. Adicionalmente, estos hechos se daban junto a una reducción de tasas de interés de política, dado el entorno de baja inflación y crecimiento. Esto último minimizaba los posibles conflictos entre las señales y los efectos de la política monetaria y cambiaria.

En este contexto, a lo largo de 2012 la JDBR consideró oportuno acumular US\$4.844 mm, siendo esta la mayor compra de dólares registrada en un año por el Banco de la República en el esquema de inflación objetivo (Gráfico 68). A su vez, en la reunión del 28 de enero de 2013 la JDBR decidió de nuevo incrementar el nivel de compra de dólares y con ello mejorar los indicadores de reservas internacionales.

Gráfico 68

Compras netas de divisas del Banco de la República



Fuente: Banco de la República.

Recuadro 1 Medición de las obras civiles en el PIB

Dentro de las cuentas nacionales (CN) un componente muy importante es el grupo de la construcción, debido a las interrelaciones que tiene con los demás sectores y por su importancia dentro del PIB. En efecto, por el lado de la oferta, durante 2012 la construcción representó el 7,7% del PIB, 4,0 puntos porcentuales (pp) corresponden a edificaciones y los restantes 3,7 pp a las obras civiles. Por lo anterior, si estos rubros registran una alta volatilidad en sus crecimientos, como la observada en las obras civiles, ello dificulta evaluar el desempeño de la economía e incrementa la incertidumbre del pronóstico de la expansión económica.

La variabilidad en el crecimiento de cualquier grupo de las CN puede obedecer a la misma naturaleza del sector, pero también, a dificultades en su medición. Por ejemplo, en teoría el comportamiento de ciertos rubros agrícolas¹ debería ser más volátil y menos predecible que el desempeño de algunos gastos en inversión, como lo es el destinado a obras civiles. No obstante, aunque la dinámica de este último rubro debería ser más estable, los problemas surgen por la dificultad en su medición.

Según las recomendaciones de la Organización de las Naciones Unidas, en las CN los flujos de los sectores se deben registrar “en el momento del período contable en que se devenga es decir, en el momento en que el valor económico se crea, transforma, intercambia, transfiere o extingue”². En otras palabras, en el tiempo en que el hecho económico se realiza. Para el caso de la construcción, un indicador utilizado internacionalmente es el de avance de obra, según el cual en un período determinado se debe estimar cuánto se ha realizado de la construcción, y dependiendo de la etapa en la que se encuentre, se le imputa un valor agregado.

Por ello, países como Perú y México utilizan el concepto de “avance de obra” para calcular el valor agregado de la construcción en las CN. En Colombia este concepto se utiliza para calcular el PIB de construcción de edificaciones. Sin embargo, para las obras civiles la metodología empleada es la de “pagos”, donde se contabilizan los desembolsos realizados por las entidades y empresas a los contratistas para hacer las obras. Para tal efecto se realiza un muestreo intencional focalizado a las entidades y empresas que ejecutan los mayores niveles de inversión en infraestructura, y se recolecta la información entre el día diez y veinte del mes siguiente al cierre del trimestre de referencia.

La información se obtiene mediante tres formularios diseñados específicamente para el tipo de entidad. El primero de ellos está dirigido a entidades públicas, empresas de servicios públicos y entes territoriales; el segundo a concesiones y el tercero para empresas privadas. Con ello se trata de reducir la heterogeneidad en la información reportada y se recolectan el código, la descripción, la apropiación y los pagos del trimestre por proyecto.

Con la metodología de pagos se han observado varios problemas como: i) los giros o desembolsos no necesariamente reflejan el valor agregado del trimestre, ya que la medición puede estar contaminada por prepagos, anticipos, consignaciones a fiducias, entre otros³; ii) no se cuenta con un censo nacional, y iii) aunque la muestra continuamente se está ampliando y en la actualidad cuenta con alrededor de 182 fuentes (entidades públicas, concesiones y empresas privadas), podría tener problemas de representatividad.

Como se muestra en el Gráfico R1.1, en Colombia históricamente la serie de obras civiles

¹ Debido, por ejemplo, a cambios inesperados en el clima.

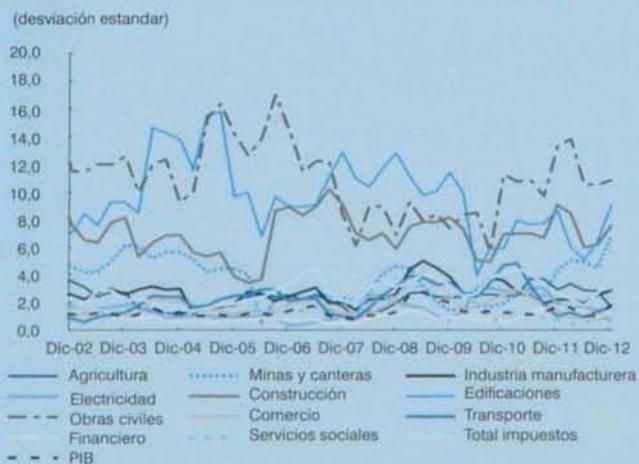
² Sistema de cuentas nacionales (2008) “Versión preliminar para discusión”, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), noviembre de 2008.

³ Por ejemplo, un desembolso se pudo haber hecho en un trimestre, pero la obra fue efectuada en otro (antes o después). Otro es que el giro se pudo dirigir a una fiducia, pero la obra no se ha hecho.

se ha caracterizado por presentar la volatilidad más alta entre todas las ramas de producción. Adicionalmente, frente a países como México, Chile y Perú, la variabilidad del sector de la construcción de Colombia es una de las más altas⁴ (Gráfico R1.2). Estos hechos podrían sugerir que parte de esta volatilidad obedece a problemas en la metodología de cálculo.

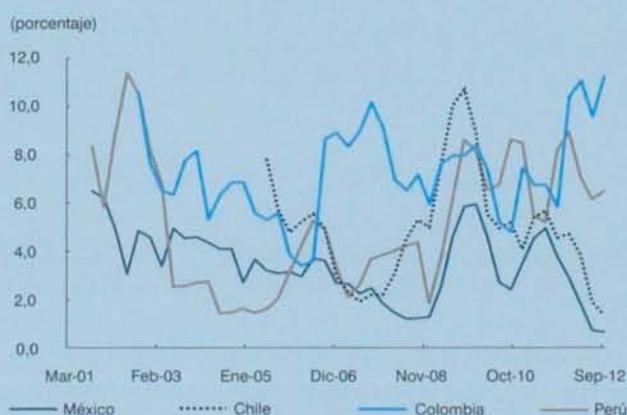
En materia de errores de pronóstico, las sorpresas bajistas y alcistas por ramas de actividad en cada trimestre de 2012 se concentraron en construcción, especialmente en las obras civiles. A ello se suman las revisiones normales que se efectúan a las series históricas, todo lo cual eleva la incertidumbre con respecto al adecuado

Gráfico R1.1
Volatilidad de las ramas de actividad del PIB por el lado de la oferta (ventana móvil 6 trimestres)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R1.2
Volatilidad del PIB de la construcción (ventana móvil 6 trimestres)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

análisis de esta variable. Las mayores correcciones y modificaciones realizadas por el DANE provienen del PIB de la construcción, en el cual la revisión media calculada desde 2002 ha sido de 0,13 pp para un horizonte de un trimestre, mientras que para un horizonte de dos años ha sido de 3,10 pp (en el PIB total es 0,21 y 0,27 pp, respectivamente)⁵. Por último, en septiembre de 2012 el DANE modificó el año base del indicador de obras civiles y adoptó nuevas ponderaciones para los diferentes componentes. Se destaca el significativo aumento en la importancia de las construcciones de minería, las cuales corresponden a un poco más de la mitad de la inversión en obras civiles (Cuadro R1.1).

Cuadro R1.1
Ponderaciones dentro del indicador de obras civiles (porcentaje)

Año base	Carreteras, calles, caminos, puentes	Vías férreas, pistas de aterrizaje y sistemas de transporte masivo	Vías de agua, puertos, represas, acueductos y otras obras portuarias	Construcciones para minería, centrales generadoras eléctricas	Otras obras de ingeniería
2005	35,0	5,4	16,5	36,7	6,5
2010	27,8	2,6	11,5	50,9	7,3

Fuente: DANE.

⁴ No se pudo comparar el indicador de obras civiles de otros países por falta de información.

⁵ Véase el Recuadro 1 del *Informe sobre Inflación* de junio de 2008: "¿Qué tan grandes son las revisiones de las series macroeconómicas en Colombia?".

Recuadro 2

Evolución del tamaño de la cadena de producción industrial en Colombia desde 1990¹

De acuerdo con las estadísticas del DANE, durante las últimas dos décadas la participación del valor agregado de los sectores industriales en la producción nacional de Colombia ha disminuido significativamente, al pasar de representar el 23% del PIB en 1980 a ser el 13% en el año 2010 (Gráfico R2.1). Aunque la pérdida de importancia de esta rama es común en economías similares a la colombiana, debe notarse que para Colombia la información disponible corresponde a tres series elaboradas a partir de distintas metodologías, cuyos años base son 1975, 1994 y 2005. Dichas series no son comparables, pues se refieren a diferentes definiciones del PIB. En particular, en el cálculo del PIB cada metodología incluye actividades que no se contemplaban en la metodología anterior, lo que puede implicar una disminución de la participación del PIB industrial en el total.

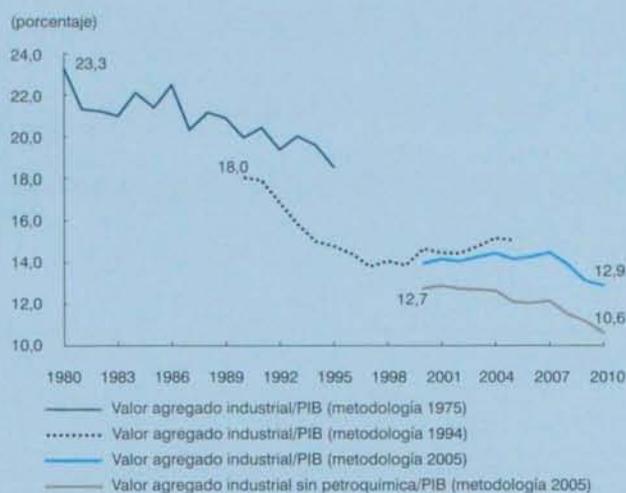
Al analizar cada serie comparable por separado, para los últimos veinte años, se observa una caída neta de un poco más de cuatro puntos de participación de la industria en el valor agregado total de la economía. El grueso de dicha pérdida ocurrió durante la década de los años noventa. Esta disminución de alrededor de 1 pp en los últimos diez años no es muy significativa en el contexto de las variaciones observadas y puede estar explicada por efectos cíclicos. Cuando se excluye la industria petroquímica la disminución de esta participación durante la última década es apenas 1 pp mayor.

1. El tamaño relativo de la industria

En cuanto al tamaño relativo del valor agregado industrial, no hay evidencia de una caída sustancial durante las últimas décadas; sin embargo, este puede disminuir por varias razones, incluso si el verdadero tamaño relativo de la industria permanece constante o aumenta. En particular, si la producción industrial se “desintegra” y porciones crecientes de las cadenas productivas se realizan por fuera de las firmas industriales, una parte cada vez mayor del valor agregado industrial se convierte en valor agregado de otros sectores.

Durante las últimas décadas existe evidencia de que las firmas industriales han “tercerizado” una parte de sus actividades, sobre todo aquellas relacionadas con servicios tales como aseo, vigilancia, contabilidad, mercadeo, etc. Por tanto,

Gráfico R2.1
Participación del valor agregado industrial en el PIB nacional



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

¹ Este recuadro está basado en los resultados de un estudio realizado por investigadores del Centro de Estudios sobre Economía Industrial e Internacional del Banco de la República en Cali. Para más detalle, consúltese J. E. Carranza y S. Moreno (2013), “Tamaño y estructura vertical de la cadena de producción industrial colombiana desde 1990”, Borradores de Economía del Banco de la República, núm. 751.

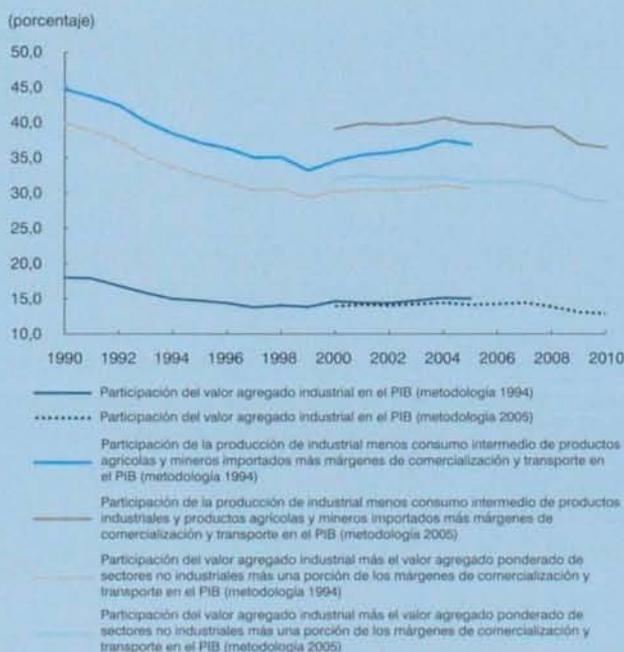
porciones de su cadena productiva que antes hacían parte de su valor agregado, se clasifican hoy como valor agregado de otros sectores.

Una medida exacta del tamaño relativo de la industria en la economía requeriría la agregación de valor a lo largo de toda la cadena productiva. En el caso colombiano tal medida no se puede obtener porque no se registra el valor agregado contenido en las compras intermedias de las firmas industriales y sus proveedores. Sin embargo, un estudio realizado por investigadores del Banco de la República (Carranza y Moreno, 2013) propone dos medidas alternativas del verdadero tamaño relativo de toda la cadena industrial como proporción del PIB. Por un lado, se toma la producción industrial bruta y se le restan las compras intermedias del sector de productos industriales y los insumos agrícolas y mineros importados. Finalmente, a esto se le suman los márgenes de comercialización y transporte. La medida obtenida es el valor agregado nacional de la industria y su red de distribución más el valor bruto de los insumos producidos localmente. La segunda medida parte del valor agregado industrial y se le suma una aproximación del valor agregado de los insumos no industriales producidos nacionalmente² y los márgenes de transporte y comercialización. Esta medida solo captura, aunque de forma imprecisa, un eslabón hacia atrás y uno hacia adelante de la cadena productiva. El Gráfico R2.2 muestra la evolución de estas dos medidas desde 1990 hasta 2010³.

Las dos medidas calculadas resultan similares. La primera muestra que toda la cadena industrial como proporción del PIB pasó de 44,8% en 1990 a 34,6% en el año 2000, de acuerdo con la metodología con base 1994, y de 39,1% a 36,4% del PIB entre 2000 y 2010, con la metodología base 2005. La segunda me-

Gráfico R2.2

Medidas alternativas de la cadena industrial colombiana



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

didada del tamaño de la cadena industrial, que cuenta solo los eslabones “adyacentes” de la cadena industrial, pasa de 39,9% a 30,1% entre 1990 y 2000, de acuerdo con la metodología base 1994, y de 32,0% a 28,8% entre 2000 y 2010 según la metodología base 2005.

El Gráfico R2.2 muestra también la evolución del valor agregado industrial como proporción del PIB, el cual es mucho más estable que las medidas de toda la cadena. Por tanto, las variaciones de la producción industrial son absorbidas en gran parte por eslabones no industriales. Este fenómeno es, de cierto modo, un reflejo de las diferencias en la capacidad de los distintos sectores productivos de resistir choques exógenos.

