



INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL
CONGRESO DE LA REPÚBLICA

Julio de 2013

ISSN - 1657 - 799X



INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL
CONGRESO DE LA REPÚBLICA

Julio de 2013

Banco de la República
Bogotá, D. C., Colombia

ISSN - 1657 - 799X

JUNTA DIRECTIVA

Presidente

Mauricio Cárdenas Santamaría
Ministro de Hacienda y Crédito Público

Directores

Carlos Gustavo Cano Sanz
Ana Fernanda Maiguashca Olano
Adolfo Meisel Roca
César Vallejo Mejía
Juan Pablo Zárate Perdomo

Gerente General

José Darío Uribe Escobar

Bogotá, 2 de agosto de 2013

Señores
Presidentes y demás miembros
Honorable Comisiones Terceras
Constitucionales permanentes
Senado de la República
Cámara de Representantes

Estimados señores:

La Junta Directiva del Banco de la República, de conformidad con lo previsto en el artículo 5° de la Ley 31 de 1992, presenta a la consideración del Congreso de la República un informe donde se señalan los resultados macroeconómicos en el corrido de 2013. De la misma manera, se muestran las metas adoptadas por la Junta Directiva para el presente año y las perspectivas de las distintas variables macroeconómicas. En los dos últimos capítulos se informa sobre la composición de las reservas internacionales y la proyección de la situación financiera del Banco de la República para el año 2013.

Con un atento saludo,



José Darío Uribe Escobar
Gerente General

POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

POLÍTICA MONETARIA

La Constitución Política de 1991 estableció que “El Estado, por intermedio del Banco de la República, velará por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda”. Posteriormente, la Corte Constitucional en Sentencia C-481 de julio 7 de 1999 profundizó sobre la coordinación que debe haber entre las políticas monetaria, cambiaria y crediticia a cargo de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), y la política fiscal, salarial y de empleo a cargo del Gobierno nacional:

“[...] la actividad del Banco para mantener la capacidad adquisitiva de la moneda debe ejercerse en coordinación con la política económica general [...]”.

El mandato constitucional de preservar la estabilidad de precios en una economía presenta varias ventajas. Una de las más importantes es que, cuando se alcanza dicho objetivo, se protege a los menos favorecidos del impuesto que representa la inflación. En este grupo social, donde los ingresos no pueden ajustarse al mismo ritmo que los precios de la canasta familiar, la aceleración en la inflación termina generándoles fuertes pérdidas en el poder adquisitivo del dinero.

La política monetaria debe velar por la estabilidad de precios en coordinación con una política general, entendida esta última como aquella que propenda por el crecimiento del producto y el empleo. En este contexto, se deben evitar incrementos en la producción superiores a la capacidad instalada del país, ya que, además de generar presiones inflacionarias, ponen en riesgo el crecimiento sostenido de la economía. Por tanto, la política monetaria también debe estar encaminada a estabilizar el producto y el empleo en sus niveles sostenibles de largo plazo.

La estrategia de inflación objetivo, implementada desde el año 2000 por la JDBR, está orientada a cumplir con este mandato constitucional. Con ella, la política monetaria pretende alcanzar y mantener una inflación baja y estable y suavizar las fluctuaciones del producto y del empleo alrededor de una senda de crecimiento sostenido.

Para los años 2000 y 2001 la JDBR estableció metas puntuales de inflación y a partir de 2002 comenzó a anunciar un rango meta para el año siguiente, siempre con el objetivo de reducir el crecimiento de los precios de la canasta familiar y velar por el poder adquisitivo de la moneda. En noviembre de 2001 la JDBR informó que la meta de largo plazo para la inflación era de 3%, y explicó que mantener este objetivo era equivalente a propender por una estabilidad de precios en el país. Fue así como a mediados de

2009 la inflación se situó alrededor del 3%, y partir de 2010 el rango establecido (entre 2% y 4%) ha estado centrado en la meta de largo plazo.

El rango meta de inflación es una estrategia de comunicación, para informar al público que la dinámica de la inflación conlleva incertidumbre y que el control de la misma es un ejercicio sujeto a choques transitorios que no siempre pueden ser contrarrestados por la política monetaria. Estas fluctuaciones temporales no implican una falta de compromiso del banco central con el objetivo de mantener la estabilidad de precios.

Las decisiones de política monetaria se toman con base en el análisis del estado actual y de las perspectivas de la economía, así como de la evaluación del pronóstico y de las expectativas de inflación frente a la meta de largo plazo (3%). De esta forma, la JDBR determina el valor que debe tener su principal instrumento monetario: la tasa de interés de referencia (o tasa de interés de política, o tasa de interés de intervención) con el fin de estabilizar la inflación en 3%. Los principales criterios que tiene en cuenta la JDBR para fijar dicha tasa son los siguientes:

- Cuando el análisis presente y futuro de la inflación, así como de las variables que la explican, indican que esta puede desviarse de 3%, la tasa de interés de intervención se modifica para, en un tiempo prudencial, llevar la inflación a la meta de largo plazo. Cuando la desviación obedece exclusivamente a factores temporales de oferta (como por ejemplo un alza en los precios de los alimentos), y las expectativas de inflación están “ancladas” a la meta, la postura de la política monetaria no sufre modificaciones.
- La tasa de interés de intervención se fija con el fin de mantener un balance apropiado entre el logro de la meta de inflación y el propósito de suavizar las fluctuaciones del producto y el empleo alrededor de su senda de crecimiento sostenido. En este sentido la estrategia de inflación en Colombia es flexible, pues se preocupa por mantener la inflación en 3% y por evitar excesos de gasto o de capacidad productiva.
- La tasa de interés también se determina con el fin de que la política monetaria contribuya a mitigar el riesgo de desbalances financieros, entendidos estos como excesos de apalancamiento o elevados precios de los activos que comprometan la estabilidad financiera del país. Facilitando, de esta forma, que la economía se mueva cerca de su senda de crecimiento sostenido en horizontes de mediano y largo plazos.

Los anteriores criterios son incorporados en las decisiones de política monetaria buscando un balance entre ellos. Así, la tasa de interés de intervención se mueve gradualmente, excepto en condiciones en que, con alta probabilidad (o certeza), la inflación amenace con desviarse considerablemente de la meta o la economía de su senda de crecimiento sostenido.

Otra función del Banco de la República es garantizar la liquidez en la economía, la cual se cumple a diario mediante las operaciones de repos a un día realizados con el sistema financiero, con un costo igual a la tasa de interés de intervención.

POLÍTICA CAMBIARIA

Desde septiembre de 1999 Colombia tiene un sistema de tasa de cambio flexible, según el cual la cotización del peso frente a otras monedas se da mediante la libre oferta y

demanda de divisas en el mercado cambiario. Este régimen, además de ser coherente con la estrategia de inflación objetivo, tiene las siguientes ventajas:

- La flexibilidad cambiaria es deseable en países que con frecuencia enfrentan choques reales. Por ejemplo, fuertes caídas en los términos de intercambio suelen estar acompañadas de devaluaciones nominales que contribuyen a suavizar el choque. Así, los movimientos en el tipo de cambio tienden a acomodar los precios relativos de la economía y hacen que el impacto de los choques sobre la actividad y el empleo sea menor.
- Ante choques externos, gran parte del ajuste lo realiza la tasa de cambio, por lo que la tasa de interés interna de mercado es más estable en un régimen flexible, que en uno de tasa de cambio fija.
- En un régimen de flotación cambiaria las autoridades de una economía pequeña y abierta, como la colombiana, tienen mayor autonomía en su política monetaria, hecho que les permite reaccionar a sus propios ciclos económicos. En caso contrario, cuando se tiene una tasa de cambio fija frente a una moneda de un país desarrollado, la política monetaria estaría supeditada a las decisiones de la autoridad monetaria externa. De esta forma, si los ciclos económicos no están sincronizados, las acciones monetarias del país desarrollado podrían generar efectos negativos sobre el producto y el empleo del país emergente.
- Los descalces cambiarios, que surgen cuando un agente tiene sus ingresos en moneda local y parte de sus pasivos en otra moneda sin ningún tipo de cubrimiento, y que representan un riesgo para la estabilidad financiera de un país, son desincentivados por un sistema de tasa de cambio flexible.
- Con las expectativas de inflación en el punto medio del rango meta, la flexibilidad cambiaria es una herramienta útil de estabilización del producto. De hecho, desde que se implementó este sistema, y a diferencia de lo sucedido en la década de los noventa, la política monetaria ha sido fuertemente contracíclica.

Como se deduce de todo lo anterior, fijar metas sobre el nivel de la tasa de cambio puede ser incoherente con la meta de inflación, debilita el esquema de inflación objetivo y menoscaba la credibilidad de la política monetaria. Adicionalmente, cualquier intento por fijar el tipo de cambio trae consigo riesgos de inestabilidad financiera en la medida en que los agentes económicos no incorporan el riesgo cambiario en sus decisiones de endeudamiento.

No obstante, el Banco de la República como autoridad cambiaria tiene la potestad de intervenir en el mercado de divisas. Así, la estrategia de inflación objetivo bajo un régimen de flexibilidad cambiaria debe evaluar si una política de intervención es coherente con el logro de la meta de inflación en el mediano plazo. De esta manera, el manejo de la tasa de cambio reconoce la importancia de la flexibilidad como un elemento central de dicha estrategia.

Desde que se implementó el régimen de tasa de cambio flexible, el Banco ha participado en el mercado cambiario con intervenciones esterilizadas, sin pretender fijar o alcanzar algún nivel específico de la tasa de cambio. Las principales razones de dichas intervenciones han sido las siguientes:

- Mitigar movimientos de la tasa de cambio que no atiendan claramente al comportamiento de los fundamentos de la economía. Con ello se pretende evitar que posteriores correcciones en la cotización de la moneda pongan en riesgo la meta de inflación.

- Disminuir la volatilidad de la tasa de cambio alrededor de su tendencia.
- Incrementar el nivel de reservas internacionales para reducir la vulnerabilidad externa y mejorar las condiciones de acceso al crédito externo.
- Garantizar la liquidez necesaria en moneda extranjera.

POLÍTICA MONETARIA Y ESTABILIDAD FINANCIERA

La política monetaria también busca evitar desequilibrios financieros, originados, por ejemplo, en episodios de apalancamientos elevados o de toma excesiva de riesgo. Estos generalmente provocan crisis financieras y fuertes fluctuaciones del producto y del empleo. Para enfrentar este tipo de episodios existe una variedad de medidas, donde el uso de un subconjunto específico de las mismas puede justificarse según las condiciones generales de la economía y del problema financiero particular que se quiera enfrentar.

La teoría económica y la experiencia de los países enseñan que uno de los determinantes de la inestabilidad financiera es tener, por períodos prolongados, tasas de interés de política “anormalmente” bajas o altas. En el primer caso (tasas bajas), los agentes tienden a subestimar el riesgo, los precios de los activos pueden crecer por encima de lo sostenible y, en general, se tiende a invertir en activos más riesgosos. Los organismos de crédito, por su parte, aumentan los préstamos como proporción del capital, y algunas veces también disminuyen las exigencias para otorgarlos. Adicionalmente, los participantes en los mercados financieros sustituyen activos seguros por otros de mayor riesgo, buscando obtener un mayor retorno. De esta forma, la economía puede enfrentar elevados niveles de endeudamiento y de riesgo, y se vuelve más vulnerable a los ajustes inesperados en el ingreso, por ejemplo, por pérdidas de empleo.

En el segundo caso, cuando las tasas de interés de política están excepcionalmente altas, la actividad económica y los precios de los activos pueden caer y el desempleo subir, incrementando el riesgo de morosidad o de no pago de los créditos. Si este riesgo se materializa, el incumplimiento de los deudores y los efectos negativos de la caída en los precios de los activos amenazan la solvencia de los establecimientos de crédito y, en general, dificultan el buen funcionamiento de los mercados financieros y de la política monetaria.

Por lo anterior, desviaciones fuertes y prolongadas de la tasa de interés de política de su nivel “normal” pueden incrementar la probabilidad de que se presenten situaciones de inestabilidad financiera. Por tal motivo, mitigar este riesgo de desbalance financiero es uno de los criterios que utiliza la JDBR para fijar el nivel de la tasa de interés de referencia.

Sin embargo, los movimientos en la tasa de política son insuficientes para evitar la conformación de desbalances financieros. Ante un contexto como este, el Banco de la República también puede usar otros instrumentos, si considera que es necesario complementar dicha herramienta para contrarrestar, por ejemplo, posibles excesos de crédito. El uso de estos instrumentos debe hacerse con base en un cuidadoso análisis de costo y beneficio. Adicionalmente, instituciones que comparten el objetivo de estabilidad financiera, como la Superintendencia Financiera, el Ministerio de Hacienda y el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin), pueden adoptar otras medidas para desincentivar estos desbalances.

Por último, el Banco Central como ente emisor debe garantizar el funcionamiento seguro y eficiente de los sistemas de pago, además de ser “prestamista de última instancia”.

CONTENIDO

Introducción	13
I. Contexto internacional	19
A. Desempeño de las economías desarrolladas durante el primer semestre de 2013	21
B. Desempeño de las economías emergentes durante el primer semestre de 2013	25
C. Proyecciones para lo que resta de 2013 y retos hacia futuro	26
Recuadro 1: Posibles implicaciones de la normalización de la política monetaria de los estados unidos sobre las economías emergentes	31
Recuadro 2: Sistemas financieros centroamericanos	37
II. La economía colombiana: resultados en lo corrido de 2013 y perspectivas	43
A. Actividad económica	43
B. Mercado laboral	48
C. Inflación	51
D. Política monetaria, tasas de interés y sector financiero	56
E. Sector externo y decisiones de política cambiaria	74
F. Comportamiento de la economía regional en Colombia en 2011 y 2012	84
Recuadro 3: Consideraciones sobre las remesas y los mercados laborales locales	98
III. Reservas internacionales	101
A. Políticas de administración del portafolio de inversión	102
B. Composición del portafolio de inversión	106
C. Rentabilidad de las reservas	107
D. Estado de las reclamaciones de los eventos crediticios de 2008	108
IV. Situación financiera del Banco de la República	110
A. Estructura financiera del Banco de la República	110
B. Estado de resultados a junio de 2013	113
C. Proyección de ingresos y gastos para el año 2013	119

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Volumen de exportaciones globales	19
Gráfico 2	Índices globales de actividad real (Purchasing Managers Index: PMI)	20
Gráfico 3	Precios internacionales del petróleo (Brent)	20
Gráfico 4	Índices accionarios	20
Gráfico 5	PIB real de la zona del euro	21
Gráfico 6	A. Tasa de desempleo para algunas economías de la zona del euro	22
	B. Índice de costos laborales unitarios para algunos países de Europa	22
Gráfico 7	Tasas de interés de los títulos de deuda pública para algunas economías europeas	22
Gráfico 8	PIB real de los Estados Unidos	23
Gráfico 9	PIB real de Japón	25
Gráfico 10	Variación anual del PIB real de China	25
Gráfico 11	Crecimiento anual del PIB real para algunos países emergentes de Asia	25
Gráfico 12	Crecimiento anual del PIB real para algunos países de América Latina	26
Gráfico 13	Producto interno bruto	44
Gráfico 14	Tasa de desempleo (variación en puntos porcentuales, trimestre móvil)	49
Gráfico 15	Tasa de desempleo (trimestre móvil desestacionalizado)	49
Gráfico 16	Tasa global de participación (TGP), tasa de ocupación (TO) y tasa de desempleo en áreas rurales (TD)	50
Gráfico 17	Número de ocupados por dominio geográfico	51
Gráfico 18	Empleo asalariado y no asalariado	51
Gráfico 19	Inflación total al consumidor	52
Gráfico 20	Indicadores de inflación básica	53
Gráfico 21	Índice de precios del productor	54
Gráfico 22	Tasa de interés de intervención del Banco de la República y tasa de interés interbancaria (TIB)	57
Gráfico 23	A. Tasas de interés pasivas y tasa de interés de intervención del Banco de la República	58
	B. Tasas de intervención del Banco de la República y tasa activa del sistema	58
Gráfico 24	Tasas nominales de interés de créditos a hogares y de intervención del Banco de la República	58
Gráfico 25	Tasas nominales de interés de créditos comerciales y de intervención del Banco de la República	59

Gráfico 26	A. Tasas de interés real de los hogares	60
	B. Tasas de interés real de consumo	60
Gráfico 27	Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de subasta de expansión del Banco de la República	60
Gráfico 28	Pendientes de las curvas cero cupón en América Latina y los Estados Unidos	60
Gráfico 29	Índice de las tasas cero cupón a 10 años, en América Latina y otros países emergentes	61
Gráfico 30	Base monetaria	63
Gráfico 31	Agregado amplio M3	65
Gráfico 32	Variación porcentual de la cartera bruta real	66
Gráfico 33	A. Crecimiento real anual de la cartera vencida	69
	B. Crecimiento real anual de la cartera riesgosa	69
Gráfico 34	A. Indicador de mora	70
	B. Indicador de calidad de la cartera	70
Gráfico 35	IRL escalado a 30 días	72
Gráfico 36	IRL _R a 30 días	72
Gráfico 37	Índices de tasas de cambio nominales de algunos países de América Latina	78
Gráfico 38	Tasa de cambio nominal y VIX	78
Gráfico 39	Inflación externa e interna	79
Gráfico 40	Tasas de cambio real y promedios históricos	80
Gráfico 41	Variación anual TCR multilateral	81
Gráfico 42	Diferencial de la productividad en la industria vs. ITCR bilateral	81
Gráfico 43	Reservas internacionales/M3	83
Gráfico 44	A. Reservas internacionales/amortizaciones del año siguiente	83
	B. Reservas internacionales/servicio de la deuda del año siguiente	83
	C. Reservas internacionales/(déficit de cuenta corriente + amortizaciones) del año siguiente	83
Gráfico 45	A. Reservas internacionales/PIB	84
	B. Reservas internacionales como meses de importaciones de bienes	84
Gráfico 46	Variación anual de las principales actividades económicas de Bogotá	88
Gráfico 47	Variación anual de las principales actividades económicas de la región Caribe	89
Gráfico 48	Variación anual de las principales actividades económicas de la región Noroccidente	91
Gráfico 49	Variación anual de las principales actividades económicas de la región Suroccidente	92
Gráfico 50	Variación anual de las principales actividades económicas de la región Nororiente	94
Gráfico 51	Variación anual de las principales actividades económicas de la región Centro	95
Gráfico 52	Variación anual de las principales actividades económicas de la región Suroriente	96
Gráfico 53	Variación anual de las principales actividades económicas del Eje Cafetero	98

Gráfico 54	Composición de las reservas brutas	102
Gráfico 55	Composición del portafolio de inversión	107
Gráfico 56	Composición del portafolio de inversión por sectores	107
Gráfico 57	Distribución de las inversiones por calificación crediticia	107
Gráfico 58	Composición cambiaria del portafolio de inversión	107
Gráfico 59	Tasas de interés de los bonos a dos años	115
Gráfico 60	Precio internacional del oro	116
Gráfico 61	Comportamiento de las monedas de reservas frente al dólar estadounidense	117
Gráfico 62	Gastos de personal como proporción del PIB	122
Gráfico 63	Gastos generales como proporción del PIB	122

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	44
Cuadro 2	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	45
Cuadro 3	Indicadores de inflación al consumidor	52
Cuadro 4	Principales tasas nominales de interés del sistema financiero	59
Cuadro 5	Fuentes de la base monetaria	62
Cuadro 6	Principales cuentas del balance de los establecimientos de crédito	64
Cuadro 7	Cartera bruta del sistema financiero	65
Cuadro 8	Saldo y duración del portafolio de TES	67
Cuadro 9	Pérdidas estimadas por cambio en el valor del portafolio	68
Cuadro 10	Valor en riesgo (VaR)	68
Cuadro 11	Indicadores de riesgo de crédito	71
Cuadro 12	Balanza de pagos de Colombia	75
Cuadro 13	Tasa de cambio bilateral IPP: peso colombiano frente a otras monedas extranjeras	80
Cuadro 14	Indicadores de las reservas internacionales de Colombia	82
Cuadro 15	Distribución del PIB por regiones y PIB per cápita en 2011	86
Cuadro 16	Dinámica del PIB por regiones 2011	87
Cuadro 17	Composición del índice de referencia del tramo de inversión	105
Cuadro 18	Balance del Banco de la República clasificado por criterio económico	111
Cuadro 19	Estado de resultados del Banco de la República	
Cuadro 20	Proyección del estado de resultados del Banco de la República, 2013	120

ÍNDICE DE MAPAS

Mapa 1	Regiones de Colombia	85
--------	----------------------	----

INTRODUCCIÓN

En lo corrido de 2013 el crecimiento mundial ha sido más débil de lo esperado y los precios internacionales en dólares de los principales productos básicos se han reducido. Ello ha afectado la expansión de las economías emergentes productoras de estos bienes.

Desde mayo la posible normalización de la política monetaria en los Estados Unidos generó un incremento en la tasa de interés externa, una pérdida de valor en los títulos de deuda pública y privada, y una devaluación de las monedas frente al dólar.

En Colombia la nueva información de actividad económica y sus proyecciones sugieren que el crecimiento del segundo trimestre será mayor que el 2,8% observado a comienzos de año. En materia de precios, en el primer semestre la inflación fue baja y sus expectativas son cercanas a la meta de largo plazo (3%).

Cabe esperar que las reducciones en la tasa de interés de referencia del Banco de la República, junto con los programas de reactivación adelantados por el gobierno nacional, tengan pleno efecto sobre la actividad real, y conduzcan al producto cerca de la capacidad productiva de la economía.

Entre enero y junio de 2013 el Banco de la República compró US\$4.119,5 millones. A septiembre se acumularían compras por al menos US\$6.070 millones, de acuerdo con lo anunciado por la Junta Directiva del Banco de la República.

Durante el primer trimestre de 2013 la economía mundial creció a un ritmo moderado, al alcanzar una tasa anualizada de 2,75%, apenas superior al 2,50% observado en el segundo semestre de 2012, según cifras del Fondo Monetario Internacional (FMI). Este desempeño, que se situó por debajo de lo esperado, combina diferentes resultados por regiones del mundo. Mientras que algunas economías desarrolladas como los Estados Unidos y Japón mantuvieron una senda de crecimiento positiva, los países de la zona del euro continuaron estancados o en recesión. Por su parte, el crecimiento de buena parte de las economías emergentes de Asia y América Latina es robusto, pero menor a lo proyectado meses atrás.

Diversos factores continúan impidiendo un mejor desempeño de la economía global. El saneamiento de los desbalances públicos y privados ha sido lento, principalmente en la zona del euro, lo que mantiene la preocupación por los elevados niveles de deuda, genera incertidumbre en los mercados financieros, deprime la confianza, dificulta el acceso al crédito e impide la recuperación de la demanda. Adicionalmente, la desaceleración observada en economías como la china, gran

consumidora de productos básicos, junto con la normalización de algunos choques de oferta presentados en 2012, ha contribuido a la reducción de las cotizaciones internacionales de varios de estos bienes, como el petróleo. El menor ingreso nacional por este concepto y la debilidad en la demanda mundial han afectado la dinámica de las economías emergentes productoras de bienes básicos.

Por su parte, los efectos del ajuste fiscal en los Estados Unidos comenzaron a sentirse desde comienzos de año, donde, a pesar de la recuperación del consumo privado, el crecimiento durante los primeros tres meses del año fue de 1,8% trimestral anualizado (ta), cifra inferior a la esperada, aunque mejor que la del último trimestre de 2012 (0,4% [esta información corresponde a la disponible para la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 26 de julio]).

Finalmente, el temor de un retiro anticipado del programa de estímulo monetario dados los anuncios de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) generó salidas de capitales de un gran grupo de economías emergentes y afectó el comportamiento de los mercados de valores desde mediados de mayo, con un mayor efecto sobre este grupo de países. De igual forma, los temores de una menor ampliación en la liquidez global llevaron a una depreciación generalizada de las monedas en relación con el dólar estadounidense.