Se pueden concluir dos cosas: primero, que la cadena de producción industrial desde los insumos hasta la comercialización de los productos industriales genera alrededor de la tercera parte del valor agregado de la economía. Segundo, que entre 1990 y el año 2000 esta cadena

² Dado que el valor agregado de la producción por destino no se registra en las estadísticas del DANE, este se calcula para los insumos como la proporción del valor agregado de cada sector de acuerdo con el porcentaje de su producción que se destina a la industria.

³ Debido al problema de compatibilidad de las metodologías con año base 1994 y 2005 se ven dos series discontinuas y sobrepuestas.

perdió más o menos diez puntos porcentuales de su participación en el valor agregado de la economía, pero desde entonces ha permanecido más o menos constante.

2. Sobre el tamaño absoluto de la industria

La estabilidad del tamaño relativo de la cadena de producción industrial desde el año 2000 implica que su tamaño absoluto ha crecido a tasas similares a las de toda la economía. A continuación se presentan medidas de este último por el lado de la oferta de bienes industriales y de la demanda de insumos para la industria.

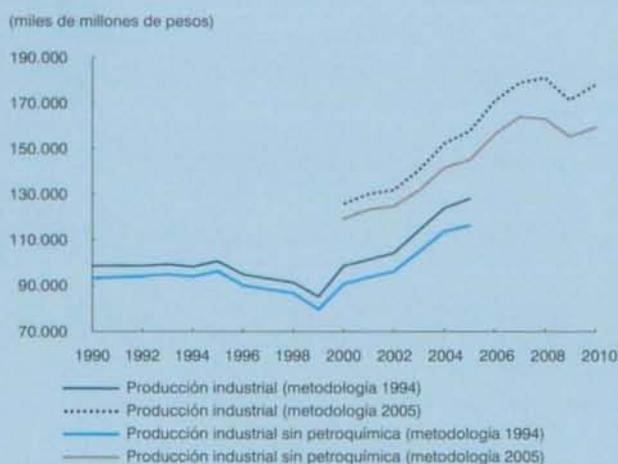
En cuanto al tamaño absoluto de la industria por el lado de la oferta, el valor real⁴ de la producción industrial (con y sin sector petroquímico) permaneció estancado durante la década de los noventa (Gráfico R2.3). Desde el año 2000, sin embargo, la industria ha tenido un crecimiento más o menos sostenido, excepto tras la crisis

financiera mundial de 2008. El gráfico muestra un comportamiento similar para toda la industria, incluso excluyendo al sector petroquímico, el cual ha tenido un crecimiento superior al promedio.

El Gráfico R2.4 muestra algunas medidas del tamaño de la industria por el lado de la demanda de insumos. Específicamente, se presentan las compras intermedias y la remuneración a los asalariados de las firmas industriales en pesos constantes (de acuerdo con las cuentas nacionales del DANE, usando las metodologías de 1994 y de 2005). Desde el año 2000 se observa que las compras intermedias de la industria han aumentado sustancialmente en términos reales y que su tasa de crecimiento ha sido mucho mayor a la de la nómina. Este fenómeno es consistente tanto con una intensificación del capital (que permite la transformación de proporciones mayores de insumos sobre trabajo), como con la desintegración vertical de la cadena productiva (que lleva a que servicios personales que antes se contrataban directamente sean hoy “tercerizados” a través de firmas de otros sectores).

La estructura de las compras intermedias no industriales de la industria colombiana

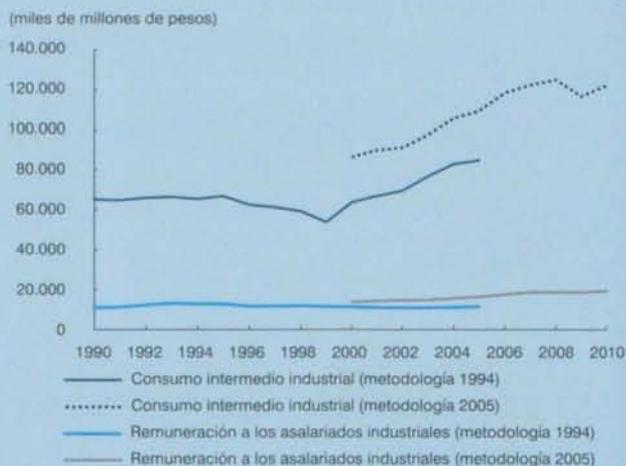
Gráfico R2.3
Producción industrial colombiana con y sin industria petroquímica en pesos constantes de 2005



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

⁴ Las series discordantes corresponden de nuevo a las metodologías con base 1994 y 2005, las cuales fueron deflactadas con la variación de los precios al consumidor (IPC) y están en pesos constantes de 2005. Los valores descontados con la tasa de variación del IPC no son medidas de cantidades, sino del valor de la producción comparables en el tiempo.

Gráfico R2.4
Consumo intermedio industrial y remuneración a los asalariados en pesos constantes de 2005



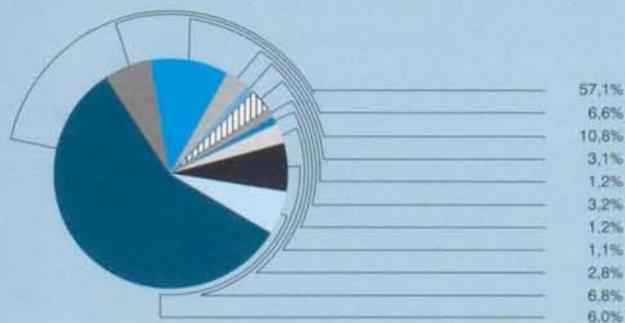
Fuente: DANE (cuentas nacionales); cálculos del Banco de la República.

para los años 1994 y 2005 (años base para las metodologías del DANE) evidencia la “tercerización” de servicios (Gráfico R2.5). La composición promedio de los insumos de la industria,

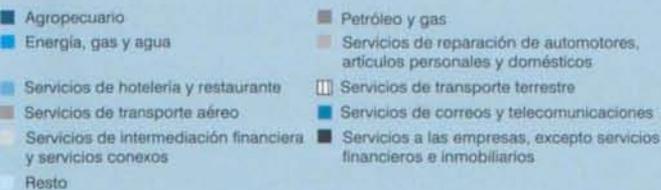
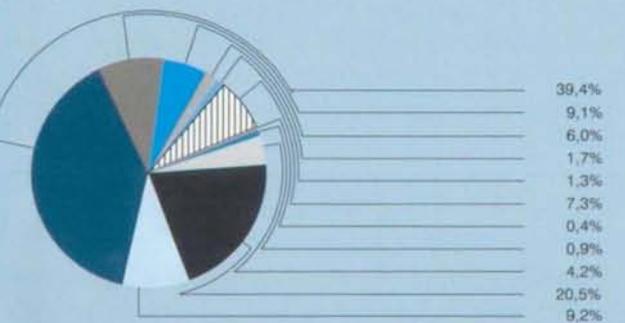
diferentes a la mano de obra y a otros insumos industriales, muestra que en esa década el rubro con mayor crecimiento fue el de servicios a las empresas (como vigilancia, aseo y mantenimiento), distintos a los financieros, inmobiliarios y de transporte. La participación de estos servicios en las compras intermedias de la industria se triplica entre estos años, lo cual es consistente con la noción de que muchos de estos servicios, que antes se los proveían las firmas directamente y hacían parte de su valor agregado, son ahora ofrecidos por firmas cuyo valor agregado no hace parte del sector industrial.

Gráfico R2.5
Distribución de los consumos intermedios de la industria nacional

A. 1994



B. 2005



3. Conclusiones

La evidencia muestra que, por lo menos desde el año 2000, la cadena de producción industrial en Colombia ha crecido de manera persistente y absorbe aproximadamente la tercera parte del valor agregado de la economía. La cadena de producción industrial incluye el valor agregado a lo largo de toda la cadena productiva en todos los sectores, incluso los no industriales.

El tamaño relativo de esta cadena productiva ha permanecido más o menos constante desde el año 2000. La caída observada en el peso relativo del valor agregado de la industria en el PIB sugiere que ha ocurrido una recomposición en las cuentas de la producción industrial, como consecuencia de cambios en la estructura vertical de la industria. Hay evidencia de que una porción creciente de insumos y servicios que las firmas industriales se proveían a sí mismas se ha “tercerizado” y es ahora producida por firmas de servicios. Este fenómeno contable, que tiene raíces económicas, puede estar explicando en parte la caída relativa de la actividad industrial, no solo en Colombia, sino en el mundo.

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

Recuadro 3 Operaciones de liquidez del Banco de la República

De acuerdo con la Constitución Política y los artículos 12 y 16 de la Ley 31 de 1992, al Banco de la República le corresponde estudiar y adoptar medidas monetarias, crediticias y cambiarias para regular la circulación monetaria y, en general, la liquidez del mercado financiero, así como el normal funcionamiento de los pagos internos y externos de la economía, velando por la estabilidad del valor de la moneda. Asimismo, es el prestamista de última instancia de los establecimientos de crédito¹. Para el logro de la primera función, el Banco suministra liquidez acorde con la política monetaria, y apoya el funcionamiento adecuado del sistema de pagos. Por su parte, para la función de prestamista de última instancia, provee recursos, de manera excepcional, a los establecimientos de crédito que afrontan problemas transitorios de liquidez.

Adicionalmente, para ejecutar la primera función, el literal b) del artículo 16 de la Ley 31 de 1992 señala que la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) podrá:

Disponer la realización de operaciones en el mercado abierto con sus propios títulos, con títulos de deuda pública o con los que autorice la Junta Directiva en estos casos en moneda legal o extranjera, determinar los intermediarios para estas operaciones y los requisitos que deberán cumplir éstos. En desarrollo de esta facultad podrá disponer la realización de operaciones de reporto (repos) para regular la liquidez de la economía.

La función de prestamista de última instancia a los establecimientos de crédito está reglamentada en el artículo 12 de la Ley 31 de 1992, que establece que los apoyos transitorios de liquidez se pueden realizar mediante contra-

tos de descuento o redescuento en las condiciones que determine la JDBR.

Este recuadro describe los mecanismos con que cuenta el Banco de la República para cumplir sus funciones relacionadas con el suministro de liquidez.

1. La liquidez en la ejecución de la política monetaria

La política monetaria en Colombia sigue un esquema de inflación objetivo y tiene como instrumento principal la tasa de interés de referencia a un día², la cual es utilizada para influir sobre las tasas de interés de mercado, y por esta vía mantener una inflación baja y estable, así como una senda de crecimiento del producto en niveles sostenibles de largo plazo. Así, para cumplir tales objetivos se busca que la tasa interbancaria a un día se mantenga cercana a la tasa de referencia del Banco de la República. Para ello, la institución ejecuta su política monetaria mediante las operaciones de mercado abierto que consisten en operaciones transitorias (repos de expansión y depósitos remunerados) y operaciones definitivas (compra y/o venta de títulos). Los repos de expansión se utilizan para entregar liquidez a la economía mediante la compra de títulos de alta calidad crediticia por parte del Banco de la República con un pacto de reventa en un momento futuro. Al término del tiempo establecido, transfiere de nuevo los títulos a las entidades, y recibe la liquidez otorgada inicialmente más un rendimiento. En el depósito remunerado, el intermediario deposita recursos en el Banco de la República por un tiempo determinado y recibe el pago de un interés.

¹ De acuerdo con el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, se consideran establecimientos de crédito los bancos, corporaciones financieras, compañías de financiamiento (tradicionales y *leasing*) y las cooperativas financieras.

² Esta es la tasa de interés que define la JDBR en sus reuniones mensuales.

Para la realización de las operaciones de mercado abierto, de acuerdo con lo establecido en la Ley 31 de 1992, la JDBR debe definir los títulos elegibles³, las contrapartes (los intermediarios), y los requisitos que deben cumplir estos para participar en las operaciones⁴.

Con respecto a los títulos elegibles, actualmente se encuentran autorizados los de deuda pública, los emitidos por el Banco de la República y los de contenido crediticio que cumplan condiciones de alta calidad⁵. Los títulos que se reciben en los repos se aceptan por su valor de mercado, y el Banco de la República se cubre ante una eventual desvalorización de los mismos durante la vigencia de la operación, aplicando un descuento sobre dicho valor (*haircut*). Ante un posible incumplimiento de la contraparte en la operación repo (en la reventa), el Banco de la República conserva la propiedad de los títulos⁶ y, dada la aplicación de *haircuts*, tiene una menor probabilidad de registrar pérdidas en caso de que se presente una disminución en el precio de los títulos⁷.

En relación con las contrapartes, conocidas como agentes colocadores de operaciones de mercado abierto, en su selección han

prevalecido criterios como la adecuada transmisión de la política monetaria, contribución a la estabilidad del sistema de pagos y bajo riesgo crediticio para el Banco de la República. Dichas contrapartes pueden realizar determinadas operaciones con el Banco, dependiendo de su razón social, como se muestra en los cuadros R3.1 y R3.2. A este grupo pertenecen, entre otros, los establecimientos de crédito, las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías, las sociedades comisionistas de

Cuadro R3.1
Agentes colocadores de operaciones de mercado abierto (ACO)

Grupo	Entidades
A	Establecimientos de crédito (establecimientos bancarios, corporaciones financieras, compañías de financiamiento y cooperativas financieras), sociedades comisionistas de bolsa y sociedades fiduciarias.
B	Fondo para el Financiamiento del Sector Agropecuario (Finagro), Financiera de Desarrollo Nacional S. A., Financiera de Desarrollo Territorial S. A. (Findeter) y Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin).
C	Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional.
D	Sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías, y entidades administradoras del régimen solidario de prima media con prestación definida.

Fuente: Banco de la República (tomado de la Circular Reglamentaria Externa DODM-142).

Cuadro R3.2
Operaciones autorizadas según el grupo de agentes colocadores de operaciones de mercado abierto

Operación/ grupo	Expansión		Contracción	
	Todos los títulos autorizados	TES clase B y títulos del Banco de la República (TBR)	Todos los plazos	Solo plazos > a un día hábil
Transitoria	A		A, D	B, C
Definitiva	A	B	A, B, C, D	

Fuente: Banco de la República (tomado de la Circular Reglamentaria Externa DODM-142).

³ No aplica para los depósitos remunerados, ya que son operaciones donde los intermediarios depositan dinero en el Banco de la República por un tiempo determinado.

⁴ Todo esto se encuentra reglamentado de manera general en la Resolución Externa 2 de 2012 y de forma específica en las circulares reglamentarias externas DODM-141, DODM-142 y DODM-148.

⁵ Los títulos de deuda pública aceptados son: Bonos para la Seguridad, Títulos de Reducción de Deuda, Títulos de Desarrollo Agropecuario, TES clase B, Títulos de Deuda Externa de la Nación y Títulos emitidos por el Fondo de Garantía para las Entidades Financieras (Fogafin). Hasta el momento, no hay títulos emitidos por el Banco de la República. Los títulos de deuda privada admisibles son bonos ordinarios, CDT, papeles comerciales y títulos de contenido crediticio provenientes de titularizaciones. Estos últimos deben estar acreditados por las sociedades calificadoras de valores en la categoría "A" de largo plazo y deben encontrarse desmaterializados en un depósito centralizado de valores.

⁶ De acuerdo con el artículo 14 de la Ley 964 de 2005.