El ambiente de incertidumbre sobre el desempeño de la actividad económica mundial, asociado entre otros factores con el menor crecimiento de China, la caída en los precios de las materias primas, los efectos de la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos sobre la liquidez global, y las tensiones en el Medio Oriente han generado una revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento mundial por parte de varios analistas. Para 2013 el FMI redujo sus estimaciones para las economías avanzadas de 1,3% a 1,2%, y para las emergentes de 5,3% a 5,0%. En los países desarrollados continúa el reto de combinar políticas que apoyen el crecimiento de corto plazo, sin comprometer la sostenibilidad de la deuda en el mediano plazo. Para las economías emergentes el principal reto será el de adaptarse a la volatilidad que generará la posible reversión de capitales asociada con la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos. A este respecto, Colombia ha consolidado un marco de política macroeconómica (monetaria, fiscal y financiera) que desincentiva los descalces cambiarios y permite tener políticas contracíclicas.

En un contexto externo caracterizado por una débil demanda mundial, caída en los precios de los bienes básicos y menores términos de intercambio, la economía colombiana tuvo una desaceleración moderada, al registrar un crecimiento de 2,8% en el primer trimestre de 2013 frente a 3,1% observado en el último del año pasado. Este desempeño era previsible y efectivamente coincidió con las proyecciones del Banco de la República. Varios factores explican este resultado, entre ellos las menores exportaciones, las cuales mostraron una contracción de 1,2% en términos reales en los tres primeros meses del año, que se compara desfavorablemente con el incremento de 9,1% alcanzado en el mismo período 2012. Algunos choques de oferta en la producción de petróleo y carbón (paros entre febrero y marzo) y las

menores cotizaciones internacionales de los productos básicos explican gran parte de este comportamiento.

Por el lado de la demanda, en el primer trimestre del año la economía colombiana mostró un consumo que aumentó a una tasa moderada de 3,5% anual, reflejo de un menor nivel de confianza de los consumidores, de un ritmo de crecimiento del endeudamiento de los hogares más bajo y de una desaceleración en el aumento del empleo asalariado. La formación bruta de capital creció 3,7%, gracias al buen desempeño tanto de la construcción y edificaciones como de las obras civiles, rubros que en el primer trimestre alcanzaron expansiones anuales alrededor de 17%. En contraste, la inversión en equipo de transporte cayó 11%.

Por el lado de la oferta, el mayor aumento se observó en la construcción (16,9%) y en los servicios sociales, comunales y personales (4,5%). Otros sectores cuyo desempeño estuvo por encima de la economía en su conjunto, pero que moderaron su ritmo de crecimiento, fueron los servicios financieros (3,4%) y los suministros de electricidad, gas y agua (3,4%). Por su parte, las actividades que aumentaron a una tasa menor a la del producto interno bruto (PIB) fueron la agricultura (2,4%), la minería (1,4) y el transporte (2,0%). La actividad industrial fue la única rama que mostró una contracción (-4,1%).

En el trimestre móvil terminado en mayo, la tasa de desempleo continuó cayendo hasta alcanzar 9,9% para el total nacional y 10,9% para las trece principales áreas metropolitanas, niveles que corresponden a los mínimos observados desde 2001. Los trabajadores asalariados continúan siendo los que más contribuyen al crecimiento del empleo, aunque lo hacen a un ritmo menor que el de finales de 2012, mientras que los no asalariados completan en mayo ocho meses consecutivos cayendo en términos anuales. Los incrementos en el número de ocupados asalariados son considerados como un indicador de mejoría en la calidad del empleo, en la medida en que este tipo de trabajo es más estable, ofrece mejores ingresos y brinda mayores posibilidades de acceso al crédito.

En junio la inflación al consumidor se situó en 2,16%, cifra inferior al registro de finales del año pasado (2,44%) y algo menor que lo esperado a comienzos de este año. La inflación anual se redujo en enero y se mantuvo ligeramente por debajo del 2,0% en el resto del primer trimestre, pero ha mostrado una leve tendencia ascendente a partir de abril, como lo anticipaban los pronósticos del Banco de la República.

Diversos factores explican las escasas presiones inflacionarias durante la primera mitad del año. La disminución en el ritmo de crecimiento económico durante 2012 y en el primer trimestre de este año impidió que surgieran presiones originadas en la demanda. La reducción de las expectativas de inflación también ha contribuido a la estabilidad de precios. En efecto, las encuestas mensual y trimestral del Banco de la República realizadas en el mes de julio muestran una inflación esperada a doce meses de 3,1% y 2,8%, respectivamente. Esta circunstancia y el bajo nivel de la inflación a finales de 2012 han favorecido ajustes limitados de varios componentes del índice de precios al consumidor (IPC) no transable como los arriendos,

los servicios de salud y los de educación. Otro factor que contribuyó a disminuir la inflación a comienzos de año fue la reforma tributaria, que se tradujo en una rebaja de los impuestos indirectos para varios productos de la canasta del consumidor, dentro de los que sobresalen comidas fuera del hogar y algunos alimentos procesados.

Ante un contexto como el anterior, donde los indicadores económicos y sus proyecciones mostraban un nivel del producto inferior al que se podría generar con la capacidad instalada, y unas expectativas de inflación ancladas en la meta de largo plazo (3%), la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) determinó seguir aumentando el estímulo monetario a la economía. Para esto, durante el primer semestre del año la tasa de interés de política se redujo 100 puntos básicos (pb) adicionales, pasando de un nivel de 4,25% al finalizar 2012 hasta llegar a 3,25% en marzo del presente año.

La reducción en la tasa de política se ha transmitido a las demás tasas de interés de la economía. En lo corrido del año a junio la mayoría de tasas nominales pasivas y activas del sistema financiero se redujeron en una proporción similar o mayor que la de política. De esta manera, pese a que la expansión de la cartera total en moneda nacional se ha desacelerado frente al año anterior, a finales de junio alcanzaba un aumento cercano al 13% anual, tasa superior a la del crecimiento del PIB nominal, con lo cual la economía continúa aumentando su profundización financiera.

Las condiciones aún inciertas de la economía mundial, el incremento en el déficit en cuenta corriente (resultado, en parte, del menor dinamismo de las exportaciones), y las perspectivas de una eventual normalización de la política monetaria de los Estados Unidos (que pueda inducir una salida de capitales), señalan la conveniencia de aumentar el monto de reservas internacionales para garantizar los pagos externos del país y minimizar su vulnerabilidad ante choques exógenos. Con este propósito el Banco de la República ha continuado interviniendo en el mercado cambiario mediante compras de divisas durante el primer semestre de este año, las cuales alcanzaron un valor de US\$4.119,5 millones (m). Adicionalmente, la JDBR anunció el compromiso de comprar al menos US\$2.500 m entre junio y septiembre de 2013. Con esto se alcanzaría la mayor acumulación de reservas en un año dentro del esquema de inflación objetivo.

Entre enero y junio de 2013 la tasa de cambio real multilateral calculada frente a los principales socios comerciales se depreció en términos anuales 4,2% y 1,1%, para las medidas con el índice de precios del productor (IPP) y con el IPC, respectivamente. Dicha depreciación real no fue mayor debido a la apreciación registrada frente a Venezuela y Japón, cuyas monedas se devaluaron frente al dólar 57,4% y 19,9%, respectivamente. La depreciación real ha sido también resultado de una inflación colombiana menor que la registrada por nuestros socios comerciales. Esta última diferencia fue más acentuada en el IPP que en el IPC. Lo anterior se dio en un contexto de mayores compras de dólares por parte del Banco de la República y de acciones del Gobierno, que han implicado menores monetizaciones y mayor demanda de divisas. Adicionalmente, el comportamiento de la moneda estuvo

influenciado por episodios de incertidumbre en el entorno internacional que motivaron la preferencia de los agentes por el dólar estadounidense y generaron caídas en los precios de los activos financieros locales.

Reiterando lo que se había anotado en el *Informe al Congreso* del mes de marzo, se prevé un mejor panorama de crecimiento para lo que resta del año frente a lo observado en el primer trimestre. En cuanto a lo externo, ello se sustenta en la expectativa de un contexto internacional que continuaría mejorando lentamente, a pesar de la volatilidad reciente de los mercados financieros, apoyado en una política monetaria que continuará ofreciendo un estímulo a la recuperación y en una política fiscal prudente.

En el ámbito interno se han observado indicadores alentadores. La confianza del consumidor se ubica en niveles más favorables que aquellos registrados para el primer trimestre y las cifras de comercio sugieren un mejor desempeño del consumo. Adicionalmente, se espera que las reducciones de las tasas de interés tengan pleno efecto sobre la actividad real durante la segunda mitad del año. Cabe también esperar que los beneficios financieros para la adquisición de vivienda otorgados por el Gobierno se vean con mayor claridad en las cifras económicas del segundo semestre.

Igualmente, las perspectivas sobre el desempeño de la formación bruta de capital fijo en construcción y edificaciones y en obras civiles de infraestructura son positivas. En el primer caso, el programa de construcción de vivienda con fines sociales que adelanta el gobierno nacional seguirá desempeñando un papel importante en la dinámica de este rubro para todo el año. Al respecto, cabe anotar que el nivel observado en el licenciamiento residencial y no residencial en lo corrido del año a abril registra un crecimiento superior al 25%, luego de las contracciones reportadas el año anterior. En el caso de las obras civiles, continúan las expectativas sobre un mayor grado de ejecución presupuestal por parte de los gobiernos locales y una mayor afluencia de recursos por concepto de regalías, los cuales estuvieron represados el año pasado mientras entraba en vigencia el nuevo sistema general de regalías. Es importante recordar que, por disposiciones legales, estos recursos deben ser destinados a financiar obras de infraestructura pública, por lo que las perspectivas para todo 2013 y 2014 son favorables en este aspecto.

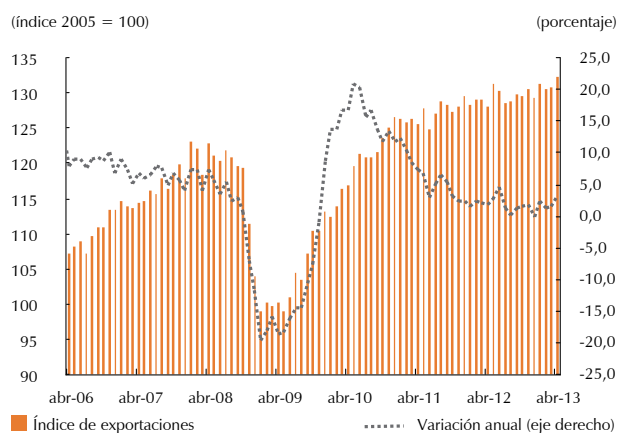
Este Informe contiene cuatro capítulos. El primero examina el contexto internacional, donde se discute el desempeño económico de las diversas regiones del mundo. El segundo estudia la dinámica de la economía colombiana en lo corrido de 2013 y sus perspectivas a corto plazo, con una sección dedicada al estudio de la economía regional en Colombia. En el capítulo tercero se presenta un informe del comportamiento de las reservas internacionales y su manejo financiero. Por último, el cuarto capítulo presenta la situación financiera del Banco de la República.

I. CONTEXTO INTERNACIONAL

Durante el primer semestre de 2013 la economía global siguió expandiéndose a un ritmo modesto. Aunque los países emergentes continuaron liderando el comportamiento de la actividad real, su crecimiento estaría siendo menor que el esperado hace algunos meses. En este contexto los precios internacionales de los bienes básicos se han ubicado en niveles inferiores a los de 2012.

En relación con la política monetaria, el anuncio más relevante de los últimos meses fue el de la Reserva Federal de los Estados Unidos sobre la posibilidad de comenzar a retirar gradualmente su programa de estímulo, si las condiciones de la economía evolucionan de manera favorable; hecho que incrementó la volatilidad en los mercados financieros globales, principalmente los de las economías emergentes, e interrumpió un período de relativa calma.

Gráfico 1
Volumen de exportaciones globales



Fuente: Datastream.

Durante el primer semestre de 2013 la economía mundial continuó expandiéndose a un ritmo moderado, situación que se reflejó en una ligera recuperación del comercio y de la industria (gráficos 1 y 2). Al igual que en trimestres anteriores, el crecimiento global estuvo liderado por el dinamismo de los países emergentes y, en menor medida, por la recuperación de la actividad real en algunos desarrollados, como Japón y los Estados Unidos. Por su parte, el deterioro de la zona del euro pareciera haber comenzado a reducirse.

Aunque la actividad económica mundial sigue estando sustentada en el crecimiento de las economías emergentes, la expansión del producto interno bruto (PIB) en 2013 de estos países sería inferior al de los años anteriores, en parte, por la debilidad de la demanda externa y por el menor ritmo de incremento de sus gastos

Gráfico 2
Índices globales de actividad real (Purchasing Managers Index: PMI)

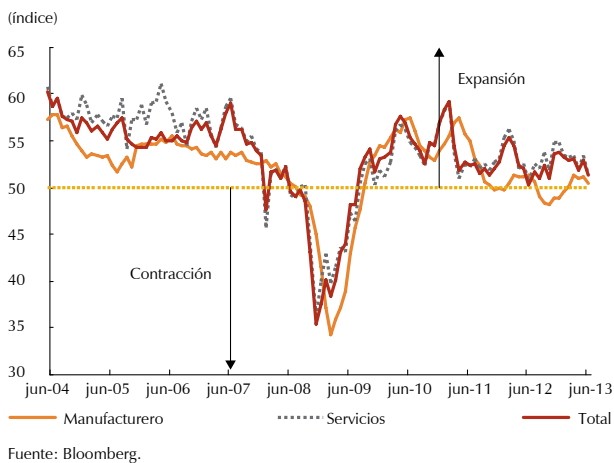


Gráfico 3
Precios internacionales del petróleo (Brent)

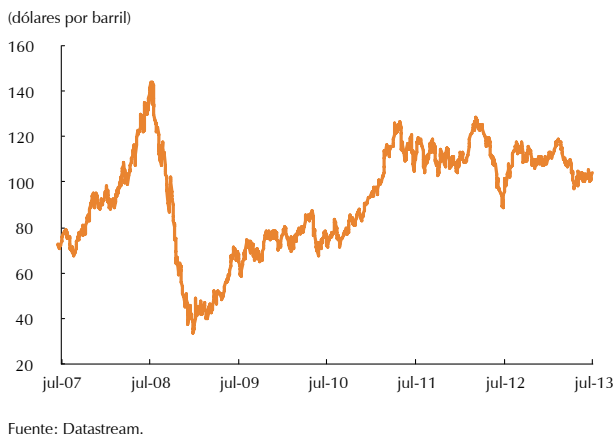
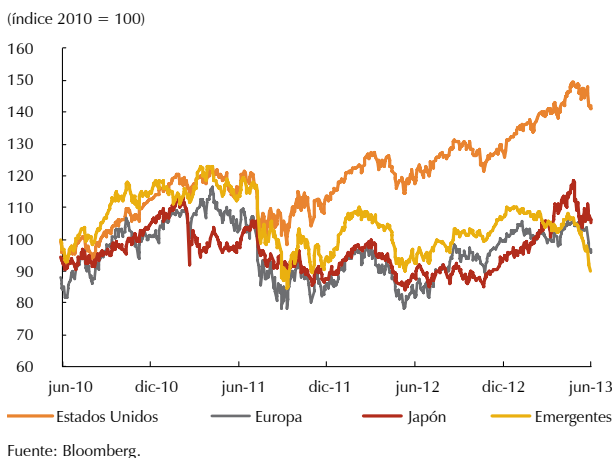


Gráfico 4
Índices accionarios



internos. Dicha desaceleración, observada en economías como la china, gran consumidora de productos básicos, junto con la normalización de algunos choques de oferta presentados en 2012, contribuyó a la reducción de las cotizaciones internacionales de varios de estos bienes, como el petróleo (Gráfico 3). De mantenerse estas tendencias las presiones inflacionarias globales serían menores y se reducirían los ingresos por exportaciones de algunos países productores de bienes básicos (véase sombreado, pp. 29-32).

En un entorno de baja inflación y moderado crecimiento económico los bancos centrales de la mayoría de países mantuvieron y/o implementaron una postura monetaria expansiva (salvo en algunos casos puntuales como Brasil e India). Lo anterior se reflejó en unas bajas tasas de interés de referencia y en una amplia liquidez global.

En cuanto a los mercados financieros internacionales, mientras que el inicio de año fue un periodo de relativa calma, mayo y junio fue un bimestre de alta volatilidad, pues se presentaron pérdidas en los índices accionarios, un fortalecimiento del dólar, incrementos en el costo del financiamiento externo y desvalorizaciones en los papeles de deuda pública de varios países. Lo anterior generado por la posibilidad de que la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) disminuyera la fuerte expansión monetaria que ha mantenido en los últimos años.

En los primeros meses de 2013 los índices bursátiles globales se valorizaron ante la expectativa de una mayor recuperación mundial. Sin embargo, conforme se empezaron a revelar las cifras de actividad económica que confirmaron que continúa la recesión de la zona del euro y que evidenciaron una desaceleración de China, esta situación se revirtió, especialmente en Europa y en las economías emergentes. De forma similar, la incertidumbre sobre el rescate financiero de Chipre afectó el dinamismo de estos mercados. Por su parte, el crecimiento continuo pero modesto de los Estados Unidos tuvo un efecto positivo sobre los índices accionarios de ese país, por lo que se registraron nuevos máximos históricos (Gráfico 4).

El comportamiento de los mercados financieros durante el primer trimestre estuvo influenciado por las decisiones y anuncios de los bancos centrales de Japón y de los Estados Unidos.

En marzo y abril los anuncios del banco central de Japón sobre su programa de estímulo monetario favorecieron el comportamiento de las bolsas globales, las cuales respondieron positivamente ante la mayor expectativa de liquidez mundial. Sin embargo, esta euforia se vio interrumpida a mediados de mayo, cuando la Fed abrió la posibilidad de comenzar a retirar paulatinamente su programa de estímulo monetario. Este anuncio incrementó el nerviosismo de los mercados financieros, especialmente en las economías emergentes, en donde se experimentó una salida de capitales de portafolio y una depreciación generalizada de sus monedas con respecto al dólar estadounidense.

Si se consolida la recuperación económica de los Estados Unidos y su tasa de desempleo continúa disminuyendo, la Fed podría empezar a reducir su fuerte expansión monetaria, lo cual haría que se normalizaran las condiciones financieras internacionales. Ante las menores perspectivas de liquidez, los agentes tendrían incentivos para recomponer sus inversiones, retirando parte de sus portafolios ubicados en las economías emergentes. En un escenario como el anterior, el costo del financiamiento externo para dichos países sería mayor, podría presentarse una corrección en los precios de algunos activos y se observaría una depreciación de las monedas frente al dólar (véase el Recuadro 1, pp. 33-38).

A. DESEMPEÑO DE LAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS DURANTE EL PRIMER SEMESTRE DE 2013

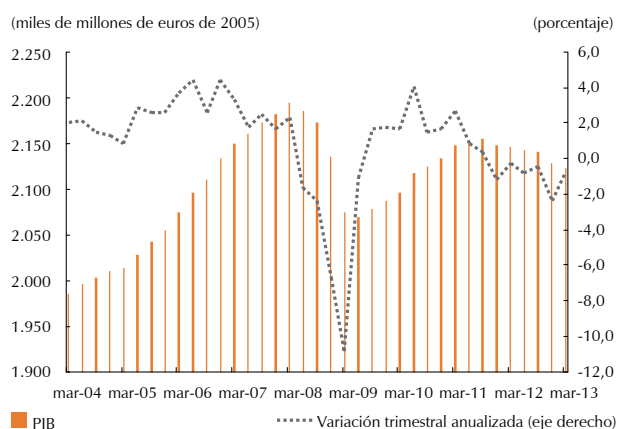
1. Zona del euro

Las cifras sobre el crecimiento del PIB para el primer trimestre de 2013 evidenciaron que la economía de la región continuó en recesión; pese a ello, la contracción de la actividad económica fue inferior a la observada en los últimos meses de 2012 (Gráfico 5). Dicho comportamiento se debió a un menor deterioro de algunos países de la periferia y a la expansión de Alemania. Sin embargo, la crisis de las

economías más débiles de la región estaría afectando en mayor medida a otros países de la zona como Francia, cuya actividad económica descendió en los últimos trimestres; de hecho, su PIB cayó 0,2% en los primeros tres meses del año.

Otros indicadores de la región que tienen relación con el comportamiento del consumo y de la industria, tales como la confianza de empresarios y consumidores y los índices de sentimiento en los sectores de manufacturas y servicios, se debilitaron en los primeros meses del año debido al incremento en la incertidumbre política (generada por el rescate financiero de Chipre y las elecciones en Italia) y a las bajas perspectivas de recuperación de la región en el corto plazo.

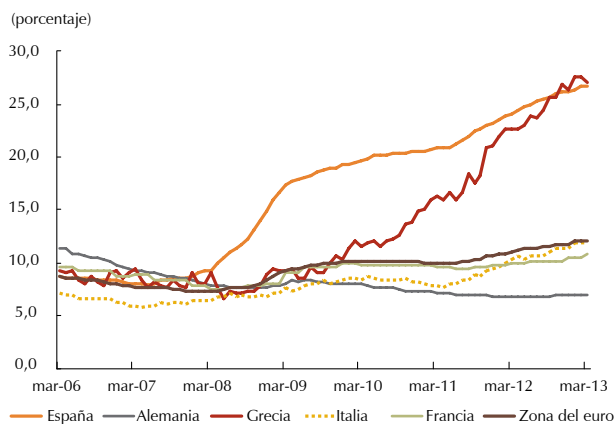
Gráfico 5
PIB real de la zona del euro



Fuente: Datastream.

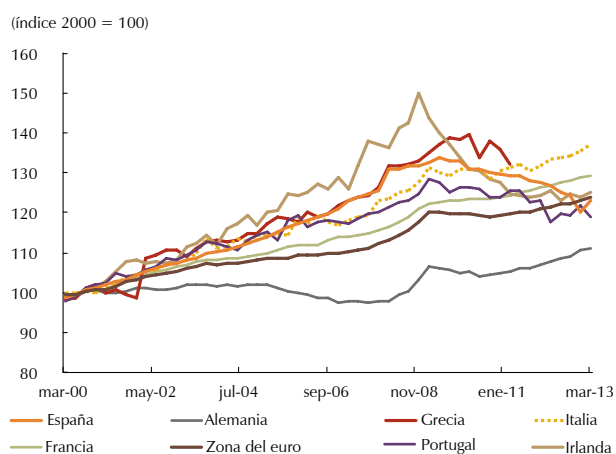
Gráfico 6

A. Tasa de desempleo para algunas economías de la zona del euro



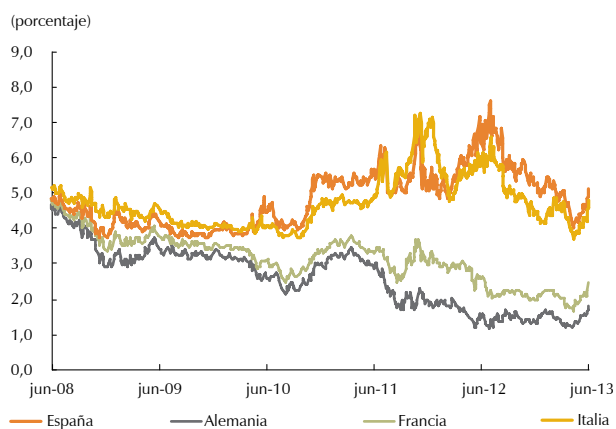
Fuente: Bloomberg.

B. Índice de costos laborales unitarios para algunos países de Europa



Fuente: OCDE.

Gráfico 7
Tasas de interés de los títulos de deuda pública para algunas economías europeas



Fuente: Bloomberg.

Algunas cifras para el segundo trimestre evidenciaron que el ritmo de deterioro de la actividad real se estaría moderando; en este sentido, aunque el crecimiento anual de la producción industrial y de las ventas al por menor se mantuvo en terreno negativo, las cifras mensuales mostraron una leve mejoría. De igual forma, los índices de actividad en los sectores de manufacturas y de servicios evidenciaron una menor contracción. Los datos más favorables provienen de la economía alemana, donde las señales de expansión son claras, situación que estaría contribuyendo al menor deterioro de la región.

A pesar del menor detrimento en algunos indicadores de actividad real, los mercados laborales de la región, y en especial los de los países de la periferia, siguieron deteriorándose (Gráfico 6, panel A). En el mercado de trabajo las diferencias en términos de competitividad son marcadas y Alemania continúa presentando los menores costos laborales unitarios, situación que le favorece al momento de competir en la región (Gráfico 6, panel B).