⁷ En los últimos catorce años no se han presentado incumplimientos en las operaciones de política monetaria. En las facilidades del sistema de pagos (numeral 2 del recuadro), el último incumplimiento se registró en el año 2007.

bolsa y las sociedades fiduciarias⁸. Los agentes colocadores de operaciones de mercado abierto deben cumplir con ciertos requerimientos que buscan reducir la probabilidad de incumplimiento de la contraparte y, por tanto, preservar el patrimonio del Banco de la República. Para ello, se exige que las entidades sean solventes. Existen unas condiciones de carácter general que hacen relación a la capacidad legal y operativa para actuar en las operaciones, y otras específicas a cada clase de entidad, que se refieren a aspectos financieros basados, principalmente, en el cumplimiento de la regulación prudencial impuesta por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Con respecto a los mecanismos empleados para conducir la tasa de interés de mercado hacia la tasa de política monetaria, el principal es la subasta de repos de expansión, donde se establece que la tasa mínima a la que los intermediarios pueden participar es la de referencia del Banco de la República. En la subasta se busca que el monto ofrecido concuerde con la cantidad de liquidez que requiera la economía para que la tasa interbancaria se sitúe cerca de la tasa de referencia. En general, la subasta de repos de expansión se realiza con plazo de un día, pero en ocasiones, dependiendo de las necesidades de liquidez de la economía, se subastan repos a más largo plazo (p. ej.: siete o catorce días). Como complemento a las subastas, para controlar la desviación de la tasa interbancaria a un día con respecto a la tasa de referencia, todos los días se tiene a disposición una ventanilla de expansión y una ventanilla de contracción⁹ para la mayoría de los agentes colocadores de operaciones de mercado abierto. La regulación

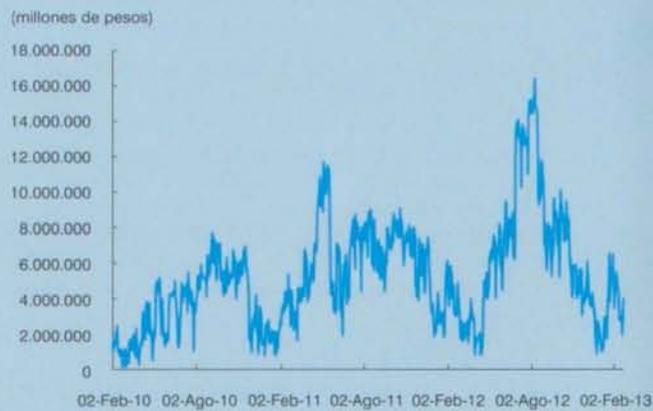
contempla límites en algunas operaciones de expansión (subasta y ventanilla).

Igualmente, los depósitos remunerados a más de un día se ofrecen mediante subasta, cuando la economía tiene excesos de liquidez que deben ser absorbidos por el Banco de la República. La máxima oferta de remuneración que pueden presentar los intermediarios en la subasta de depósitos de contracción se encuentra en función de la tasa de referencia menos un margen, el cual depende del plazo de la operación, donde a mayor plazo menor margen¹⁰. En los últimos tres años, los repos de expansión del Banco de la República con títulos de deuda pública registraron un promedio diario de \$5,2 billones (Gráfico R3.1).

2. La liquidez en la operación del sistema de pagos

En ejercicio de la función legal de apoyar el normal funcionamiento de los pagos internos de la economía, el Banco de la República ofrece varias

Gráfico R3.1
Saldos de operaciones repo de expansión
(con títulos de deuda pública)



Fuente: Banco de la República.

⁸ Las dos últimas categorías de instituciones financieras se encuentran autorizadas para realizar operaciones de expansión monetaria desde agosto de 2002 (Resolución Externa 5 de 2002).

⁹ En la ventanilla de expansión se entregan los recursos que los intermediarios necesitan a un día mediante operaciones repo con títulos de deuda pública a la tasa de referencia más 100 puntos básicos (pb), mientras en la ventanilla de contracción se reciben depósitos remunerados a un día a la tasa de referencia menos 100 pb.

¹⁰ Por ejemplo, para los depósitos a siete días la tasa mínima que pueden demandar los agentes colocadores de operaciones de mercado abierto es la tasa de referencia del Banco de la República menos 4 pb, mientras que para los depósitos a catorce días el margen es de 3 pb.

líneas de liquidez que buscan aliviar estas necesidades en el sistema de pagos de alto valor, las cuales han sido autorizadas a los agentes colocadores de operaciones de mercado abierto, y comprenden: el repo intradía, el repo *overnight* por intradía y el repo *overnight* por compensación¹¹.

El repo intradía, que comenzó a operar a finales de 1998, es empleado por los intermediarios para cubrir sus faltantes de liquidez durante un día de operaciones. Esta línea tiene un costo de 0,1% sobre el valor del repo, se encuentra disponible durante todo el día y recibe como respaldo títulos de deuda pública. Las operaciones repo *overnight* se introdujeron en el año 2001, con un costo equivalente a la tasa de la ventanilla de expansión más 100 pb, en dos modalidades: i) repo *overnight* por intradía, que se genera automáticamente al cierre de operaciones de cada día hábil cuando la entidad no cancela el repo intradía, y ii) el repo *overnight* por faltante en la compensación de cheques. La tasa de estas operaciones busca desincentivar su uso rutinario. En el período 2010-2012 solo el 4,5% de los repos intradía se convirtieron en repo *overnight*, lo cual muestra

que este mecanismo está cumpliendo con su objetivo.

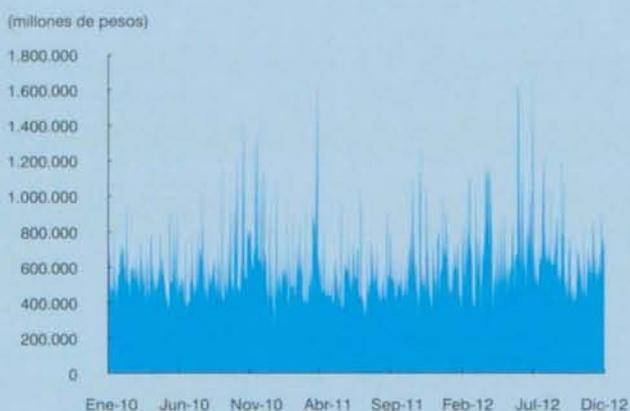
Las operaciones repo intradía han permanecido estables en su saldo, presentando un promedio de \$549.000 millones para el período 2010-2012 (Gráfico R3.2). Desde septiembre de 2011 las operaciones repo intradía y repo *overnight* por intradía no están sujetas a límite por entidad.

Por su parte, los repos *overnight* han sido esporádicos y su promedio en los últimos tres años alcanzó \$33.000 millones (Gráfico R3.3).

3. Liquidez como prestamista de última instancia¹²

El Banco de la República, en su calidad de prestamista de última instancia, le otorga apoyos transitorios de liquidez de manera exclusiva a los establecimientos de crédito. A diferencia de las operaciones de mercado abierto y de las líneas para el sistema de pagos, este mecanismo de liquidez se otorga individualmente al establecimiento de crédito que, siendo solvente, presente

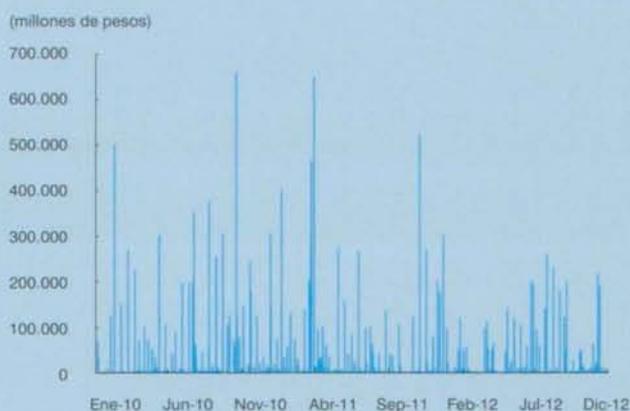
Gráfico R3.2
Repo intradía



Fuente: Banco de la República.

¹¹ Las operaciones repo intradía y repo *overnight* por intradía están reglamentadas en la Circular Reglamentaria Externa DFV-120, y el repo *overnight* por compensación, en la Circular Reglamentaria Externa DSP-36.

Gráfico R3.3
Saldos de operaciones *overnight*



Fuente: Banco de la República.

¹² Para entender en mayor detalle la función de prestamista de última instancia de la institución, se recomienda ver la nota editorial en su revista del mes de enero de 2006: "El Banco de la República y su función de prestamista de última instancia".

problemas transitorios de liquidez¹³. De esta manera, se busca cubrir bajas transitorias de liquidez de un establecimiento de crédito, minimizando el efecto de contagio que aquel pueda generar sobre el sistema financiero, mediante dos modalidades de apoyo: por necesidades de efectivo, o por defecto en la cuenta de depósito¹⁴.

Para que un establecimiento de crédito pueda acceder a un apoyo transitorio de liquidez con el Banco de la República debe ser solvente, y presentarle una solicitud donde informe que está afrontando una necesidad transitoria de liquidez, y que se encuentra en capacidad de subsanarla dentro del plazo del apoyo. Adicionalmente, la entidad solicitante debe cumplir determinados requisitos durante el periodo de utilización de los recursos y está sujeta a límites a las operaciones de colocación de crédito, con el objetivo de que los recursos no sean empleados para suplir fuentes ordinarias de liquidez.

Al tratarse de recursos de última instancia, se recibe una mayor variedad de títulos como respaldo de la liquidez otorgada, frente a los recibidos en las operaciones de mercado abierto. Por ejemplo, se reciben títulos de contenido crediticio (de la mayor calidad crediticia) provenientes de operaciones de cartera del establecimiento de crédito, aplicando los respectivos descuentos al valor de mercado. Adicionalmente, estas operaciones tienen: el costo más alto dentro de las

facilidades que ofrece el Banco de la República, que equivale a la tasa de interés de la ventanilla de expansión más 375 pb, contemplan un plazo máximo de hasta 180 días calendario y están sujetas a un cupo por entidad.

Así, dadas las condiciones de los apoyos transitorios de liquidez, los establecimientos de crédito acuden a este mecanismo una vez han agotado las otras fuentes de liquidez, por ejemplo, el mercado interbancario y las otras líneas que ofrece el Banco de la República. La última vez que el Banco otorgó un apoyo transitorio de liquidez fue en el año 2002.

4. Conclusión

El Banco de la República, a través de sus operaciones de liquidez, lleva a cabo su política monetaria con el propósito de que la tasa interbancaria de interés de un día se acerque a su tasa de referencia y por esta vía mantener una inflación baja y estable y un crecimiento sostenible del producto. Para ello, mediante sus operaciones repo (operaciones de mercado abierto y facilidades para el sistema de pagos) el Banco de la República suministra la liquidez necesaria que requiere la economía. Los agentes colocadores de operaciones de mercado abierto cuentan con acceso a dichas operaciones después del cumplimiento de requisitos previamente establecidos.

Adicionalmente, por medio de los apoyos transitorios de liquidez, ejerce su función de prestamista de última instancia a los establecimientos de crédito. Al ser estos unos recursos de última instancia, requieren de una solicitud y aprobación de acceso, tienen el costo más alto dentro de las líneas de liquidez ofrecidas por él y además impone determinados requisitos al uso de los recursos obtenidos con este mecanismo.

¹³ La reglamentación de los apoyos transitorios de liquidez se encuentra en la Resolución Externa 6 de 2001 y sus modificaciones, y la Circular Reglamentaria Externa DODM-140.

¹⁴ En el primer caso el objetivo es solucionar pérdidas transitorias de liquidez, mientras que en el segundo se trata de cubrir faltantes en la cuenta de depósito, originados por el incumplimiento en el pago de obligaciones de otros establecimientos de crédito que hayan incurrido en cesación de pagos o que se deriven de dicha situación.

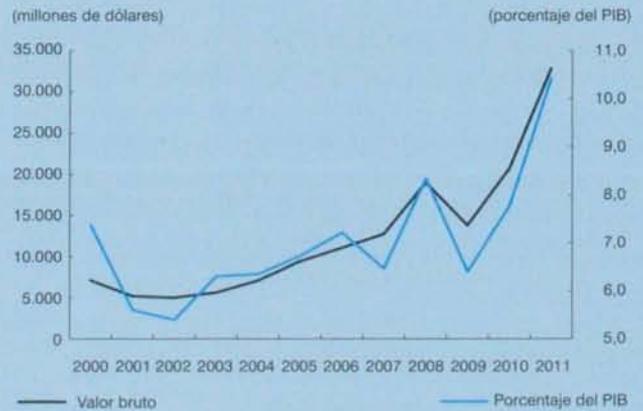
Recuadro 4 El sector petrolero en la economía nacional

El sector de explotación de petróleo y gas tiene múltiples vínculos con la economía nacional. Está relacionado con el sector público mediante sus ingresos fiscales por impuestos, regalías y utilidades de la estatal petrolera. Adicionalmente, se relaciona con el sector externo colombiano mediante un conjunto de transacciones económicas internacionales que afectan la balanza de pagos, los términos de intercambio y la tasa de cambio. Finalmente, tiene vínculos con otros sectores productivos de la economía local mediante la compra y venta de insumos y bienes finales, y también con el mercado laboral y la formación bruta de capital.

En los últimos años se ha incrementado la importancia del sector de explotación de petróleo y gas en cada una de las ramas y mercados mencionados. Esta dinámica obedece al aumento de los ingresos derivados de esta actividad productiva. En efecto, el valor bruto en dólares corrientes de la producción nacional de crudo se incrementó de US\$5.193 m en 2001 a US\$32.799 m en 2011¹, y como porcentaje del PIB en dólares corrientes pasó de 5,6% a 10,4% en dicho lapso (Gráfico R4.1). Este resultado se explica en especial por el aumento en la cotización internacional del crudo, seguido de mayores volúmenes de producción. De hecho, para el periodo mencionado los precios se incrementaron en 316% y la producción en 52% (Gráfico R4.2).

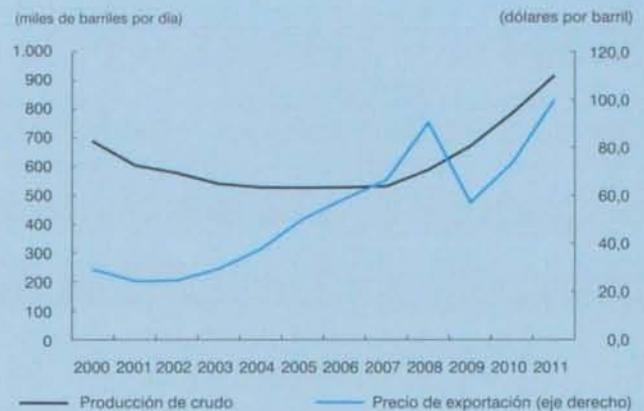
El impacto de dicho sector en la economía nacional depende, en parte, de la forma como se distribuyen los recursos petroleros entre los diferentes agentes que participan y regulan el negocio, lo cual depende de varios factores, dentro de los que se cuentan principalmente la participación extranjera en el negocio, los costos de producción, el acuerdo contractual entre

Gráfico R4.1
Valor bruto de la producción de crudo en Colombia
(millones de dólares y porcentaje del PIB)



Fuente: López, Montes, Garavito y Collazos (2012).

Gráfico R4.2
Precio de exportación y volumen de producción



Fuente: López, Montes, Garavito y Collazos (2012).

el Estado y las empresas productoras, y la legislación en materia tributaria².

¹ El valor bruto nominal en dólares corrientes de la producción nacional de crudo se estimó como el precio de venta por barril de crudo multiplicado por el total de barriles producidos en el país.

² Para mayor detalle consúltese: López, E.; Montes, E.; Garavito, A. y Collazos, M. (2012). "La economía petrolera en

Según algunos estudios³ elaborados a partir de supuestos teóricos sobre las cantidades producidas, los precios de venta, las características de los contratos y el esquema tributario vigente, se estima que el Estado obtiene el 56% del flujo de caja neto del negocio petrolero y las empresas productoras el restante 44%. Cabe señalar que la renta apropiada por el Estado es potencialmente menor debido a deducciones tributarias tales como la depreciación acelerada de activos fijos que benefician a estas empresas. El incremento de los ingresos petroleros y su forma de distribución se han visto reflejados en mayores utilidades para las empresas que explotan este recurso natural, y en un aumento en los ingresos fiscales y en las exportaciones de crudo, hechos que tienen diferentes impactos en la economía nacional.