En términos de política económica, en lo corrido del año las autoridades europeas relajaron nuevamente las condiciones de ajuste fiscal para 2013; adicionalmente, se dieron nuevos tramos de ayuda a Chipre, Portugal y Grecia. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) redujo su tasa de intervención en mayo con el fin de dar un mayor estímulo a la actividad económica. De igual forma, las negociaciones sobre la unión bancaria continuaron con algunos avances sobre el tema de la recapitalización de la banca comercial. Se espera que para finales de 2013 o principios de 2014 el mecanismo único de supervisión comience a funcionar.

En cuanto a las condiciones financieras de la región, en los primeros cuatro meses del año las tasas de los títulos de deuda pública de los países de la periferia, principalmente de España e Italia, siguieron disminuyendo (Gráfico 7), y la fragmentación financiera de la región no se intensificó; por el contrario, algunos flujos de capitales retornaron a las economías de la periferia en los últimos meses o por lo menos redujeron su ritmo de salida. Pese a ello, los bancos comerciales permanecieron renuentes a otorgar préstamos y siguieron endureciendo sus exigencias crediticias (aunque a un menor

ritmo) dadas las bajas perspectivas de crecimiento de la región. En mayo y junio la volatilidad de los mercados financieros globales incrementó las tasas de interés de los títulos de deuda pública de las principales economías europeas, con mayor efecto sobre las periféricas, como España e Italia.

2. Los Estados Unidos

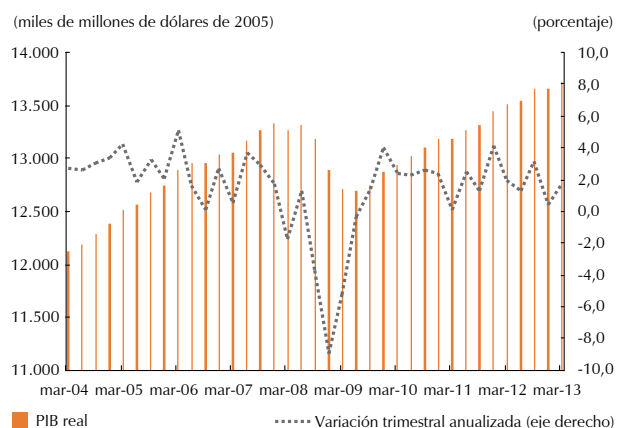
El dinamismo del sector privado en los Estados Unidos habría compensado de manera parcial los efectos contractivos del mayor ajuste fiscal, principalmente durante los primeros meses del año. En este contexto, el crecimiento del PIB durante el primer trimestre fue 1,8% trimestral anualizado (ta), cifra que representa una aceleración con respecto al cuarto trimestre de 2012, cuando la economía creció 0,4% ta (Gráfico 8). Dicha recuperación, aunque menor que la esperada por el mercado y que las estimaciones preliminares, es consecuencia de la expansión favorable del consumo y de la inversión privadas, rubros que aumentaron 2,6% y 7,4% ta, respectivamente. El buen crecimiento de este último agregado responde al mayor gasto en inventarios y en inversión residencial.

Por su parte, las exportaciones, las importaciones y el gasto del gobierno se contrajeron 1,08%, 0,36% y 4,8% ta, respectivamente.

Con información para el segundo trimestre, algunas cifras de la actividad real, como las ventas al por menor y la industria, empezaron a mostrar síntomas de debilitamiento, aunque en términos anuales siguieron creciendo a un ritmo moderado. Por su parte, la confianza de los consumidores evidenció un comportamiento ligeramente positivo, aunque con alguna volatilidad. Lo anterior, junto con la recuperación constante del mercado de vivienda, tanto en precios como en cantidades (aunque todavía desde un nivel relativamente bajo), estaría soportando la idea de que el sector privado continúa expandiéndose de manera modesta. Pese a ello, es importante notar que los efectos del ajuste fiscal, tanto por un menor gasto como por impuestos más altos, deberían tener un mayor efecto en el segundo y tercer trimestres del año, lo que implicaría que en dicho período se presente alguna desaceleración en la tasa de crecimiento del PIB.

En relación con el tema fiscal, es importante recordar que en marzo comenzaron a ser efectivos algunos recortes de gasto (tanto en términos de funcionamiento como en los sociales), lo que, junto con algunos aumentos en los impuestos, ha dado mayor tiempo para que las autoridades solucionen sus diferencias en cuanto al límite de endeudamiento, que se alcanzaría en el segundo semestre del año. De esta forma, para todo 2013 se espera que el déficit público se reduzca de manera significativa.

Gráfico 8
PIB real de los Estados Unidos



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

En los Estados Unidos la caída de la tasa de desempleo ha continuado a un ritmo lento.

Por otra parte, aunque en los últimos meses la tasa de desempleo siguió reduciéndose lentamente, el ritmo de creación de empleo se desaceleró. Lo anterior señalaría que el menor desempleo estaría asociado con una caída de la tasa de participación, explicada por la salida de trabajadores desalentados que completan varios meses sin empleo y cuya duración en este estado limita sus posibilidades de conseguir trabajo, junto con la jubilación adelantada de un grupo importante de personas.

Finalmente, en relación con la política monetaria, la estabilidad de la inflación (en niveles bajos) y el crecimiento moderado de la economía permitieron que la Fed continuara con su política monetaria expansiva. Sin embargo, en junio sus anuncios dejaron abierta la posibilidad de comenzar a reducir de manera gradual su programa de estímulo monetario, siempre y cuando la economía continúe mostrando síntomas de recuperación y el desempleo siga cediendo. Estos anuncios tuvieron un efecto negativo sobre los mercados financieros de algunas economías emergentes y generaron salidas de capitales de estos países. De igual forma, afectaron en alguna medida las tasas de interés internas de largo plazo, entre estas las de los bonos del Tesoro estadounidense y de algunos títulos hipotecarios.

3. Japón

A partir del segundo semestre de 2012 la depreciación del yen se intensificó, ante la expectativa de mayores planes de estímulo en la economía japonesa tanto por parte del gobierno como de la autoridad monetaria. Dichas previsiones se cumplieron con creces en marzo de este año, cuando el banco central anunció un ambicioso plan para dinamizar la economía y, en especial, para interrumpir la deflación por la que atraviesa el país desde hace más de una década.

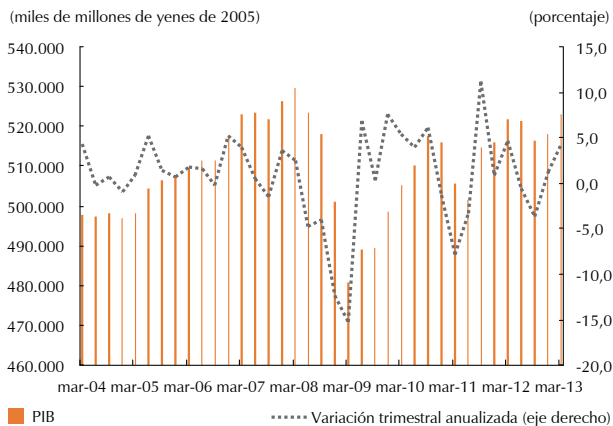
En términos prácticos, el banco central de Japón expandiría su base monetaria a un ritmo superior al de los programas de relajación cuantitativa implementados por la Fed, con el fin de incrementar la inflación hasta un 2% en los próximos años. Asimismo, los anuncios y medidas implementadas pretenden modificar las expectativas de inflación del sector privado, con el fin de que el canal de transmisión de la política monetaria sea más efectivo.

En este contexto, durante el primer trimestre de 2013 el crecimiento de la economía japonesa se aceleró debido a la mayor expansión del consumo de los hogares y la inversión privada (Gráfico 9). De acuerdo con la información disponible en el segundo trimestre, la actividad real habría seguido aumentando. Es así como la industria, aunque continuó contrayéndose en términos anuales, en la comparación mensual completó varios meses con crecimientos positivos. De igual forma, la confianza de los hogares mostró un comportamiento favorable en los últimos meses, situación que estaría ayudando a dinamizar el consumo interno.

Tras los anuncios de la autoridad monetaria japonesa, la depreciación del yen frente al dólar de los Estados Unidos se aceleró, y los mercados financieros

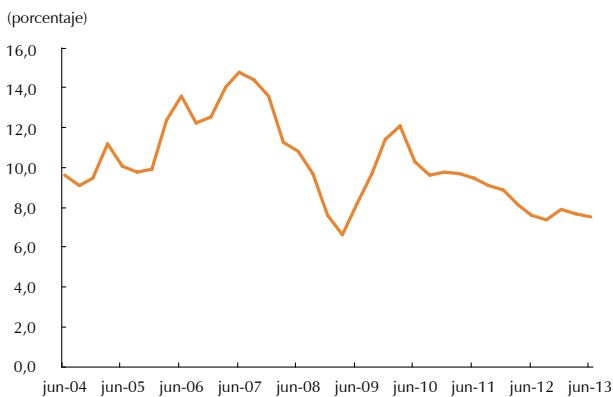
La política monetaria en Japón ha contribuido de manera favorable a la recuperación de su actividad económica.

Gráfico 9
PIB real de Japón



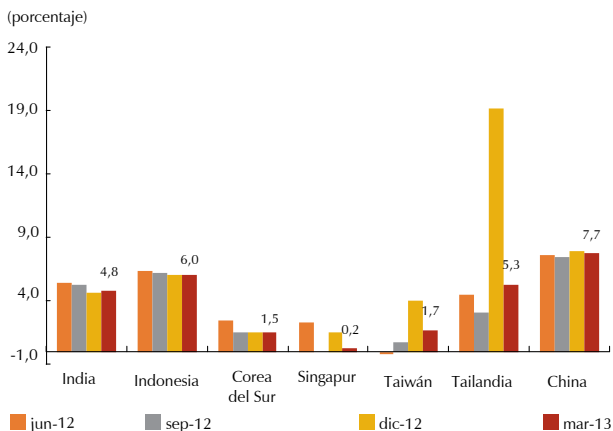
Fuente: Datastream.

Gráfico 10
Variación anual del PIB real de China



Fuente: Datastream.

Gráfico 11
Crecimiento anual del PIB real para algunos países emergentes de Asia



Fuentes: Bloomberg y Datastream.

locales presentaron fuertes valorizaciones. Pese a ello, la euforia de los últimos meses se interrumpió en las primeras semanas de junio ante los anuncios de la Fed.

B. DESEMPEÑO DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES DURANTE EL PRIMER SEMESTRE DE 2013

1. Asia

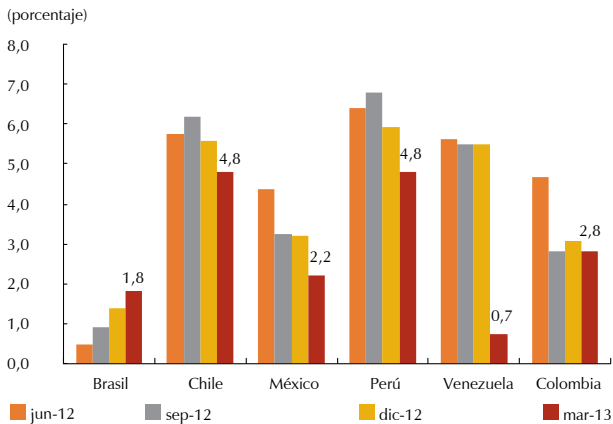
En el caso de las economías emergentes de Asia, el crecimiento de China se desaceleró en el primer semestre del año (Gráfico 10). Pese a ello, la cifra fue superior al objetivo anunciado por las autoridades del país para el presente año, lo que aún no representa un comportamiento que amenace la recuperación de la actividad económica global. Esta situación contribuyó a la caída en los precios internacionales de algunos bienes básicos.

La menor expansión de China, al igual que la debilidad de otras economías, siguió afectando el dinamismo de la región, la cual, aunque se expande a tasas positivas, lo hace a un ritmo inferior al observado en el período 2011-2012. En este contexto, si bien el crecimiento del primer trimestre permaneció en terreno positivo, se desaceleró en varios países (Gráfico 11). Algunas cifras para el segundo trimestre muestran que el comportamiento de la actividad real continúa siendo débil.

2. América Latina

En América Latina el crecimiento del PIB se moderó en el primer trimestre del año, afectado por la debilidad de la demanda externa global, la desaceleración en el gasto interno y por el menor número de días hábiles con respecto al año anterior (Gráfico 12). La caída en los ingresos por exportaciones, provocada por los menores precios internacionales de algunos bienes básicos exportados por la región, al igual que el crecimiento modesto de la demanda externa, continuó afectando el dinamismo de este rubro, al punto que en algunos países completaron varios meses decreciendo en términos anuales. De forma similar, la presencia de

Gráfico 12
Crecimiento anual del PIB real para algunos países de América Latina



Fuente: Datastream.

la Semana Santa en marzo (en vez de abril, como en 2012) y un menor día hábil en febrero (después de un año bisiesto) afectó las cifras de la región en el primer trimestre del año, situación que debería corregirse en el segundo.

En los casos de Chile y Perú el dinamismo de la demanda interna, tanto privada como pública, compensó nuevamente la contracción de las exportaciones. En México la economía se desaceleró en el primer trimestre del año; sin embargo, los analistas esperan que las reformas anunciadas e implementadas por el actual gobierno tengan un efecto favorable sobre el crecimiento de largo plazo de este país. Para este año la expansión del PIB de México se desaceleraría, en parte por el menor crecimiento de los Estados Unidos, generado por su ajuste fiscal.

En Brasil la actividad real continuó recuperándose, aunque a una tasa inferior a la esperada por las autoridades económicas y por los analistas. Esta situación llevó al gobierno a implementar nuevas medidas de estímulo para reactivar la economía. En materia de precios, el aumento de la inflación, la cual se encuentra por encima de la meta, afectó el dinamismo del consumo de los hogares, segmento que en años anteriores sopesó la debilidad de otras ramas. De esta forma, a pesar de la debilidad económica, el banco central incrementó su tasa de referencia para conducir de nuevo la inflación hacia el rango meta.

Por otra parte, el crecimiento de la economía venezolana se desaceleró fuertemente en el primer trimestre del año, situación que se podría profundizar si los precios internacionales del petróleo siguen disminuyendo.

Finalmente, los indicadores de actividad real para el segundo trimestre del año muestran que la expansión habría continuado en Brasil, Chile, México y Perú. Pese a ello, su ritmo de crecimiento estaría siendo un poco más débil en estas economías. Así las cosas, los bancos centrales y los analistas redujeron sus pronósticos para el presente año.

C. PROYECCIONES PARA LO QUE RESTA DE 2013 Y RETOS HACIA FUTURO

Para el resto del año los analistas esperan que la economía global siga expandiéndose a un ritmo moderado, similar al de 2012. En este contexto los países emergentes seguirían dinamizando la actividad económica mundial, aunque menos que lo esperado a comienzos de año. Por su parte, el comportamiento de los países desarrollados continuaría siendo heterogéneo, con un crecimiento moderado en los Estados Unidos y alguna recuperación en Japón y el Reino Unido. En el caso de la

Aunque en 2013 los países emergentes seguirían a la cabeza del crecimiento global, su expansión estaría siendo inferior a la proyectada a comienzos del año.

Si bien la posibilidad de un ajuste desordenado en Europa se ha reducido, la fragilidad de su economía y de su sistema financiero continúa siendo un riesgo para la actividad global.

zona del euro la recesión continuaría, aunque su ritmo de deterioro se moderaría en los próximos trimestres.

El menor crecimiento de las economías emergentes estaría asociado con una recuperación inferior a la esperada en Asia y América Latina, principalmente por la menor expansión de China y Brasil.

Aunque el principal riesgo para la estabilidad económica global sigue siendo el desenvolvimiento de la crisis europea, desde la segunda mitad de 2012 la probabilidad de que se presente un ajuste desordenado en la zona del euro se ha reducido. No obstante, la inestabilidad política y la falta de acuerdos que permitan una mayor integración regional, junto con la demora en la implementación de reformas estructurales, en especial en los países de la periferia, podrían incrementar de nuevo la percepción de riesgo sobre el futuro de la región.

Por otra parte, desde mediados de mayo los mercados financieros globales reaccionaron ante los anuncios de la Fed, los cuales dejaron abierta la posibilidad de comenzar a desmontar de manera gradual el programa de estímulo monetario en los Estados Unidos en los próximos trimestres (véase Recuadro 1, pp. 33-38). Como el retiro de dicho programa se daría por una mejora en los fundamentales económicos de los Estados Unidos, la menor ampliación de la base monetaria no debería tener efectos negativos sobre su actividad real; así, la economía debería crecer a un ritmo sostenido, sin necesidad de la ayuda monetaria.

En el caso de las economías emergentes, el menor aumento de la liquidez global reduciría los flujos de capitales hacia estas economías, principalmente los de corto plazo, e incrementaría sus costos de financiamiento externo. En términos generales, la normalización en las condiciones externas no debería afectar de manera significativa el comportamiento de estos países; sin embargo, si aquella se presenta en un contexto global de débil crecimiento, su situación podría ser menos favorable.

PRECIOS INTERNACIONALES Y COMPORTAMIENTO DE LAS EXPORTACIONES PARA ALGUNAS ECONOMÍAS DE AMÉRICA LATINA

1. Comportamiento de las exportaciones en dólares (2010-2013)

La recuperación de la actividad económica mundial, posterior a la crisis financiera de 2008-2009, favoreció el dinamismo de las exportaciones de América Latina. En efecto, entre 2010 y 2011 la demanda externa global se incrementó, principalmente por el mayor crecimiento de las economías emergentes de Asia; en el mismo período las cotizaciones internacionales de los bienes básicos aumentaron. Así, en

2010 y 2011 los países de la región experimentaron crecimientos anuales de dos dígitos en sus ventas externas en dólares, con tasas superiores a los promedios observados desde 2000 (Cuadro A).

A partir de 2012 la moderación en el crecimiento, tanto de las economías avanzadas como de las emergentes, y en especial de China, como la caída en los precios internacionales de los bienes básicos, han reducido el dinamismo de las ventas externas de la región. Adicional a la menor

Cuadro A
Variación anual de las exportaciones nominales

	Argentina	Brasil	México	Chile	Colombia	Ecuador	Perú
2010	22,5	32,0	29,9	28,2	20,9	26,2	31,6
2011	23,3	26,8	17,1	14,6	43,3	27,6	30,6
2012	(3,7)	(5,3)	6,1	(3,9)	5,9	6,5	(0,1)
2013 ^{a/}	4,4	(4,7)	0,2	0,9	(6,3)	(2,3)	(12,6)
Promedio de 2000 a 2013 ^{b/}	11,1	14,3	7,8	17,8	14,7	16,3	11,9

a/ Cifras a mayo.

b/ El promedio de Chile comienza desde 2004 y el de Perú desde 2007.

Fuente: Datastream.

demanda, factores de oferta también han contribuido a explicar el descenso de los precios internacionales de algunos bienes básicos.

Según la estructura comercial de las exportaciones de algunas economías de América Latina, es posible clasificar los países en tres grupos: exportadores de alimentos (Argentina y Brasil), de manufacturas (Brasil y México), y de bienes mineroenergéticos (Chile, Colombia, Ecuador y Perú). En relación con estas últimas, sus ventas externas no se concentran en los mismos bienes básicos; mientras que Chile y Perú exportan una gran proporción de cobre, Colombia y Ecuador lo hacen de petróleo (Cuadro B).

2. Comportamiento de los precios internacionales de los bienes básicos

Entre finales de 2008 y comienzos de 2011 los índices agregados para ciertos grupos de bienes básicos tuvieron una tendencia alcista, posteriormente mostraron alguna disminución (Gráfico A). La caída más fuerte se ha dado en metales preciosos, especialmente por el comportamiento en las cotizaciones del oro y la plata; de forma similar, las de carbón han descendido de manera sostenida, y a pesar de la recuperación de 2009-2011 nunca alcanzaron los niveles previos a la crisis. Igualmente, aunque en menor medida, los precios del petróleo y el cobre también han disminuido en los últimos

trimestres (Gráfico B). Claramente, parte de la caída en las exportaciones de la región está explicada por los menores precios internacionales de estos bienes.

3. Condiciones de oferta y demanda en los mercados de bienes básicos

Con el fin de explicar con más detalle la caída en los precios internacionales de algunos bienes básicos, a continuación se describe brevemente el comportamiento de sus fundamentales, de acuerdo con los informes de The Economist Intelligence Unit.

- **Petróleo:** para 2013 los analistas esperan un crecimiento moderado de la demanda, debido a que el consumo de las principales economías desarrolladas no se incrementaría sustancialmente, y a la desaceleración esperada de China. Por el lado de la oferta, el incremento en la producción de petróleo por parte de los Estados Unidos y Canadá estaría apoyando su independencia energética en el mediano plazo, situación que reduciría las presiones de demanda en los mercados globales. De igual forma, se espera que las condiciones de transporte desde el interior de los Estados Unidos hacia la costa sigan normalizándose, por lo que la diferencia entre los precios de referencias WTI y Brent debería cerrarse en el mediano plazo; esta situación también tendría algún

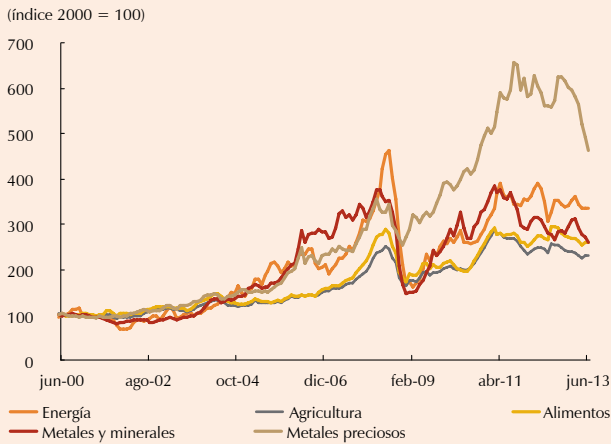
Cuadro B
Participación en las exportaciones totales

	Chile	Colombia		Ecuador	Perú	
	Cobre	Petróleo	Carbón	Petróleo	Minerales	Oro
2009	52,5	30,8	16,6	44,2	60,3	25,7
2010	57,8	41,5	15,2	51,0	60,7	22,2
2011	54,8	49,7	14,8	52,8	58,8	22,1
2012	53,8	52,6	12,9	53,1	56,6	20,9
2013 ^{a/}	49,7	56,4	9,2	53,5	55,5	21,1

a/ Datos a abril.

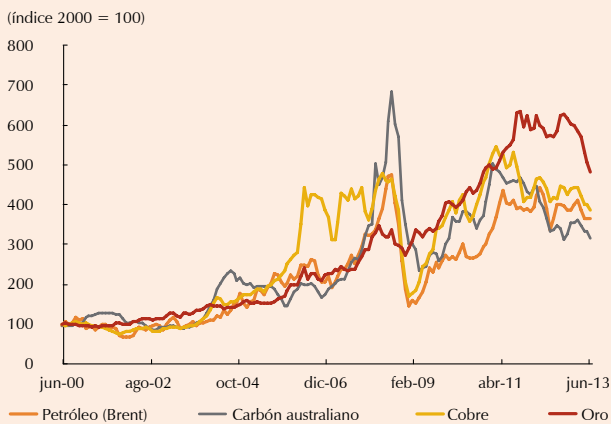
Fuente: Datastream.

Gráfico A
Índices de precios internacionales



Fuente: Banco Mundial.

Gráfico B
Índices de precios internacionales para algunos bienes básicos



Fuente: Banco Mundial.

efecto sobre las cotizaciones internacionales. Así las cosas, tanto las actuales condiciones de oferta como las de demanda no impulsarían un aumento en los precios internacionales del crudo, a menos que se intensifiquen las tensiones en Medio Oriente.

- Carbón: las condiciones de demanda continuarían relativamente estables, a pesar del menor crecimiento global. En este sentido, los altos precios del gas estarían favoreciendo las condiciones de demanda de dicho bien. En relación con la oferta, a partir de 2012 los excesos de producción han mantenido débiles los precios internacionales. Sin embargo, las menores cotizaciones han disminuido los incentivos para seguir aumentando la producción, por lo que las caídas en los precios podrían reducirse en los próximos trimestres.
- Cobre: los precios internacionales cayeron 10% en 2012 debido al menor crecimiento de China, situación que ha continuado en lo corrido de 2013. Para el resto

del año y para 2014 se espera que las condiciones de demanda mejoren, situación que favorecería en alguna medida las cotizaciones externas. Pese a ello, no se espera que lleguen a los máximos de años anteriores, aunque se mantendrían en niveles relativamente altos.