Importancia para la economía colombiana

La importancia del sector depende de los niveles de ingresos obtenidos por esta actividad, derivados de la producción de crudo, de los precios internacionales, de las diferentes etapas de la cadena de producción, y de los vínculos mencionados de la actividad con el resto de la economía. Como consecuencia del aumento en el valor de la producción petrolera, la participación del PIB petrolero en el PIB total fue de 5,5% en 2011, en términos reales. Hay que tener en cuenta que esta cifra estaba disminuyendo desde el pico alcanzado en 1999, cuando se ubicó en 7,0%, llegando a alcanzar su punto más bajo en 2007 (3,4%). Este comportamiento obedeció a los niveles de producción de crudo obtenidos a lo largo del período mencionado.

En el sector público el incremento de los recursos petroleros se reflejó en el mayor recaudo de impuestos de renta, IVA externo y aranceles

Colombia (parte I): marco legal-contractual y principales eslabones de la cadena de producción (1920-2010)", Borradores de Economía, núm. 692, Banco de la República.

³ Barrios, A.; Cárdenas, J. (2005). "¿Es atractiva la contratación petrolera para la inversión privada en Colombia?", Bogotá: Universidad Nacional de Colombia, Centro de Estudios para el Desarrollo (CID).

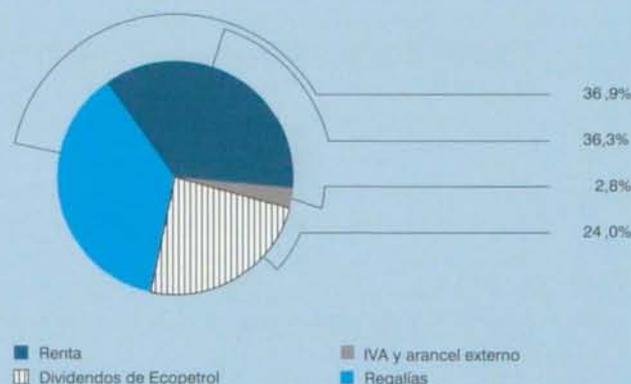
por importación de maquinaria, dividendos girados a la nación por Ecopetrol, así como en el pago de regalías. El Gráfico R4.3 muestra la composición de los ingresos públicos derivados de la actividad petrolera para el período 2000-2011.

La actividad petrolera como fuente de ingresos del gobierno ha aumentado su participación. En efecto, su contribución en los ingresos corrientes (excluye regalías) se elevó de 9,0% en 2001 a cerca de 20,0% en 2011 (Gráfico R4.4). Adicionalmente, el sector público obtiene recursos por el pago de regalías, de los cuales el sector petrolero contribuye con el 80,0% del total.

Como porcentaje del PIB, los ingresos públicos originados del sector petrolero, incluyendo el pago de regalías, pasó de 1,6% en 2002 a cerca de 2,5% y 3,8% en 2010 y 2011, respectivamente.

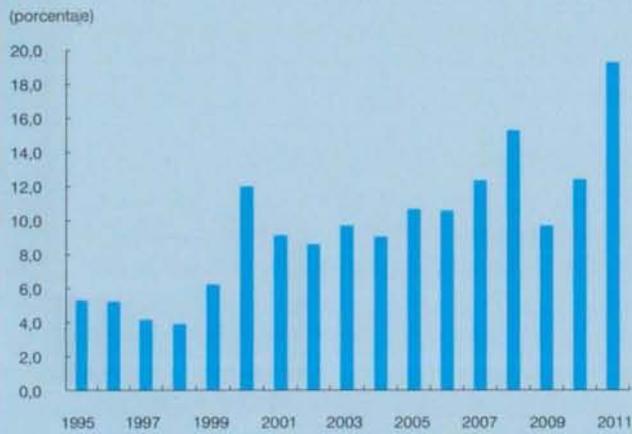
En cuanto al efecto de la actividad petrolera sobre el sector externo colombiano, este depende principalmente del ciclo de cada una de las etapas de la cadena de producción de crudo, la demanda interna de combustibles, la participación extranjera en el negocio, la producción obtenida y los precios internacionales. El comportamiento de estas variables afecta la evolución de las exportaciones e importaciones

Gráfico R4.3
Composición de los ingresos públicos originados en la actividad petrolera
(promedio anual, 2000-2011)



Fuente: López, Montes, Garavito y Collazos (2012).

Gráfico R4.4
Ingresos por la actividad petrolera^{a/} como porcentaje de los ingresos corrientes del GNC



a/ Sin incluir regalías.

Fuentes: López, Montes, Garavito y Collazos (2012) y Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

de bienes y servicios, así como las utilidades obtenidas por las empresas extranjeras y, por tanto, la dinámica de la cuenta corriente. A su vez, los movimientos de capital (cuenta financiera) registran la financiación extranjera que llega al sector, generalmente por medio de inversión directa.

La importancia relativa de las exportaciones de petróleo crudo en el valor total exportado ha estado asociada con los precios internacionales y los volúmenes de producción. En efecto, al comienzo de la última década la participación de las ventas de crudo en el total exportado por el país cayó de 36% en 2000 a 25% en 2004 como resultado de los bajos precios internacionales y un descenso en los niveles de producción. Este indicador se incrementó hasta alcanzar el 44% en promedio entre 2011-2012 (7% del PIB nominal en dólares) en razón al fuerte aumento de la cotización internacional, la ampliación de la producción y la estabilidad de la capacidad de refinación.

En cuanto a la estructura de los egresos corrientes petroleros, esta se concentra en su mayoría en el pago de utilidades por concepto de uso del capital por IED. También, aunque en

menores magnitudes, se generan pagos al exterior por concepto de importaciones de bienes y servicios técnicos especializados. De acuerdo con los datos reportados en la balanza de pagos entre 2007-2011, el 40% de las utilidades totales pagadas por el país (1,4% del PIB nominal en dólares) se originaron en la actividad petrolera.

Los resultados positivos de las operaciones corrientes de esta actividad, especialmente en la última década, han compensado de manera parcial el creciente déficit corriente del resto de la economía. En 2011 el sector petrolero (incluyendo derivados) registró un superávit en sus operaciones corrientes de 5,2% del PIB (López, Montes, Garavito, y Collazos, 2012), compensando parte del balance deficitario de 8,2% del PIB registrado en el resto de la economía. El superávit corriente de la actividad petrolera se ha originado en los mayores ingresos por exportaciones, debido al incremento en su precio de venta y en menor medida por el aumento de los barriles despachados. Cabe señalar que el aumento de los ingresos es compensado de manera parcial por el incremento de las utilidades obtenidas por las empresas con capital extranjero, las cuales son giradas al exterior a sus casas matrices.

Con respecto a la financiación externa del sector, esta ha llegado principalmente bajo la modalidad de IED, y por ello el impacto inicial de la actividad petrolera sobre las cuentas externas ha sido por este concepto. El 30% de las entradas de capital por IED entre 2001 y 2011 (0,9% del PIB nominal), estuvieron dirigidas al sector petrolero, relación que en 2011 se incrementa a 1,5% del PIB. Cabe destacar que los flujos de IED totales recibidos por el país se convirtieron en la principal fuente de financiación externa, al representar el 63% de las entradas de capital extranjero en el período 2001-2011.

Ampliamente la literatura ha discutido el impacto de los términos de intercambio (TI) en el ingreso disponible de una economía. Se señala que el petróleo puede afectar a la economía colombiana por medio de una mejora en estos, la cual lleva a un aumento del consumo interno y, por tanto, de la demanda. En el Gráfico R4.5 se presentan los resultados de este ejercicio para el

Gráfico R4.5
Precio de exportación del crudo y términos de intercambio, según
datos de comercio exterior



Fuentes: DANE, DIAN y Garavito, Montes y López (2010).

período 1995-2011. Se observa que en la segunda mitad de la década de los noventa el precio del petróleo se mantuvo en mínimos históricos; por ende, al comparar los TI con y sin petróleo no se aprecian mayores diferencias. Es a partir de 2004 cuando el incremento sostenido de la cotización internacional del crudo impulsó el aumento significativo en los TI del país, los cuales marcaron una diferencia relevante frente a aquellos calculados sin petróleo.

La importancia creciente del sector de explotación de petróleo y gas mencionada ha generado una mayor dependencia para la economía nacional de los ingresos provenientes de la extracción de hidrocarburos. En general, los ingresos derivados de la explotación de recursos naturales no renovables son de carácter transitorio y una alta dependencia de ellos podría generar desbalances macroeconómicos en el caso eventual en que se reduzcan.

En este sentido, podrían existir potenciales vulnerabilidades para la economía nacional, dada la incertidumbre sobre la permanencia de estos ingresos y el valor futuro que puedan alcanzar. En efecto, para mantener los niveles de ingresos actuales se requiere que las condiciones vigentes de precios de venta y volumen

de producción por lo menos se sostengan o mejoren.

Mantener los actuales niveles de producción o aumentarlos implica encontrar más volúmenes de reservas de crudo que compensen o superen la extracción realizada, mejorar las condiciones de la infraestructura de transporte y mantener la competitividad internacional de las condiciones contractuales. La información disponible más reciente señala que las reservas de crudo en Colombia ascendieron a 2.259 millones de barriles (mdbl) en 2011. En este sentido, dado que en el país se han explotado en los dos últimos años cerca de 340 mdbl en promedio y se han incorporado reservas de 446 mdbl, las reservas son equivalentes a cerca de siete años de producción.

En este aspecto se resalta que en los últimos años no se ha registrado un hallazgo importante de petróleo y, por consiguiente, la adición de reservas se ha originado en el aumento de la tasa de recobro de los pozos existentes. Por su parte, el aporte a las reservas de los nuevos yacimientos no ha sido muy significativo, pese a la intensificación de la actividad exploratoria en el país durante la última década.

No obstante, la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH) continúa impulsando los procesos de contratación y, por ende, se mantiene el esfuerzo en exploración y aún hay expectativas de los resultados en materia de hallazgos, los cuales, sumados al esfuerzo continuo de incrementar la tasa de recobro, podrían garantizar que la producción de crudo siga aumentando durante varios años, aunque a un menor ritmo. Los pronósticos oficiales estiman un crecimiento anual de la producción de petróleo en torno a 9,1% entre 2011 y 2015, y del 2,7% entre 2016 y 2020.

En cuanto a los precios internacionales, existen diversos factores de corto, mediano y largo plazos que generan incertidumbre sobre su evolución futura. Con respecto a los primeros, aún persisten riesgos relacionados con la consolidación en la recuperación de la economía global y la situación geopolítica en algunos países productores de crudo. De manera similar, en el mediano plazo en los Estados Unidos

la solución a los problemas de transporte desde el interior a la costa podría tener un impacto sobre las cotizaciones internacionales de petróleo. Finalmente, en el largo plazo el desarrollo de nuevas tecnologías de extracción, la mayor oferta de bienes energéticos alternativos y los cambios demográficos en los países avanzados afectarían este mercado.

El comportamiento incierto de los precios y de la producción (especialmente en el mediano

plazo), condiciona la magnitud de los efectos de la actividad petrolera sobre el resto de la economía, en particular en el caso de los ingresos del sector público y del sector externo. Por consiguiente, es recomendable un marco de política que se centre en el aumento de la productividad y en la tasa de ahorro, aprovechando las actuales condiciones favorables.

III. Reservas internacionales

A diciembre de 2012 las reservas internacionales netas totalizaron US\$37.467 m, cuantía superior en US\$5.166 m a la registrada un año atrás. El rendimiento neto de las mismas fue de US\$251,9 m en todo el período. Esta rentabilidad estuvo asociada con las bajas tasas de interés de los países desarrollados durante el año y al perfil conservador que mantiene el Banco de la República en la administración de las mismas.

Desde 2008 el Banco de la República ha tomado varias medidas para reducir el riesgo de las inversiones de las reservas internacionales. Dentro de estas se destacan la reducción del riesgo crediticio para enfrentar un entorno internacional más incierto y la disminución del riesgo de mercado para mitigar el impacto de un eventual aumento de las tasas de interés. La reducción de estos riesgos, que se ha realizado desde 2008, ha permitido que las reservas mantengan un alto nivel de seguridad y liquidez en medio de la crisis internacional, pero también se ha visto reflejada en 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 como respuesta a la crisis. Por otro lado, también se han hecho cambios en la composición cambiaria de las reservas para hacer 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 nueva metodología 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 2012 las reservas internacionales netas totalizaron US\$37.466,61 m, cuantía superior en US\$5.166,17 m al saldo registrado en diciembre de 2011⁴¹. El principal componente de las reservas internacionales es el portafolio de inversión, el cual corresponde a las inversiones en instrumentos financieros en el mercado internacional y representa el 93,02% del total de las reservas brutas

⁴¹ Las reservas internacionales netas son iguales al total de las reservas internacionales, o reservas brutas, menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera con agentes no residentes. Los valores se expresan redondeados al primer decimal. Las reservas internacionales brutas ascendieron a US\$37.474,10 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron US\$7,49 m.

(US\$34.857,78 m). El saldo restante está distribuido en: i) la posición en el FMI y derechos especiales de giro (DEG) (US\$1.523,79 m); ii) aportes al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) (US\$496,04 m); iii) las inversiones en oro (US\$553,85 m); iv) los aportes al convenio internacional de la Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi) (US\$35,77 m) y v) otros (US\$6,87 m)⁴². En el Gráfico 69 se presenta la composición de las reservas internacionales.

En este capítulo se explican las principales políticas de administración de las reservas internacionales de Colombia y su composición actual.

A. Políticas de administración del portafolio de inversión

El portafolio de inversión de las reservas, 93,02% del total, se divide en dos componentes: el capital de trabajo y el tramo de inversión.

- El *capital de trabajo* tiene como propósito cubrir las necesidades de liquidez inmediatas de las reservas. Es el portafolio al cual

ingresan los recursos que provienen de la intervención en el mercado cambiario, y sus inversiones se concentran en activos de muy corto plazo denominados en dólares. Dado que el objetivo de este tramo es dar liquidez inmediata para propósitos de intervención en el mercado cambiario, el capital de trabajo está concentrado en depósitos e inversiones que se pueden liquidar en un día con un costo muy bajo. El nivel del capital de trabajo puede ubicarse entre US\$390 m y US\$2.000 m⁴³. A diciembre de 2012 el valor del capital de trabajo era US\$1.196,16 m.

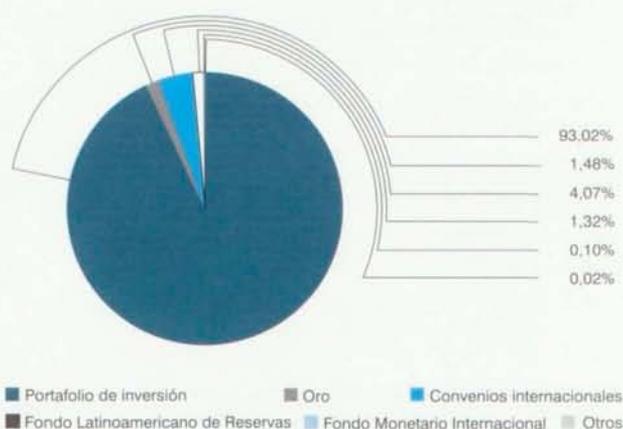
- El *tramo de inversión* se ejecuta con un plazo y un perfil de rentabilidad esperado superior al del capital de trabajo. En dicho tramo se invierte en un mayor número de instrumentos con vencimientos superiores a aquellos que se encuentran en el capital de trabajo. A diciembre de 2012 el valor del tramo de inversión ascendía a US\$33.661,62 m.

Los títulos valores del portafolio se encuentran depositados en entidades financieras conocidas como custodios. Los principales custodios de los títulos de las reservas internacionales de Colombia son la Reserva Federal de Nueva York, Euroclear y JP Morgan Chase.

1. Índice de referencia y administración del portafolio

Al igual que la gran mayoría de los bancos centrales del mundo, el Banco de la República define un portafolio teórico o índice de referencia para el tramo de inversión de las reservas⁴⁴. Este índice sirve como marco de

Gráfico 69
Composición de las reservas brutas
(información al 31 de diciembre de 2012)



Fuente: Banco de la República.