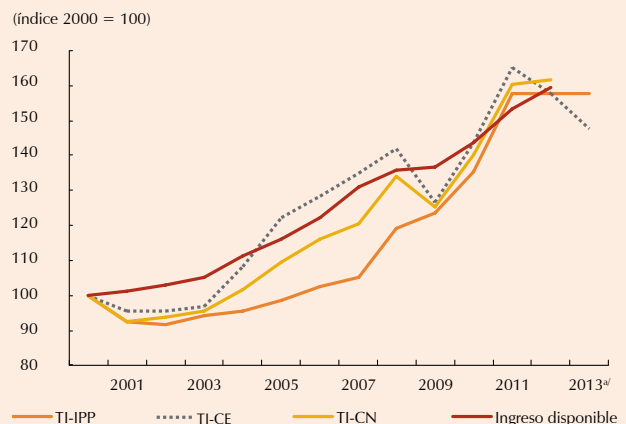
- Oro: la demanda por inversión ha caído desde finales de 2012, debido a precios más bajos, mientras que su consumo final (lujo) ha aumentado. La menor demanda de inversión y la ampliación de la oferta por la mayor capacidad instalada podrían llevar a menores precios del oro en 2013 y 2014.

4. Términos de intercambio

Los términos de intercambio (TI) se definen como el cociente entre el precio de las exportaciones de un país (PX) y el precio de sus importaciones (PM). Esta relación refleja la capacidad de compra que tienen los productos internos que se venden en el extranjero en términos de los bienes que se compran a otros países. Así, los TI son un determinante importante del ingreso disponible de la economía y de las decisiones de ahorro y consumo de los hogares, variables cruciales en los análisis de política económica (Gráfico C).

En Colombia se tienen tres medidas de TI, las cuales surgen a partir de la fuente de donde se toman los precios de las exportaciones e importaciones: cuentas nacionales (TI-CN), índice de precios del productor (TI-IPP) y los precios implícitos en las cifras de comercio exterior (TI-CE). A pesar de las caídas en los precios internacionales (especialmente del carbón, café, ferróníquel y oro), como se observa en el Gráfico C, las diferentes medidas de TI no han descendido significativamente, por lo que el poder adquisitivo de las ventas externas del país se mantiene en niveles altos. Lo anterior, como consecuencia de unas cotizaciones del petróleo que

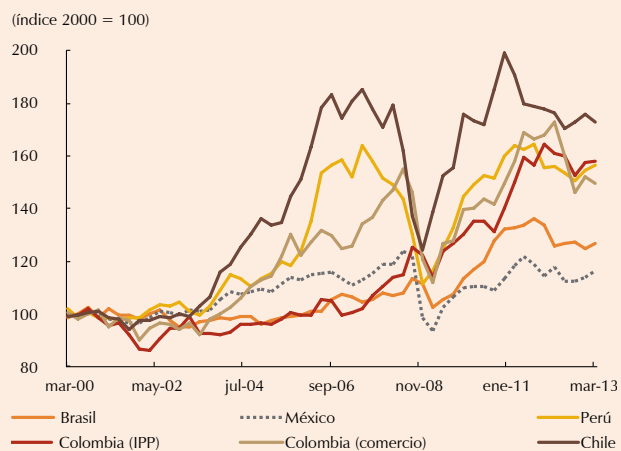
Gráfico C
Índices de términos de intercambio de Colombia e ingreso nacional



a/ Datos promedio a abril.
Fuentes: DANE y Banco de la República.

siguen elevadas y por unos precios de algunos bienes importados que se han reducido. En otros países exportadores de bienes básicos como Perú y Chile, la tendencia de sus TI es similar a la colombiana (Gráfico D).

Gráfico D
Índices de términos de intercambio para algunos países de América Latina



Recuadro 1

POSIBLES IMPLICACIONES DE LA NORMALIZACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DE LOS ESTADOS UNIDOS SOBRE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

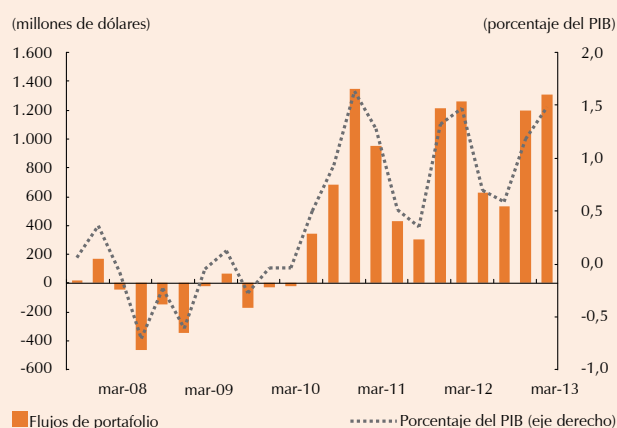
La política monetaria expansiva de los Estados Unidos y de otras economías desarrolladas en respuesta a la crisis financiera internacional de 2008-2009 no solo contribuyó a restablecer el funcionamiento de los mercados financieros y a reducir los costos de financiamiento de largo plazo en esos países, sino que también tuvo efectos importantes en las economías emergentes (EE) mediante diferentes mecanismos. La amplia liquidez internacional y las tasas de interés en niveles históricamente bajos estimularon los flujos de capital hacia las EE, redujeron la percepción de riesgo, acentuaron la dinámica del crédito, presionaron al alza los precios de los activos reales y financieros y agudizaron la apreciación de las monedas de estas economías.

Las distintas rondas de relajamiento cuantitativo de la política monetaria en los Estados Unidos tuvieron un efecto importante en los flujos de portafolio hacia las EE, como respuesta a las bajas primas de riesgo y a los crecientes diferenciales de tasas de interés. En el caso colombiano, dichos flujos pasaron de ser insignificantes o negativos antes de 2010, a magnitudes trimestrales que superaron, en algunas ocasiones, el 1,5% del PIB (Gráfico R1.1)

Como resultado, el mercado de varios instrumentos financieros, como bonos y acciones, tanto en Colombia como en otros países de América Latina experimentaron aumentos de precios debido a la creciente demanda originada por la mayor participación de inversionistas extranjeros.

Es así como, por ejemplo, las curvas de rendimiento de los bonos de deuda pública en varios países de América Latina entre el 13 de septiembre de 2012 y el 30 de abril de 2013

Gráfico R1.1
Inversión extranjera de portafolio en Colombia



Fuentes: DANE y Banco de la República.

(Gráfico R1.2 y Cuadro R1.1), después del anuncio de la tercera ronda de relajamiento cuantitativo (QE3) por parte de la Fed¹, se valorizaron, con excepción de Perú, donde la curva se empinó² por factores internos³. En el caso colombiano, la curva de deuda pública en moneda local se aplanó 41 pb no solo por el efecto del anuncio de la política monetaria en los Estados Unidos, sino por la aprobación de la reforma tributaria que presentó una reducción en el impuesto a la inversión extranjera de portafolio⁴, junto con una importante caída en la inflación observada (que llegó a ubicarse por debajo del rango meta) y en sus expectativas.

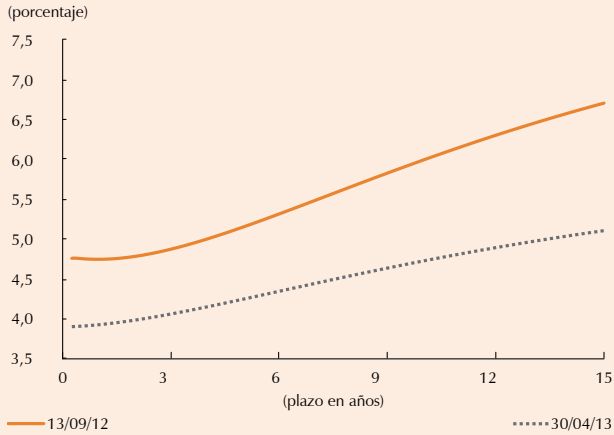
Por otra parte, dado un ambiente de abundante liquidez internacional y de mejores perspectivas de crecimiento de las EE frente a las economías desarrolladas, los flujos de inversión directa hacia las primeras también se vieron impulsados. Para los países exportadores de bienes básicos los altos niveles en los términos de intercambio explican, igualmente, el buen comportamiento de este tipo de inversión.

El incremento de los flujos de capital, unido a tasas de interés bajas, permitieron una rápida expansión del crédito en muchas EE. Incluso, los déficits en cuenta corriente se ampliaron, lo que evidencia el importante aumento del gasto interno en estas economías. De este modo, el nivel de endeudamiento creció de manera importante en algunos países, lo que llevó a que algunas autoridades tomaran medidas macroprudenciales. Por último, el fuerte flujo de capitales hacia las EE tuvo como consecuencia la apreciación del tipo de cambio de estas economías.

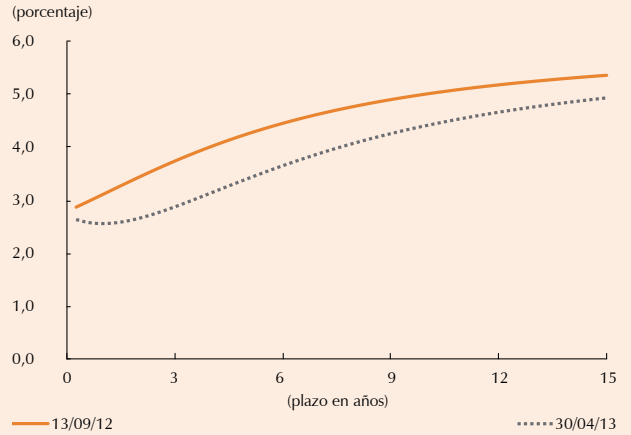
- 1 En septiembre de 2012 la Fed comunicó que la tasa de interés de referencia se mantendría en niveles excepcionalmente bajos hasta mediados de 2015, y que compraría activos hipotecarios por US\$40 billones (b) mensuales, además de continuar con la operación *twist* al menos hasta diciembre de 2012, con lo cual compraría títulos por un total US\$85 b mensuales.
- 2 Un empinamiento de la curva se da cuando las tasas de interés de los activos de corto plazo caen, mientras que las de largo plazo aumentan. Al movimiento contrario se le conoce como aplanamiento.
- 3 Se refieren a la fuerte entrada de extranjeros al mercado de bonos frente a la poca volatilidad en el mercado cambiario y un arbitraje en el mercado de *forwards* y *cross currency swaps*.
- 4 El porcentaje de participación de extranjeros respecto al *stock* total en el mercado de deuda pública interna pasó de 3,6% en enero a 4,6% a mediados de junio de 2013. Esto equivale a un incremento de \$2 b. Cabe resaltar que la mayor participación de extranjeros se ha registrado en el tramo largo de la curva de rendimientos.