⁴² El rubro "otros" incluye efectivo en caja y depósitos a la orden.

⁴³ Este rango se definió por disposición interna. El límite inferior permite contar con liquidez diaria suficiente en caso de que sea necesario vender reservas, y el límite superior busca que los excesos de liquidez se trasladen al tramo de inversión, el cual tiene una rentabilidad esperada más alta.

⁴⁴ En los mercados de capitales un índice de referencia se refiere a una canasta de activos con ponderaciones predefinidas de acuerdo con ciertas reglas que definen su

referencia para medir la gestión de cada uno de los portafolios.

El primer paso para construir el índice de referencia es determinar la composición cambiaria. Al 31 de diciembre de 2012 la composición cambiaria objetivo del tramo de inversión era 87% dólares de los Estados Unidos, 5% dólares canadienses, 4% dólares australianos, 2% libras, 1% coronas suecas y 1% dólares neozelandeses. 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 cambio⁴⁵.

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. El resultado es un portafolio muy conservador, el cual se presenta en el Cuadro 15.

Como se mencionó, teniendo en cuenta los diferentes objetivos de las reservas, el portafolio de inversión se divide en el capital de trabajo y en el tramo de inversión. A su vez, el tramo de inversión se divide en dos componentes: los tramos indexado y no indexado.

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).

⁴⁵ Para una explicación detallada de la metodología de composición cambiaria de las reservas, véase el Recuadro "Nueva composición cambiaria del portafolio de reservas internacionales", en el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de marzo de 2012, p. 127.

- El *tramo indexado* busca replicar la composición del índice de referencia. Las inversiones de este tramo se hacen en títulos emitidos por los gobiernos de los Estados Unidos, Canadá, el Reino Unido, Australia, Nueva Zelanda y Suecia. El tramo indexado es el portafolio más líquido después del capital de trabajo, y uno de sus propósitos es atender necesidades altas de liquidez. La administración del tramo indexado se hace con estrictos lineamientos que buscan que su composición sea muy similar a la del índice de referencia, tanto en la participación de los activos como en la composición cambiaria. A diciembre de 2012 el valor de este tramo ascendía a US\$23.849,64 m (68,42% del portafolio de inversión).
- El *tramo no indexado*, o activo, se administra buscando obtener una rentabilidad más alta que la del índice de referencia. Para lograr este objetivo la composición de los portafolios de este tramo es diferente a la del índice. Dentro de un marco de riesgo controlado, los administradores de este tramo aplican su experiencia y recursos para determinar estrategias que procuran aumentar la rentabilidad de las reservas en el largo plazo. Los lineamientos de inversión de este tramo permiten que los portafolios tengan desviaciones definidas frente al índice en su composición cambiaria, en la participación de los instrumentos y en los emisores y tipos de activos⁴⁶. A diciembre de 2012 el tramo no indexado tenía un valor de US\$9.811,98 m (28,15% del portafolio de inversión).

En el Gráfico 70 se presenta la composición del portafolio de inversión en diciembre de 2012. La Subdirección de Mercados del Departamento de Reservas Internacionales gestiona el capital de trabajo, el tramo

⁴⁶ En el tramo no indexado se permiten inversiones en entidades con bajo riesgo crediticio, tales como gobiernos, cuasi-gobiernos, y títulos respaldados por hipotecas garantizados por las agencias de los Estados Unidos.

Cuadro 15
Composición del índice de referencia del tramo de inversión

Moneda	Clase de activo	Índice asociado ^{a/}	Participación porcentual
Dólares estadounidenses	Inversiones de corto plazo en títulos del gobierno	<i>Merrill Lynch 0 to 1 year Government Bond Index</i>	82,7
	Inversiones en bonos del gobierno de los Estados Unidos	<i>Merrill Lynch 1 to 5 years Government Bond Index</i>	1,1
		<i>Merrill Lynch TIPS (bonos indexados a la inflación) 1 to 10 years Government Bond Index</i>	1,9
		Títulos respaldados por hipotecas de agencias en los Estados Unidos	<i>Merrill Lynch Mortgages Master Index</i>
	Total dólares estadounidenses		87,0
Dólares canadienses	Inversiones de corto plazo en títulos del gobierno	<i>Merrill Lynch 0 to 1 year Government Bond Index</i>	5,0
	Total dólares canadienses		5,0
Libras esterlinas	Inversiones de corto plazo en títulos del gobierno	<i>Merrill Lynch 0 to 1 year Government Bond Index</i>	1,0
	Inversiones en bonos del gobierno del Reino Unido	<i>Merrill Lynch 5 to 10 years Government Bond Index</i>	1,0
	Total libras esterlinas		2,0
Dólares australianos	Inversiones en bonos del gobierno de Australia	<i>Merrill Lynch 1 to 3 years Government Bond Index</i>	4,0
	Total dólares australianos		4,0
Dólares neozelandeses	Inversiones en bonos del gobierno de Nueva Zelanda	<i>Merrill Lynch 1 to 10 years Government Bond Index</i>	1,0
	Total dólares neozelandeses		1,0
Coronas suecas	Inversiones en bonos del gobierno de Suecia	<i>Merrill Lynch 1 to 3 years Government Bond Index</i>	1,0
	Total coronas suecas		1,0

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

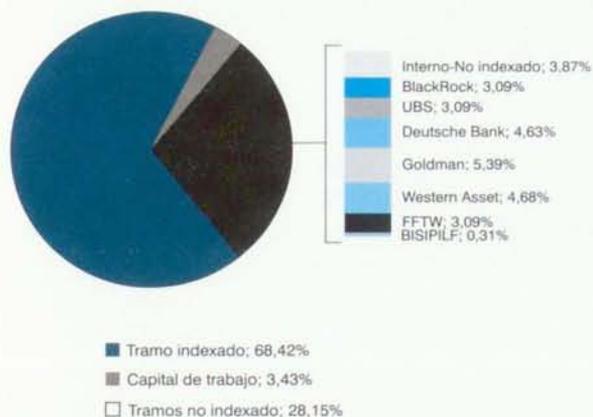
Fuente: Banco de la República.

indexado y uno de los portafolios del tramo no indexado, lo cual ascendía a US\$26.393,93 m (75,71% del portafolio de inversión). Desde mayo de 2011 el Banco realiza inversiones de las reservas 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\$109,2 m⁴⁷. Para el manejo de los demás recursos en 1994 el Comité de Reservas adoptó

⁴⁷ 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

Gráfico 70
Composición del portafolio de inversión
(información al 31 de diciembre de 2012)



Fuente: Banco de la República.

el programa de administración externa, el cual se explica a continuación.

2. Programa de administración externa

Muchos bancos centrales emplean administradores externos de portafolios para manejar sus reservas. En parte, lo hacen por limitación de recursos, pero también por otros factores: el acceso a la experiencia y las herramientas empleadas por el administrador, el acceso a entrenamiento del personal vinculado a la gestión interna de las reservas y como base de comparación.

Los administradores del tramo no indexado están autorizados para invertir en activos diferentes y en proporciones distintas al índice de referencia, de acuerdo con las políticas y los límites que establece el Comité de Reservas.

El uso de administradores externos busca generar valor agregado al portafolio de inversiones de las reservas mediante una mayor capacidad de análisis y una infraestructura más sofisticada, que pueden ser aprovechadas en

todos los inversionistas. Esta inversión hace parte del tramo no indexado.

la definición de estrategias de inversión. Las firmas escogidas tienen ambas características, además de acceso a bastantes fuentes de información. 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.

El programa de administración externa ha traído los siguientes beneficios para el Banco de la República:

- Desde su inicio, el retorno neto (después de comisiones) del programa ha superado su índice de referencia en 8 pb al año en promedio.
- La capacidad de análisis de los administradores externos les ha permitido escoger inversiones con buen perfil riesgo/retorno dentro de lo establecido en los lineamientos de inversión.
- Los administradores externos han capacitado a funcionarios del Banco, lo cual ha contribuido al desarrollo de personal calificado. Adicionalmente, la asesoría recibida de los administradores ha contribuido para mejorar los procesos de inversiones y análisis de riesgos del Departamento de Reservas.
- El Departamento de Reservas recibe información y análisis por parte de especialistas en los mercados financieros en los que se invierten las reservas; además, las firmas que participan en el programa tienen un grupo sólido de analistas de crédito, lo cual permite complementar y mejorar el análisis que las agencias calificadoras hacen a los emisores.

Los administradores externos pueden desviarse del índice de referencia mediante estrategias de tasa de interés, de tasa de cambio e invirtiendo en deuda emitida por entidades con bajo riesgo crediticio, tales como gobiernos y cuasi-gobiernos⁴⁸. El Banco realiza un

⁴⁸ Los títulos en cuestión corresponden a emisiones realizadas por entidades garantizadas o patrocinadas por los gobiernos (p. ej. agencias Fannie Mae y Freddie Mac), supranacionales

Cuadro 16
Administradores externos de las reservas
(información al 31 de diciembre de 2012)

Firma	Monto administrado (millones de dólares)
BlackRock Institutional Trust	1.077,3
DB Advisors (propiedad de Deutsche Bank)	1.614,9
Fisher Francis Trees & Watts (propiedad de BNP Paribas)	1.077,3
Goldman Sachs Asset Management	1.877,6
UBS Global Asset Management	1.077,2
Western Asset Management	1.630,2
Total	8.354,5

Fuente: Banco de la República.

seguimiento diario de los portafolios para velar que las entidades cumplan con los límites establecidos.

En la actualidad las firmas que participan en el programa de administración externa son BlackRock Institutional Trust, Deutsche Bank Asset Management, Fisher Francis Trees & Watts (propiedad de BNP Paribas), Goldman Sachs Asset Management, UBS Global Asset Management y Western Asset Management (Cuadro 16).

El Banco define parámetros para la evaluación de la gestión de las firmas administradoras y, dependiendo del éxito de la gestión, se pueden tomar decisiones tales como modificar el monto administrado o cancelar el contrato.

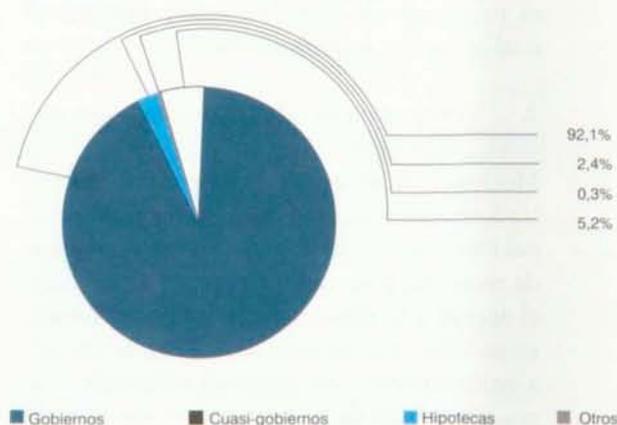
B. Composición del portafolio de inversión

A diciembre de 2012 cerca del 97% del portafolio de inversión correspondía a papeles emitidos por gobiernos o cuasi-gobiernos y acuerdos de recompra con la Reserva Federal (Gráfico 71).

El Gráfico 72 permite observar la calidad crediticia del portafolio de inversión. Durante 2012 el Banco de la República man-

(p. ej. Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo) y autoridades locales (p. ej. ciudades y Estados), entre otros.

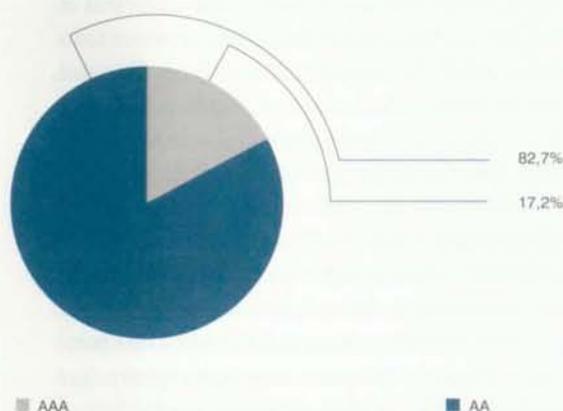
Gráfico 71
Composición del portafolio de inversión por sectores
(información al 31 de diciembre de 2012)



Fuente: Banco de la República.

tuvo su política de invertir únicamente en emisiones que cuentan con las más altas notas otorgadas por las principales agencias calificadoras (S&P, Moody's y Fitch Ratings). El Banco utiliza como referencia la menor calificación otorgada por al menos dos de estas agencias calificadoras. Se observa que el 17,2% de las inversiones están calificadas como AAA, el nivel más alto, y el 82,7% están calificadas como AA. La alta participación de los títulos calificados AA se explica por la alta concentración del portafolio en

Gráfico 72
Distribución de las inversiones por calificación crediticia
(información al 31 de diciembre de 2012)

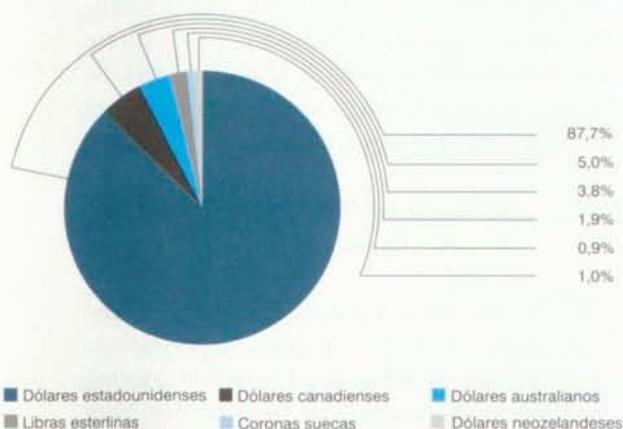


Fuente: Banco de la República.

deuda emitida por el gobierno de los Estados Unidos, cuya calificación crediticia se encuentra en AA+ de acuerdo con S&P. Estas cifras evidencian la alta calidad de los activos en que invierte este portafolio.

Finalmente, el Gráfico 73 muestra la composición cambiaria que tenía el portafolio de inversión al 31 de diciembre de 2012, la

Gráfico 73
Composición cambiaria del portafolio de inversión
(información al 31 de diciembre de 2012)



Nota: el agregado no suma 100% porque el rubro "otras monedas" corresponde a posiciones cortas equivalentes a -0,3%.

Fuente: Banco de la República.

cual difiere levemente del objetivo, ya que se incluye el capital de trabajo, que únicamente invierte en dólares estadounidense. Además, se permite, dentro de límites estrictos, que el portafolio activo registre ligeras desviaciones y que se realicen inversiones en otras monedas de países desarrollados como el euro, el yen, la corona noruega y el franco suizo.

Como medida preventiva frente a un eventual aumento de las tasas de interés en las economías desarrolladas, el tramo de inversión tenía una baja duración efectiva en diciembre de 2012 (0,86)⁴⁹.

C. Desempeño de las inversiones

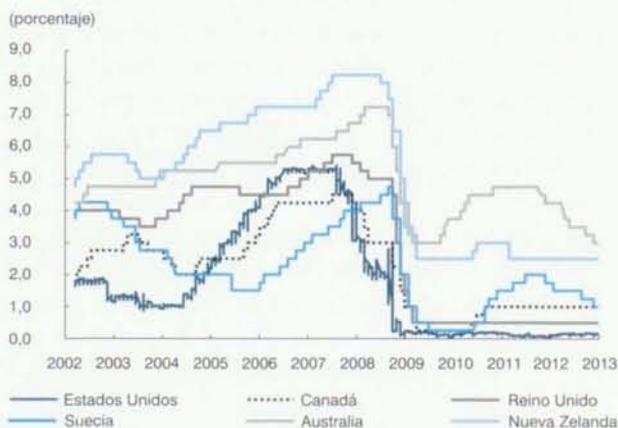
En 2012 el rendimiento neto de las reservas internacionales fue de US\$251,9 m. Se registraron ganancias por valorización de inversiones y causación de intereses por US\$192,6 m y una ganancia por diferencial cambiario (valorización de otras monedas frente al dólar) de US\$59,3 m. La baja rentabilidad de las reservas obedece a dos factores:

- Los bancos centrales de los países desarrollados han reducido sus tasas de interés de referencia a niveles históricamente bajos, tal como se puede apreciar en el Gráfico 74. Aún Australia y Nueva Zelanda, países que han tenido un desempeño económico favorable durante los últimos años, terminaron 2012 con tasas de interés de referencia de 3% y 2,5%, respectivamente. Dado que las reservas se invierten en los instrumentos más seguros y líquidos, las bajas tasas de interés han provocado una reducción de la rentabilidad percibida por dichas inversiones.
- La decisión de tener un portafolio con un perfil de riesgo conservador implica recibir una menor rentabilidad. La teoría financiera básica de administración de

⁴⁹ 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 las tasas de interés.

Gráfico 74

Tasas de interés de los bancos centrales de los países que conforman el índice de referencia



Fuente: Banco de la República.

portafolios indica que si un inversionista quiere enfrentar un menor riesgo, su rentabilidad esperada será más baja. 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.

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

Como se ha informado en los pasados *Informes al Congreso*, a finales de 2008 se presentaron dos eventos crediticios relacionados con las reservas internacionales: i) un título de Lehman Brothers Holding Inc. (en adelante Lehman) por US\$2,7 m, adquirido por BlackRock Financial Management Inc. en desarrollo del contrato de administración externa, y ii) un título de Sigma Finance Inc., garantizado de manera incondicional e irrevocable por Sigma Finance Corporation (en adelante Sigma), por US\$20 m, adquirido en el programa de préstamo de títulos administrado por Bank of New York Mellon Asset Services, B.V. A continuación se presenta una actualización sobre el estado de las reclamaciones adelantadas por el Banco.

1. Proceso de reestructuración de Lehman Brothers Holdings Inc.

Como se ha informado en anteriores *Informes al Congreso*, el Banco de la República, representado por la firma de abogados Morrison & Foerster LLP, presentó una reclamación ante el Tribunal de Quiebras de Nueva York el 25 de agosto de 2009, que fue complementada el 9 de septiembre del mismo año, con el fin de ser reconocido como acreedor dentro el Proceso de Reestructuración de Lehman, según el capítulo 11 del Código de Quiebras de los Estados Unidos.

Durante el proceso, el Tribunal de Quiebras otorgó a Lehman múltiples prórrogas para presentar su Plan de Reestructuración y, finalmente, el Plan presentado el 31 de agosto de 2011 fue aprobado por la mayoría de los acreedores reconocidos con derecho a voto, y confirmado por el juez en una audiencia que se llevó a cabo el 6 de diciembre de 2011. Según dicho Plan, al Banco se le reconocerá un porcentaje de distribución estimado en 21,1% del valor de su acreencia. La reclamación del Banco representa el 0,0009% de las reclamaciones totales a Lehman Brothers Holding Inc.

La etapa inicial de distribución del Plan comenzó el 17 de abril de 2012 y a la fecha se han realizado dos distribuciones dentro del Proceso de Reestructuración. El Banco en la primera distribución, que se realizó el 17 de abril de 2012, recibió la suma de US\$162.770,15 y en la segunda distribución, que se realizó el 1 de octubre de 2012, recibió la suma de US\$103.533,91. Se estima que el proceso de distribución se pueda extender durante varios años.

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

En relación con el avance del proceso judicial que el Banco de la República, representado por la firma de abogados Crowell & Moring LLP, adelanta 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), se manifiesta lo siguiente:

Como fue previamente informado al Congreso, el 21 de abril de 2009 el Banco de la República presentó una demanda en contra de BNYM en la Corte Suprema del Estado de Nueva York (jurisdicción estatal). A finales de enero de 2010, después de la presentación de la demanda, su contestación y otras actuaciones procesales pertinentes, el proceso fue trasladado a la Corte Federal del Distrito Sur de Nueva York por petición de los abogados de BNYM, quienes solicitaron el cambio de jurisdicción argumentando que, aun cuando la Corte Estatal era competente para conocer la demanda, existe una ley federal especial (Edge Act) que establece que la jurisdicción federal es la competente para conocer las demandas en contra de los bancos nacionales. El juez aceptó la petición de BNYM debido a que uno de los demandados (Bank of New York Mellon N. A.) es un banco nacional y remitió el caso a la Jurisdicción Federal. El 16 de abril de 2010 el Banco presentó nuevamente la demanda ajustada a los requisitos de la jurisdicción federal.

Luego de la contestación de la demanda y otras actuaciones procesales pertinentes, en audiencia del 1 de diciembre de 2010 el juez federal escuchó los argumentos de las partes y determinó las pretensiones que conforman el objeto del litigio. En particular, el juez determinó que la demanda procede por el posible incumplimiento del contrato de préstamo de títulos valores por parte de BNYM al invertir en Sigma y por varios posibles cargos de responsabilidad civil extracontractual.

En la audiencia del 28 de enero de 2011 las partes presentaron un plan conjunto para el manejo del proceso, que fue aprobado por el juez. Se destaca que se determinó que el juicio no iba a ser definido por un jurado, sino que sería resuelto por el juez, y se estableció un cronograma para llevar a cabo la etapa probatoria o "Discovery".

Posteriormente, en agosto de 2011 el Banco de la República presentó una petición de sentencia sumaria, cuyo objetivo fue solicitarle al juez que se pronunciara sobre pretensiones y hechos de la demanda que, al ser puntos de derecho, podrían ser resueltos directamente

por el juez sin necesidad de agotar la etapa probatoria, ni de ir a juicio. En particular, el Banco solicitó que el juez se pronunciara en favor del Banco sobre el incumplimiento del contrato de préstamo de títulos por parte de BNYM al realizar la inversión en Sigma. Mientras se llevó a cabo el trámite de sentencia sumaria, se suspendió la etapa probatoria.

El juez, en audiencia del 23 de febrero de 2012, determinó que no podía conceder la petición de sentencia sumaria sin que se surtiera la etapa probatoria y se diera la oportunidad a BNYM de presentar pruebas en su defensa. Por esta razón, el juez dio inicio a la etapa probatoria y determinó que se debería llevar a cabo una nueva audiencia, una vez las partes hubieran practicado todas las pruebas.

La señalada audiencia tuvo lugar el 28 de septiembre de 2012, en la cual el juez dio por concluida la etapa probatoria. En la audiencia los abogados de ambas partes señalaron que con los documentos y demás pruebas que obran en el expediente, el juez podría decidir el proceso a través de una sentencia sumaria (*Summary Judgment*). El juez estuvo de acuerdo y ordenó dar inicio a una nueva etapa de sentencia sumaria.

Tanto el Banco de la República como BNYM presentaron sus respectivos memoriales de petición de sentencia sumaria el 27 de diciembre de 2012. Los memoriales de oposición a la petición de sentencia sumaria se deberán radicar en la Corte el 8 de febrero de 2013 y las réplicas a los memoriales de oposición se deberán presentar a principios de marzo de 2013. Posteriormente, el juez llamará a las partes a una audiencia, en la cual deberán presentar oralmente ante el juez los argumentos en los cuales se fundamenta su respectiva petición de sentencia sumaria.

El Banco de la República, además de haber instaurado una demanda judicial en contra de BNYM con el objeto de recuperar la inversión, se hizo parte en el proceso de liquidación de Sigma, y el 17 de noviembre de 2010 recibió, por su acreencia, un valor aproximado de US\$1,0 m según la metodología de calificación y distribución de acreencias

aprobada por el liquidador, de acuerdo con los activos disponibles.

IV. Situación financiera del Banco de la República

En 2012 el Banco de la República registró un resultado operacional negativo de \$340,5 mm, explicado fundamentalmente por los bajos niveles que siguen registrando las tasas de interés externas, el costo de la intervención en el mercado cambiario y la remuneración al Gobierno nacional por los depósitos que mantiene en el Banco.

A. Balance del Banco de la República

A continuación se explican las variaciones de los principales conceptos del activo, pasivo y patrimonio del Banco de la República a 31 de diciembre de 2012, frente a los saldos registrados el 31 de diciembre del año anterior (Cuadro 17).

1. Activo

Los activos del Banco de la República registraron un saldo de \$75.978 mm al cierre de diciembre de 2012. Esta cifra es superior en \$2.153 mm (2,9%) al saldo observado en diciembre de 2011, cuando los activos ascendieron a \$73.825 mm. Las principales variaciones de las cuentas del activo se explican por:

- *Reservas internacionales:* al cierre de diciembre de 2012 las reservas internacionales brutas, valoradas a precios de mercado, fueron \$66.263 mm (US\$37.474 m), superiores en \$3.508 mm (5,6%) con respecto al dato observado el 31 de diciembre de 2011. 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 \$8.695 mm (US\$4.844 m); ii) el rendimiento por intereses, la valoración por precios de mercado y el diferencial cambiario que produjeron un aumento de las reservas por \$469 mm; iii) el aumento de los depósitos en moneda extranjera de la DGCPN en el Banco de la República por \$200 mm. Lo anterior se compensó parcialmente con el ajuste de cambio, resultado de la apreciación del peso con respecto al dólar, que disminuyó el saldo en pesos de las reservas internacionales brutas en \$5.599 mm.

- *Portafolio de inversiones en moneda nacional:* su saldo valorado a precios de mercado ascendió a \$899 mm en diciembre de 2012, inferior en \$262 mm con respecto al cierre del año anterior. Esta disminución es explicada principalmente por vencimientos de portafolio de TES por \$442 mm, compensados parcialmente con la valoración a precios de mercado de su portafolio y con el traslado de TES por parte de fiduciarias.
- *Operaciones repo utilizadas para otorgar liquidez transitoria:* presentaron un saldo de \$2.529 mm al finalizar diciembre de 2012, lo que significó una reducción de \$1.220 mm con respecto al cierre de 2011.

2. Pasivo

A 30 de diciembre de 2012 el saldo de los pasivos fue \$70.263 mm, superior en \$7.976 mm (12,8%) al registrado al finalizar el año 2011. A continuación se presentan las principales fuentes de variación:

- *Base monetaria:* el 31 de diciembre de 2012 la base monetaria ascendió a \$56.463 mm, monto superior en \$5.124 mm (10,0%) al registrado al cierre de 2011.
- *Los depósitos del Gobierno nacional:* constituidos mediante la DGCPN en el Banco de la República, tuvieron un saldo de \$6.353 mm al cierre de diciembre de 2012. Este monto es superior en \$871 mm (15,9%) al registrado en diciembre de 2011.

Cuadro 17
Balance del Banco de la República clasificado por criterio económico
(resultados de diciembre de 2011 a diciembre de 2012)
(miles de millones de pesos)

Cuentas	Diciembre 2011		Diciembre 2012		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	73.825	100,0	75.978	100,0	2.153	2,9
Reservas internacionales brutas	62.755	85,0	66.263	87,2	3.508	5,6
Aportes en organismos internacionales	2.759	3,7	2.564	3,4	(195)	(7,1)
Inversiones	1.161	1,6	899	1,2	(262)	(22,6)
Sector público: regulación monetaria	1.154	1,6	899	1,2	(255)	(22,1)
Bonos capitalización banca pública y otros	7	0,0	0	0,0	(7)	(100,0)
Cartera de créditos	1	0,0	0	0,0	(0)	(58,9)
Sector público: Gobierno nacional	0	0,0	0	0,0	(0)	(100,0)
Bancos	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Corporaciones financieras	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Resto del sistema financiero	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Otros créditos	2	0,0	1	0,0	(0)	(30,4)
Provisión	(1)	(0,0)	(1)	(0,0)	0	(27,8)
Pactos de reventa (apoyos transitorios de liquidez)	3.749	5,1	2.529	3,3	(1.220)	(32,5)
Cuentas por cobrar	58	0,1	31	0,0	(27)	(45,9)
Otros activos netos	3.343	4,5	3.692	4,9	349	10,4
	73.825	100,0	75.978	100,0	2.153	2,9
Pasivo	62.287	84,4	70.263	92,5	7.976	12,8
Pasivos M/E que afectan las reservas internacionales	5	0,0	13	0,0	8	173,8
Base monetaria	51.339	69,5	56.463	74,3	5.124	10,0
Efectivo	33.399	45,2	34.699	45,7	1.299	3,9
Reserva	17.940	24,3	21.764	28,6	3.824	21,3
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	612	0,8	647	0,9	35	5,7
Depósitos por endeudamiento externo e inversión de portafolio de capital del exterior	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Otros depósitos	74	0,1	63	0,1	(10)	(14,0)
Gobierno nacional (DGCPTN) M/N	5.482	7,4	6.353	8,4	871	15,9
Gobierno nacional (DGCPTN) M/E	291	0,4	491	0,6	200	68,8
Depósitos remunerados de control monetario	0	0,0	2.041	2,7	2.041	0,0
Obligaciones con organismos internacionales	3.880	5,3	3.565	4,7	(316)	(8,1)
Cuentas por pagar	36	0,0	56	0,1	20	54,1
Otros pasivos	569	0,8	571	0,8	2	0,4

Cuadro 17 (continuación)
Balance del Banco de la República clasificado por criterio económico
(resultados de diciembre de 2011 a diciembre de 2012)
(miles de millones de pesos)

Cuentas	Diciembre 2011		Diciembre 2012		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Patrimonio total	11.538	15,6	5.715	7,5	(5.823)	(50,5)
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Reservas	2.746	3,7	2.384	3,1	(362)	(13,2)
Superávit	9.135	12,4	3.658	4,8	(5.477)	(60,0)
Liquidación cuentas especiales de cambio (CEC)	453	0,6	453	0,6	0	0,0
Ajuste cambiario 1993 en adelante y superávit	7.358	10,0	1.759	2,3	(5.599)	(76,1)
Otros	137	0,2	143	0,2	6	4,1
Valorizaciones de bienes y donaciones	1.187	1,6	1.303	1,7	116	9,8
Resultados	(356)	(0,5)	(341)	(0,4)	16	(4,4)
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	(356)	(0,5)	(341)	(0,4)	16	(4,4)

Fuente: Banco de la República.

- *Los depósitos remunerados de control monetario*: constituidos desde noviembre de 2012, finalizaron el año con un saldo de \$2.041 mm.
- *Obligaciones con organismos internacionales*: el saldo de este rubro fue \$3.565 mm al finalizar diciembre de 2012. Este monto es inferior en \$316 mm (8,1%) al registrado el 31 de diciembre de 2011.

3. Patrimonio

El patrimonio ascendió a \$5.715 mm en diciembre de 2012, presentando una disminución de \$5.823 mm (50,5%) con respecto a la cifra observada en diciembre de 2011. Esta reducción se explica principalmente por: i) la

variación de la cuenta de ajuste de cambio, la cual disminuyó en \$5.599 mm (76,1%) como resultado de la apreciación del peso frente al dólar, y ii) la reducción de las reservas por \$362 mm.

B. Estado de resultados en 2012

En 2012 el Banco de la República registró un resultado operacional negativo de \$340,5 mm, producto de ingresos por \$1.149,9 mm y egresos por \$1.490,4 mm (Cuadro 18).

Este resultado se explica fundamentalmente por: i) los bajos niveles que siguen registrando las tasas de interés externas y que afectan la rentabilidad de las reservas internacionales, principal fuente de ingresos del

Cuadro 18
Estado de resultados del Banco de la República, 2012
(miles de millones de pesos)

	Ejecutado a:		Variaciones anuales	
	2011	2012	Porcentuales	Absolutas
1. Ingresos del P y G	884,2	1.149,9	30,1	265,7
A. Ingresos monetarios	712,1	1.015,7	42,6	303,6
1. Intereses y rendimientos	565,1	874,9	54,8	309,9
Reservas internacionales	250,0	468,5	87,4	218,5
Rendimientos	399,6	353,1	(11,6)	(46,5)
Diferencial cambiario	(149,6)	115,4	(177,1)	265,0
Operaciones de liquidez	241,2	312,1	29,4	70,9
Valorización de TES	71,9	94,0	30,7	22,1
Otros intereses	2,0	0,4	(80,9)	(1,6)
2. Diferencias en cambio	31,5	66,9	112,5	35,4
3. Moneda metálica	87,0	46,3	(46,8)	(40,7)
4. Otros	28,5	27,6	(3,4)	(1,0)
B. Ingresos corporativos	172,1	134,2	(22,0)	(37,9)
1. Comisiones	107,1	113,2	5,7	6,1
Servicios bancarios	51,6	54,5	5,7	2,9
Negocios fiduciarios	55,5	58,6	5,7	3,2
3. Oro no monetario	44,4	0,3	(99,2)	(44,1)
2. Otros	20,7	20,7	0,2	0,0
2. Egresos del P y G	1.240,3	1.490,4	20,2	250,2
A. Egresos monetarios	792,3	1.118,6	41,2	326,4
1. Intereses y rendimientos	585,8	874,1	49,2	288,3
Remuneración a las cuentas de la DGCPTN	547,8	805,5	47,0	257,7
Depósitos remunerados de control monetario (DRCM)		10,5	n. a.	10,5
Comisión de compromiso flexible con el FMI	22,0	25,7	16,7	3,7
Gastos en administración de las reservas internacionales	8,2	24,1	194,1	15,9
Gastos en operación de contracción monetaria	7,8	8,3	5,9	0,5
2. Diferencias en cambio	59,3	126,6	113,7	67,4
3. Costo de emisión y distribución de especies monetarias	147,0	117,7	(19,9)	(29,3)
4. Otros	0,2	0,2	1,5	0,0
B. Egresos corporativos	343,5	375,5	9,3	32,0
1. Gastos de personal	221,9	240,6	8,5	18,8
2. Gastos generales	51,2	54,9	7,2	3,7
3. Recuperación del IVA descontable (CR)	(1,6)	(2,0)	23,1	(0,4)
4. Impuestos	6,8	7,1	5,0	0,3
5. Seguros	6,1	5,7	(6,1)	(0,4)
6. Contribuciones y afiliaciones	3,0	4,6	51,2	1,5
7. Gastos culturales	9,0	9,1	1,3	0,1
8. Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros (incluye diferido del <i>software</i>)	47,2	55,5	17,6	8,3
C. Gastos de pensionados	104,5	(3,6)	(103,5)	(108,2)
3. Resultado operacional (1 - 2)	(356,1)	(340,5)	(4,4)	15,5

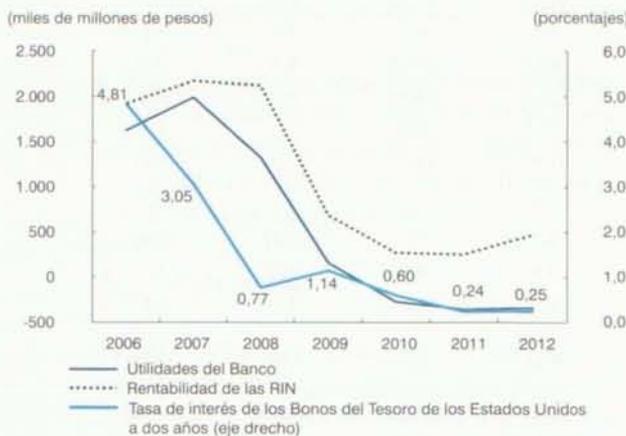
Fuente: Banco de la República

Banco; ii) el costo de la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario, y iii) la remuneración al Gobierno nacional por concepto de los depósitos que mantiene en el Banco.

Como se observa en el Gráfico 75, la tasa de interés de los bonos a dos años del Tesoro de los Estados Unidos se redujo de 4,81% en 2006 a 0,77% en 2008 y a 0,25% en 2012. Esto afectó significativamente el rendimiento de las reservas internacionales, el cual descendió de niveles cercanos a \$2.000 mm en 2006 a \$468,5 mm en 2012, afectando el estado de resultados del Banco, que pasó de registrar utilidades superiores a \$1.500,0 mm en 2006 a pérdidas de \$340,5 mm en 2012.

Por otra parte, en la medida en que la expansión monetaria en los últimos años se ha realizado principalmente mediante la compra de reservas internacionales, se ha afectado de manera negativa el estado de resultados. Esto debido a que el rendimiento de las reservas adquiridas ha sido muy inferior a los ingresos que se habrían recibido si esta expansión se hubiera realizado con operaciones repo, sujeta a la tasa de intervención del Banco de la República, y/o mediante compras de TES a las tasas de mercado, tal como se aprecia en el

Gráfico 75
Utilidades del Banco de la República vs. rentabilidad de las reservas internacionales y tasa de interés de los bonos a dos años del Tesoro de los Estados Unidos



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 76. Así, en tanto se presente un diferencial positivo entre la tasa de interés interna frente a la tasa de rendimiento de las reservas internacionales, el estado de resultados se afecta negativamente⁵⁰.

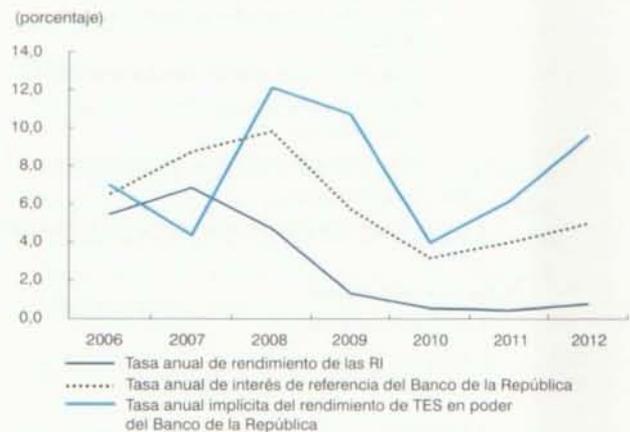
En cuanto a los depósitos del Gobierno en el Banco de la República, en 2012 estos registraron un saldo promedio de \$16.297,0 mm y una remuneración de \$805,5 mm, superior en \$257,7 mm frente a lo observado en 2011.

A continuación se explican los principales rubros del estado de resultados en 2012.

Los ingresos totales ascendieron a \$1.149,9 mm, con un crecimiento anual de \$265,7 mm (30,1%), explicado por:

- Las reservas internacionales presentaron un rendimiento de \$468,5 mm, superior en \$218,5 mm al observado el año anterior. Este resultado se explica por un diferencial cambiario positivo de \$115,4 mm,

Gráfico 76
Rendimiento de las reservas internacionales (RI), tasa de interés de referencia del Banco de la República y tasa de interés del rendimiento de los TES en poder del Banco^{a/}



a/ La información de la tasa de rendimiento de las RI corresponde al rendimiento implícito de las reservas internacionales brutas. La información de la tasa de interés de referencia corresponde al promedio diario de los datos en términos anuales.

Fuente: Banco de la República.

⁵⁰ Para una mayor ilustración del costo de la intervención cambiaria, véase el Recuadro 4 del Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República de julio de 2012.

generado por el fortalecimiento de las monedas en que se tienen invertidas las reservas frente al dólar⁵¹. Por su parte, la rentabilidad promedio del portafolio de inversión fue de 0,64% frente a 0,38% registrado en 2011⁵².

- Las operaciones de liquidez mediante repos registraron ingresos por \$312,1 mm, superiores en \$70,9 mm (29,4%) frente a los registrados en 2011, resultado del aumento de la tasa de interés de intervención⁵³ y de la mayor demanda de liquidez del sistema financiero.
- Las comisiones recibidas por el Banco ascendieron a \$113,2 mm, superiores en \$6,1 mm (5,7%) a las obtenidas en 2011, crecimiento relacionado con la administración de los TES y con las operaciones del Servicio Electrónico de Negociación (SEN).
- Los ingresos por valoración de TES en poder del Banco fueron \$94,0 mm, superiores en 30,7% frente a los registrados en 2011, resultado del comportamiento de las tasas promedio de negociación de estos títulos.
- La puesta en circulación de moneda metálica generó un ingreso por valor facial de \$46,3 mm, inferior en 46,8% anual frente a 2011, explicado por la menor demanda y puesta en circulación de moneda en 2012.

Los egresos totales ascendieron a \$1.490,4 mm, con un crecimiento de \$250,2 mm (20,2%), explicado por:

- La remuneración a los depósitos que la DGCPTN mantiene en el Banco fue de \$805,5 mm, como resultado del mayor saldo promedio diario de estos depósitos y de la mayor tasa de remuneración. Los pagos al Gobierno por este concepto se incrementaron en \$257,7 mm (47,0%) frente a 2011, siendo este gasto la principal explicación del aumento de los egresos del Banco durante 2012.
- Los costos por emisión y distribución de especies monetarias totalizaron \$117,7 mm, con una variación anual negativa de \$29,3 mm (19,9%), resultado de la menor demanda de moneda metálica frente a 2011 y de los menores costos de emisión de la nueva familia de monedas. Al respecto, cabe mencionar que el Banco obtuvo un ahorro de \$12,8 mm en los costos de producción de la nueva familia de monedas⁵⁴.
- El resultado neto de los ingresos y egresos originados en las variaciones de la tasa de cambio del peso frente al dólar sobre activos y pasivos en moneda extranjera diferentes a reservas internacionales⁵⁵, fue negativo en \$59,8 mm, producto de la apreciación del peso frente al dólar en 2012 (8,98%).
- La remuneración a los depósitos de control monetario ascendió a \$10,5 mm. Estos depósitos los constituyó la DGCPTN en el Banco a partir del 15 de noviembre de 2012 con recursos provenientes de la colocación de TES para regular la liquidez de la economía.
- Los egresos corporativos se situaron en \$375,5 mm, registrando un crecimiento

⁵¹ A diciembre de 2012, frente al dólar estadounidense, se registraron las siguientes revaluaciones anuales: el euro, 1,6%; la libra esterlina, 4,6%; el dólar australiano, 1,3%; el dólar neozelandés, 5,8%; la corona sueca, 5,4%, y el dólar canadiense, 2,3%.

⁵² Sin incluir el diferencial cambiario, la rentabilidad promedio del portafolio de inversión fue de 0,57% en 2012 frente a 0,71% en 2011.

⁵³ La tasa de interés de intervención osciló entre 3,0% y 4,75% en 2011, mientras que en 2012 osciló entre 4,25% y 5,25%.

⁵⁴ Como resultado del cambio en las aleaciones y tamaños de las monedas de \$50, \$100 y \$200, el Banco obtuvo un ahorro en los costos de producción de \$12,8 mm, valor que resulta de la diferencia entre el costo de fabricación de la moneda emitida de la nueva familia y el que se hubiera generado al fabricar la misma cantidad al costo de las monedas del antiguo cono.

⁵⁵ Tales como aportes a organismos internacionales (Banco Interamericano de Desarrollo [BID], Banco de Desarrollo de América Latina [CAF], Banco de Pagos Internacionales [BIS] y Banco Mundial).

de 6,7% en términos reales. Los gastos de personal presentaron un incremento de 5,9% en términos reales, resultado del efecto estadístico del remplazo de empleados que se pensionaron hasta julio de 2010, como consecuencia del Acto Legislativo 1 de 2005. Estos gastos incorporan los conceptos asociados con salarios, prestaciones sociales, aportes a la seguridad social, cajas de compensación y auxilios al personal, que en conjunto registraron un valor de \$240,6 mm, el cual incluye el aumento en los salarios, de acuerdo con la convención colectiva vigente.

- Por su parte, los gastos generales totalizaron \$54,9 mm, con un incremento real de 4,6%, resultado de contratos que se ajustaron de acuerdo con el salario mínimo y la inflación causada el año anterior, y de los gastos asociados con la divulgación de la nueva familia de monedas, los cuales ascendieron a \$0,5 mm.
- Los otros gastos corporativos no susceptibles de una gestión directa por parte del Banco, como impuestos, seguros, contribuciones y afiliaciones, depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros gastos operacionales y no operacionales, en conjunto sumaron \$72,8 mm.
- Por último, el gasto de pensionados es el resultado de los rubros asociados con pensiones, seguridad social, auxilios médicos y educacionales y las comisiones pagadas a las fiduciarias encargadas de la administración del portafolio, menos el ingreso por el rendimiento del portafolio constituido con recursos del pasivo pensional y los intereses por los préstamos de vivienda. Durante 2012 este rubro registró un resultado neto positivo de \$3,6 mm, explicado por los rendimientos del portafolio⁵⁶ (\$220,1 mm), de los intereses de vivienda (\$8,5 mm) y de los gastos de pensionados, que sumaron \$225,0 mm.

⁵⁶ Esto como resultado del comportamiento de las tasas de negociación de los TES, principal activo (con participación del 87%) del portafolio de inversiones del pasivo pensional.

C. Constitución de reservas y distribución de utilidades

De acuerdo con la Ley 31 de 1992 y los Estatutos del Banco contenidos en el Decreto 2520 de 1993, el remanente de las utilidades, una vez apropiadas las reservas, será de la nación. En caso de que llegaren a presentarse pérdidas, deben cubrirse, en primer lugar, con cargo a la reserva de estabilización monetaria y cambiaria⁵⁷, creada para este propósito específico, y en caso de ser insuficiente, el faltante lo debe cubrir el presupuesto general de la nación (PGN). La utilidad por transferir o la pérdida que resulte a cargo del Gobierno se define como el resultado de restar de los ingresos, los egresos (incluyendo depreciaciones), así como los destinados a atender el funcionamiento e inversión del Banco para el cumplimiento de sus labores de carácter cultural y científico.

De otra parte, es importante mencionar que las variaciones cambiarias ocurridas entre el dólar de los Estados Unidos y las demás monedas en que estén denominados los activos y pasivos en moneda extranjera del Banco (diferencial cambiario), y que generen al final del ejercicio un resultado neto positivo, harán parte de la reserva para fluctuación de monedas, siempre y cuando se haya producido utilidad en el respectivo ejercicio. En la actualidad, el saldo de la reserva para fluctuación de monedas asciende a \$2.276,2 mm⁵⁸.

El resultado operacional en la vigencia de 2012 fue negativo en \$340,5 mm. La JDDBR, de acuerdo con la normatividad, aprobó cubrirlos con el saldo de las reservas de estabilización monetaria y cambiaria, por \$107,9 mm, y con la reserva para protección de ac-

⁵⁷ Esta se constituye por las cuantías necesarias de acuerdo con las previsiones de pérdidas que para los siguientes dos ejercicios muestren los presupuestos del Banco.

⁵⁸ Reserva destinada a cubrir eventuales pérdidas por la fluctuación de las tasas de cambio del dólar frente a las otras monedas en que estén denominados los activos y pasivos en moneda extranjera del Banco, que en su mayor parte corresponden a divisas que componen las reservas internacionales.

Cuadro 19
Distribución de utilidades
(miles de millones de pesos)

A. Resultado del ejercicio (pérdida)	(340,5)
B. Menos constitución de reservas	6,7
Reserva de resultados cambiarios	0,0
Reserva para fluctuación de monedas	0,0
Reserva de estabilización monetaria y cambiaria	0,0
Inversión neta en bienes para la actividad cultural	6,7
C. Más utilización de reservas	108,0
Reserva de resultados cambiarios	0,0
Reserva para fluctuación de monedas	0,0
Reserva de estabilización monetaria y cambiaria	107,9
Reserva para protección de activos	0,1
Resultado neto a cargo del Gobierno nacional (A - B + C)	(239,3)

Fuente: Banco de la República.

tivos, por \$0,1 mm; la diferencia, \$239,3 mm, con recursos del PGN (Cuadro 19).

D. Proyección de ingresos y gastos para el año 2013

Para 2013 se estima un resultado operacional negativo de \$929,1 mm, producto de ingresos por \$655,3 mm y de egresos por \$1.584,4 mm (Cuadro 20).

Se proyecta que durante 2013 las tasas de interés externas continuarán en niveles históricamente bajos, lo que significa que los ingresos por rendimiento de las reservas internacionales seguirán siendo moderados, afectando el estado de resultados del Banco. Asimismo, en la medida en que la expansión monetaria se realice mediante la compra de divisas, las cuales se colocan a una tasa de interés inferior a la que se recibiría si la expansión se otorgara mediante repos (a la tasa de referencia) o compra de TES (a la tasa de mercado), se afectará de manera negativa el estado de resultados.

Se estima que los ingresos ascenderían a \$655,3 mm, con una reducción anual de

\$494,6 mm (43,0%). Los principales rubros son los siguientes:

- Los rendimientos de las reservas internacionales se estiman en \$176,4 mm, inferiores en \$292,1 mm a los observados el año anterior. Se proyecta que la rentabilidad promedio del portafolio de reservas sea de 0,26%, inferior a la del año anterior (0,64%). Este resultado se explica porque durante 2013 no se estiman ingresos positivos por diferencial cambiario, como los registrados en 2012 por \$115,4 mm, ya que por el contrario, se proyectan pérdidas por \$40,6 mm, dado que se supone que las tasas de cambio de las monedas en las que se invierten las reservas internacionales se mantengan en los niveles promedio a los del primer bimestre de 2013⁵⁹. Cabe anotar que los retornos del portafolio pueden verse afectados si las monedas de

⁵⁹ Las pérdidas por el diferencial cambiario se originan en particular por la devaluación de la libra esterlina (3,4%) y del dólar canadiense (0,6%) frente al dólar estadounidense.

Cuadro 20
Proyección del estado de resultados del Banco de la República, 2013
(miles de millones de pesos)

	Ejecutado 2012	Proyectado 2013	Variaciones anuales	
			Porcentuales	Absolutas
1. Ingresos del P y G	1.149,9	655,3	(43,0)	(494,6)
A. Ingresos monetarios	1.015,7	501,5	(50,6)	(514,2)
1. Intereses y rendimientos	874,9	334,6	(61,8)	(540,4)
Reservas internacionales	468,5	176,4	(62,3)	(292,1)
Rendimientos	353,1	217,1	(38,5)	(136,0)
Diferencial cambiario	115,4	(40,6)	(135,2)	(156,0)
Operaciones de liquidez	312,1	96,9	(68,9)	(215,1)
Valorización de TES	94,0	61,1	(35,0)	(32,9)
Otros intereses	0,4	0,1	(77,0)	(0,3)
2. Diferencias en cambio	66,9	39,4	(41,1)	(27,5)
3. Moneda metálica	46,3	101,2	118,7	54,9
4. Otros	27,6	26,3	(4,6)	(1,3)
B. Ingresos corporativos	134,2	153,7	14,5	19,5
1. Comisiones	113,2	118,2	4,5	5,0
Servicios bancarios	54,5	55,9	2,5	1,4
Negocios fiduciarios	58,6	62,3	6,3	3,7
3. Oro no monetario	0,3	0,0	(100,0)	(0,3)
2. Otros	20,7	35,5	71,6	14,8
2. Egresos del P y G	1.490,4	1.584,4	6,3	94,0
A. Egresos monetarios	1.118,6	1.019,4	(8,9)	(99,2)
1. Intereses y rendimientos	874,1	839,7	(3,9)	(34,4)
Remuneración a las cuentas de la DGCPN	805,5	472,8	(41,3)	(332,7)
Depósitos remunerados de control monetario (DRCM)	10,5	301,1	-	290,6
Comisión de compromiso flexible con el FMI	25,7	26,2	2,2	0,6
Gastos en administración de las reservas internacionales	24,1	23,5	(2,4)	(0,6)
Gastos en operación de contracción monetaria	8,3	16,0	92,9	7,7
2. Diferencias en cambio	126,6	35,0	(72,4)	(91,6)
3. Costo de emisión y distribución de especies monetarias	117,7	144,5	22,8	26,8
4. Otros	0,2	0,2	19,5	0,0
B. Egresos corporativos	375,5	431,5	14,9	56,0
1. Gastos de personal	240,6	262,3	9,0	21,7
2. Gastos generales	54,9	63,9	16,4	9,0
3. Recuperación del IVA descontable (CR)	(2,0)	(1,5)	(24,9)	0,5
4. Impuestos	7,1	7,6	6,5	0,5
5. Seguros	5,7	7,3	27,9	1,6
6. Contribuciones y afiliaciones	4,6	7,1	55,1	2,5
7. Gastos culturales	9,1	10,0	10,1	0,9
8. Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros (incluye diferido del software)	55,5	74,8	34,9	19,3
C. Gastos de pensionados	(3,6)	133,5	-	137,1
3. Resultado operacional (1 - 2)	(340,5)	(929,1)	172,9	(588,6)

Fuente: Banco de la República.

reserva se devalúan o revalúan frente al dólar, o el precio del oro se modifica en relación con los valores proyectados.

- El ingreso por las operaciones de liquidez mediante repos se estima en \$96,9 mm, inferior en \$215,1 mm (68,9%) frente a 2012. Esta reducción obedece a la menor tasa de interés del Banco de la República⁶⁰ y al menor volumen de operaciones repo, en la medida en que la expansión monetaria se está realizando por medio de la compra de divisas.
- Los ingresos por valoración de títulos de deuda pública (TES) en poder del Banco se calculan en \$61,1 mm, inferior en 35,0%. Esta reducción está relacionada con el menor saldo promedio estimado de títulos de deuda pública y por una menor valorización esperada con respecto a la registrada en 2012.
- Se estima una mayor circulación de moneda metálica, lo cual generará un ingreso por valor facial de \$101,2 mm, superior en 118,7% frente a 2012. Este crecimiento está asociado especialmente con la puesta en circulación de la nueva moneda de \$1.000.
- Las comisiones recibidas por el Banco, principalmente por la administración de los TES, las operaciones en el SEN y en el Depósito Central de Valores (DCV) ascenderán a \$118,2 mm, con un aumento de 4,5% anual.

Los egresos en 2013 se estiman en \$1.584,4 mm, con un crecimiento de \$94,0 mm (6,3%), así:

- Se proyecta que la remuneración a los depósitos de la DGCPTN en el Banco ascenderá a \$472,8 mm, con una reducción anual de 41,3%. Este resultado es producto del menor saldo promedio esperado de

estos depósitos y de una menor tasa de interés⁶¹.

- Se estima que la remuneración de los depósitos de control monetario constituidos con los recursos provenientes de la colocación de TES para regular la liquidez de la economía ascenderán a \$301,1 mm, con un incremento de \$290,6 mm frente a 2012, asociados con el mayor saldo de estos títulos. En la medida en que la expansión monetaria se realice mediante la compra de divisas, las cuales superan el crecimiento estimado de la demanda de base monetaria, se reducirán los ingresos por repos y aumentará el costo por operaciones de contracción monetaria⁶².
- Los costos por la emisión y distribución de especies monetarias se estiman en \$144,5 mm, con una variación anual de 22,8% (\$26,8 mm). Este resultado se explica por la demanda calculada de billetes y monedas para el año 2013, especialmente la prevista para la nueva moneda de \$1.000. Sobre esta última cabe señalar que en 2013 se prevé producir un 85,0% más de lo fabricado el año anterior, dado que se deja de producir el billete de la misma denominación. En la producción de moneda de \$1.000 se incurre en un mayor costo de fabricación frente al del billete de la misma denominación, pero tiene un efecto positivo para el Banco, tanto en el corto plazo, por el ingreso por señoreaje generado por la moneda, como en el mediano plazo, por la menor necesidad de remplazo por el deterioro.
- Los egresos corporativos se proyectan en \$431,5 mm de los cuales \$262,3 mm corresponden a los gastos de personal y \$63,9 mm a gastos generales.

⁶⁰ Los volúmenes promedio diarios proyectados para 2013 son \$12.558,1 mm frente a \$16.297,3 mm en 2012. La tasa de interés proyectada para 2013 es 3,84% e. a. frente a 5,07% e. a. en 2012.

⁶² Se estima la compra de divisas por \$6,5 b y el crecimiento de la base monetaria por \$4 b.

⁶⁰ La tasa de interés promedio estimada para 2013 es 3,83% efectivo anual (e. a.), frente a 5,04% e. a. en 2012.

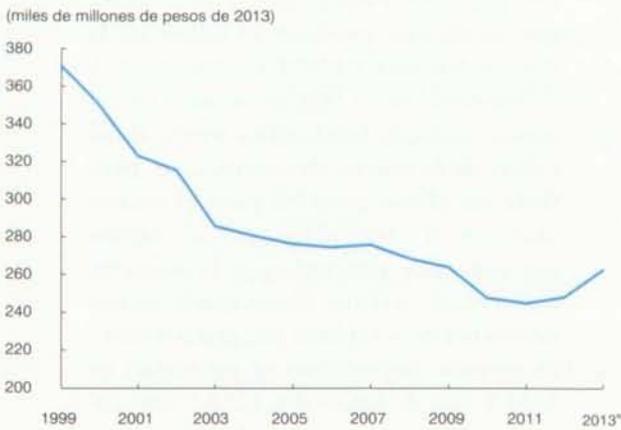
- Los gastos de personal se estiman en \$262,3 mm, con aumento anual de 5,8% real⁶³, explicado por: i) el incremento salarial de 5,0% de acuerdo con la convención colectiva vigente; ii) el efecto estadístico del remplazo paulatino de empleados que se pensionaron hasta julio de 2010 como resultado del Acto Legislativo 1 de 2005, el cual tendrá un impacto pleno en 2013⁶⁴; iii) el aumento de planta para atender la reapertura de la biblioteca de la Agencia Cultural de Neiva, y iv) por los proyectos de modernización administrativa y de gestión documental.

Los gastos de personal han registrado en los últimos años una fuerte reducción en términos reales, al pasar de \$370,7 mm en 1999 a un estimado de \$262,3 mm en 2013 (Gráfico 77).

- En cuanto a los gastos generales, se estiman que estos ascenderán a \$63,9 mm, con un

aumento anual de 13,0% real. Este rubro ha presentado en los últimos años una importante reducción en términos reales, al pasar de \$82,5 mm en 1999 a un estimado de \$63,9 mm en 2013, como resultado de la implementación de programas de racionalización del gasto, campañas de ahorro y gestiones administrativas (Gráfico 78). Para 2013 se proyecta un incremento en este rubro que se explica principalmente por gastos adicionales tales como: i) la ejecución del plan de adecuación de la infraestructura física del Banco, la cual presenta un marcado deterioro como consecuencia de las pasadas temporadas de invierno; ii) implementación de las normas internacionales de información financiera (NIIF); iii) gastos asociados con la reapertura de la Agencia Cultural en Neiva, y iv) la alta participación de contratos que se ajustan de acuerdo con el incremento del salario mínimo.

Gráfico 77
Gastos de personal



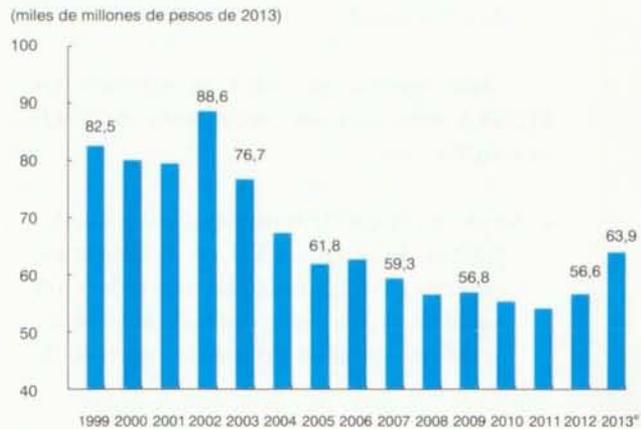
a/ La proyección de 2013 consideró el incremento salarial de acuerdo con la Convención Colectiva del Banco de la República.
Fuente: Banco de la República.

⁶³ Para deflactar se considera el punto intermedio del rango meta de inflación más 2 pp, según la convención colectiva vigente.

⁶⁴ Entre 2006 y 2010 se pensionaron 530 personas de los 556 empleados que cumplieron requisitos de pensión. De los ingresos de 2012, el 70,0% se realizó en el segundo semestre.

- Otros gastos corporativos que no son susceptibles de una gestión directa por parte del Banco se estiman en \$96,7 mm, e incluyen impuestos, seguros, depreciaciones, provisiones, amortizaciones, contribuciones y afiliaciones.

Gráfico 78
Gastos generales



a/ Proyección de 2013 con base en la meta de inflación.
Fuente: Banco de la República.

- Por último, se estima que el gasto neto de pensiones de jubilación ascenderá a \$133,5 mm, con un aumento anual de \$137,1 mm, resultado de los menores ingresos proyectados por el rendimiento del portafolio constituido con recursos del pasivo pensional frente al año anterior,

resultado de las menores tasas de interés. En 2012 se registró un rendimiento de \$220,1 mm, principalmente por valorización de TES, y para 2013 se estima un ingreso de \$110,9 mm por el mismo concepto. 

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

El Congreso de la República, mediante 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 inglés¹). De acuerdo con la autorización conferida, el Banco suscribió 3.000 acciones del BIS por un valor de 65.712.000 derechos especiales de giro (DEG), equivalentes a US\$100.978.710, los cuales se mantienen registrados a su costo de adquisición en DEG en el rubro “aportes en organismos y entidades internacionales”. Durante el ejercicio de 2012, el Banco recibió por concepto de dividendos 260.000 DEG (USD 393.604), lo cual equivale a una rentabilidad anual del 1,4%².

La incorporación del Banco de la República al BIS permitió su participación en el Consejo Consultivo para las Américas³ (CCA), el cual hace las veces de Comité Consultivo del Consejo de Administración del BIS y tiene como propósito orientar actividades del BIS en asuntos de interés para la región. Actualmente, el CCA patrocina la cooperación en estudios económicos entre bancos centrales miembros, dentro de los cuales se destaca el proyecto de investigación “Efectos de la intervención cambiaria en las Américas”, del cual hacen parte los bancos centrales de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Los resultados obtenidos en los diferentes documentos de investigación fueron discutidos

con académicos internacionales especializados, técnicos y autoridades de bancos centrales en el marco de la *Closing Conference of the BIS CCA Research Network Project*, realizada en noviembre de 2012.

Como socio del BIS, el Banco ha participado en reuniones periódicas organizadas por la entidad en las cuales se analizan los acontecimientos económicos recientes, las perspectivas económicas y financieras globales y regionales, y se discute la adopción de medidas de política económica de manera coordinada. Se destaca la participación del Banco de la República en la XI conferencia anual, en la cual altos representantes de bancos centrales e instituciones académicas intercambiaron opiniones sobre el futuro de la globalización financiera. Asimismo, la contribución del Banco en la reunión anual de gerentes técnicos, donde se discutieron temas de política fiscal y su interrelación con la política monetaria en economías emergentes, fue destacada por cuanto se presentó el trabajo “Efectos macroeconómicos de los cambios estructurales en la política fiscal en Colombia”⁴. Por otra parte, el Banco participó en seminarios en temas de gestión y análisis de portafolios de las reservas internacionales.

Por último, es importante mencionar que 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.

¹ Bank for International Settlements.

² La asamblea general del BIS aprobó el pago de un dividendo de 305 DEG por acción, correspondiente al ejercicio financiero cerrado el 31 de marzo de 2012 (prorrrateado para los cuatro nuevos miembros, entre ellos el Banco de la República). La rentabilidad corresponde a la razón entre el dividendo (305 DEG) y el precio de suscripción (21.904 DEG) por acción.

³ El CCA está conformado por los gobernadores (gerentes generales) de los ocho bancos centrales de la región miembros de la entidad: Colombia, Perú, Argentina, Brasil, Canadá, Chile, Estados Unidos y México.

⁴ Vargas *et al.* “Macroeconomic Effects of Structural Fiscal Policy Changes in Colombia” (2012).