Gráfico R1.2
Curva *spot* de Latinoamérica y los Estados Unidos
(13 de septiembre de 2012 a 30 de abril de 2013)

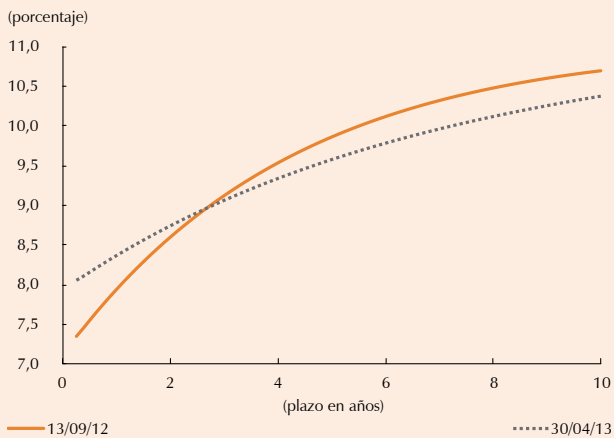
A. México



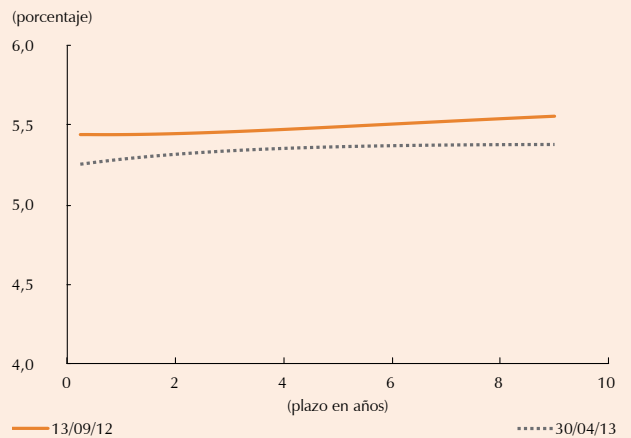
B. Perú



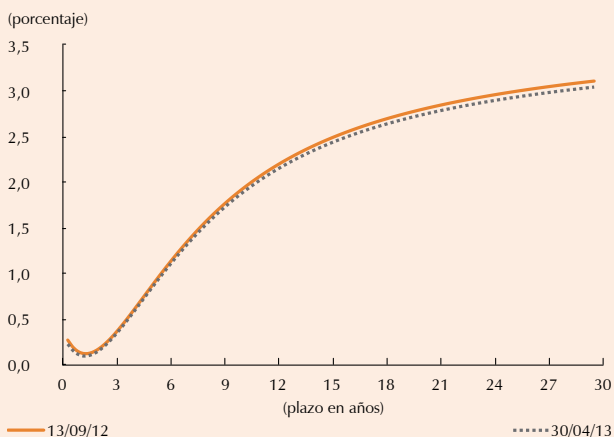
C. Brasil



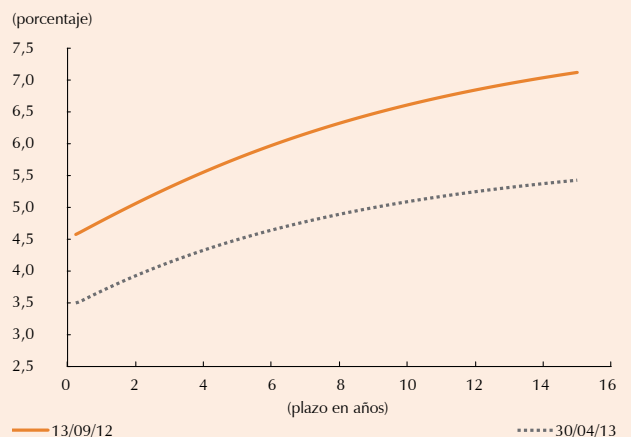
D. Chile



E. Estados Unidos



F. Colombia



Nota: las curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson y Siegel.
a/ Para Chile y Brasil el spread es el de 9 a 1 año y 10 a 1 año, respectivamente.
Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

Cuadro R1.1
Evolución de la curva cero cupón y cambios observados
(13 de septiembre de 2012 a 30 de abril de 2013)

	Evolución de la curva cero cupón por tramos			Cambios en la tasa de política monetaria (pb)
	Tramo corto (0 a 2 años)	Tramo medio (2 a 5 años)	Tramo largo (5 a 15 años)	
México	(82,2)	(84,1)	(126,8)	(50)
Perú	(67,6)	(85,9)	(60,8)	0
Brasil ^{a/}	40,2	(13,2)	(34,3)	0
Chile ^{a/}	(15,4)	(12,1)	(15,2)	0
Estados Unidos	(3,7)	(2,0)	(3,9)	0
Colombia	(110,7)	(120,9)	(151,3)	(150)

	Cambios observados		
	Nivel	Pendiente	Curvatura
México	(128,12)	(108,08)	83,38
Perú	(59,03)	24,19	(45,01)
Brasil ^{a/}	(6,36)	(78,49)	(63,44)
Chile ^{a/}	(12,64)	(4,73)	(0,54)
Estados Unidos	(3,43)	0,14	5,30
Colombia	(134,85)	(40,59)	20,17

Nota: las curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson y Siegel.
a/ Para Chile y Brasil el *spread* es el de 9 a 1 año y 10 a 1 año, respectivamente.
Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

Así como las EE fueron altamente impactadas por la política monetaria expansionista de las economías desarrolladas, los efectos de esta en los Estados Unidos y en otras economías desarrolladas también podrían ser significativos. Estudiar sus implicaciones es importante para los responsables de política de las EE en la coyuntura actual, puesto que la Fed ha anunciado la posibilidad de empezar a retirar gradualmente los estímulos monetarios, posiblemente hacia finales de 2013, ante las mejores perspectivas del crecimiento económico y del mercado laboral en ese país.

El inicio del retiro del estímulo monetario estadounidense podría producir un proceso de normalización de las condiciones financieras internacionales. En este sentido, ante menores perspectivas de liquidez internacional los inversionistas extranjeros pueden empezar a rebalancear sus portafolios. Los efectos para las EE de este rebalanceo serían una salida de capitales, que podría llevar a un aumento en los costos de financiamiento externo, a una corrección en los precios de algunos activos y a una depreciación del tipo de cambio.

Esto es lo que comenzó a observarse en la última semana de mayo y durante junio en buena parte de las EE. Luego de la reunión de la Fed, entre el 30 de abril y el 1 de mayo los agentes del mercado empezaron a descontar una posible

terminación gradual del QE antes de lo esperado⁵. Estas expectativas se incrementaron luego de que se publicaran las minutas de la reunión el 22 de mayo y de que el Director de la Fed, Ben Bernanke, presentara su discurso frente al Congreso⁶. La mayoría de economías emergentes registraron depreciaciones de sus monedas, sus índices accionarios retrocedieron y los bonos de deuda pública interna presentaron fuertes desvalorizaciones. Las primas de riesgo también presentaron incrementos importantes. Específicamente, los bonos de todos los plazos de los países de la región y de los Estados Unidos, con excepción de los tramos corto y medio

5 Debido a que durante la reunión se afirmó que la institución estaba preparada para aumentar o disminuir el ritmo de sus compras en función de los cambios en las perspectivas del mercado laboral y de la inflación.

6 En primer lugar, en las minutas se afirmó que varios miembros del comité expresaron la disposición para ajustar el flujo de compras en la reunión de junio, si la información económica recibida en esa fecha llegase a mostrar evidencia suficiente de un crecimiento sostenido. Posteriormente, Bernanke afirmó que retirar el estímulo monetario prematuramente podría desacelerar o frenar la recuperación económica estadounidense, pero que si se llegase a observar una mejora económica continua y sostenible, en las próximas reuniones se podría reducir el ritmo de compra de activos.

de Chile⁷, y el corto de Perú, registraron importantes desvalorizaciones. Adicionalmente, las curvas de rendimiento de todos los países se empujaron. Brasil presentó la mayor desvalorización en la curva de referencia, al tiempo que registró un aumento de 50 pb en su tasa de política monetaria (Gráfico R1.3 y Cuadro R1.2). Colombia presentó la segunda mayor desvalorización de la curva, comportamiento que pudo estar afectado por el contexto local, debido al proyecto de decreto presentado a finales de abril para modificar el cálculo de la rentabilidad mínima de los fondos de pensiones, que incentivaría la recomposición de su portafolio hacia activos externos. La curva desde el 2 de mayo al 12 de junio se empujó 135,2 pb.

La magnitud de los ajustes que sobrevengan más adelante dependerá de varios factores. Si el ajuste de la política monetaria en las economías desarrolladas se da de manera gradual, tal como lo ha dejado entrever la Fed, en un contexto de recuperación de su demanda agregada y de su mercado laboral, para algunas EE los efectos de la menor holgura financiera internacional podrían ser de alguna manera compensados por una demanda global más fuerte, que impulsaría el sector exportador. En las EE donde el ingreso por exportaciones es importante, la recuperación del crecimiento en los Estados Unidos tendría efectos sobre la demanda agregada, vía el impulso que generaría la demanda de este país. Así, el impacto del alza de las tasas de interés de corto y largo plazos en los Estados Unidos, y la posible corrección en las primas de riesgo, podría compensarse en alguna medida gracias a un mayor volumen de exportaciones.

El período de holgura monetaria mundial se dio acompañado de un aumento importante en los precios de los bienes básicos. El incremento de estas cotizaciones se puede explicar, entre otros factores, por una mayor demanda mundial por este tipo de bienes, aunque las condiciones de amplia liquidez internacional pudieron haber influenciado igualmente los mercados de materias primas, afectando los precios. De esta manera, una postura monetaria menos expansiva podría reducir los términos de intercambio de las economías que exportan bienes básicos, si no hay una mayor demanda que compense el efecto monetario.

Por otra parte, la gradualidad del ajuste no provocaría una volatilidad en los mercados financieros tal que pudiera exacerbar los efectos reales. Las mejores perspectivas de la economía global, asociadas con mayores tasas de interés de largo plazo, podrían incluso en el mediano plazo incentivar de nuevo los flujos de capitales hacia las EE.

Un segundo factor que determinaría la magnitud en las EE del efecto del ajuste monetario son las medidas de política

económica que se tomaron durante el período de alta liquidez para evitar la formación de vulnerabilidades macroeconómicas. En aquellas EE donde el rápido crecimiento del crédito y del gasto agregado fue apalancado en buena parte con capitales extranjeros, la disminución de estos recursos y el aumento de los *spreads* como resultado de la menor holgura financiera internacional pueden provocar un ajuste real bastante brusco, sin que las autoridades económicas tengan mucho margen de maniobra para suavizarlo. Por el contrario, donde se tomaron medidas macroprudenciales para controlar la rápida expansión del crédito y del precio de los activos financieros, los responsables de política pueden relajar algunas de estas medidas, actuando de forma contracíclica para atenuar con ello el efecto del choque externo.

Aquel impacto podría empeorar si la política monetaria no tiene mucho espacio para actuar de manera contracíclica. Esto se presenta cuando una alta inflación y/o desbalances cambiarios que fueron acumulados durante el período previo de auge, condicionan el relajamiento de la política monetaria, pues se compromete la estabilidad financiera y de precios.

Por último, la política fiscal puede contribuir también a suavizar el choque, siempre y cuando las cuentas fiscales lo permitan, sin comprometer la sostenibilidad fiscal de mediano plazo.

De acuerdo con lo expuesto, en un escenario donde el ajuste de la política monetaria de los países desarrollados sea gradual, la vulnerabilidad de la economía colombiana sería relativamente baja.

Por una parte, la flexibilidad del tipo de cambio, junto con una estricta regulación de la exposición cambiaria de los intermediarios financieros, ha mantenido controlados los descalces cambiarios y de plazos. Igualmente, las expectativas de inflación locales han permanecido alrededor de la meta de largo plazo: 3%. Esto permitiría que la política monetaria actúe de manera contracíclica, si fuera necesario.

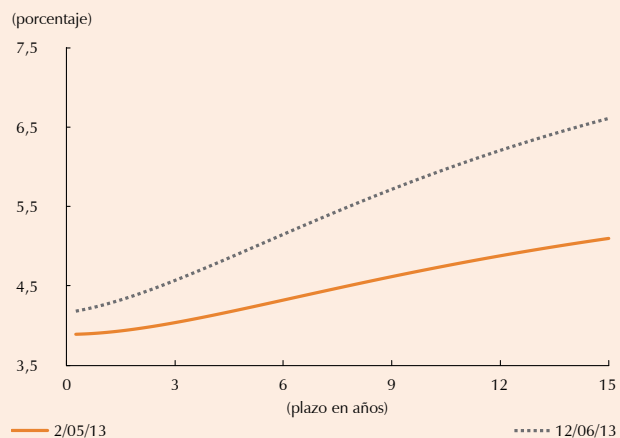
La política de acumulación de reservas internacionales ha permitido tener indicadores de liquidez externa adecuados, que han sido reforzados por la renovación de la línea de crédito flexible con el FMI. Igualmente, la posición fiscal del Gobierno es robusta, con un superávit fiscal consolidado del 0,45% del PIB en 2012 y con una deuda pública no financiera de 25% del PIB.

Por otra parte, las autoridades económicas colombianas ejecutaron algunas medidas macroprudenciales en el período de auge, las cuales limitaron el incremento de las vulnerabilidades macroeconómicas. Por un lado, el Banco de la República, con una postura monetaria menos expansiva durante 2012, logró las condiciones necesarias para que el crédito se equilibrara, mientras que la Superintendencia Financiera

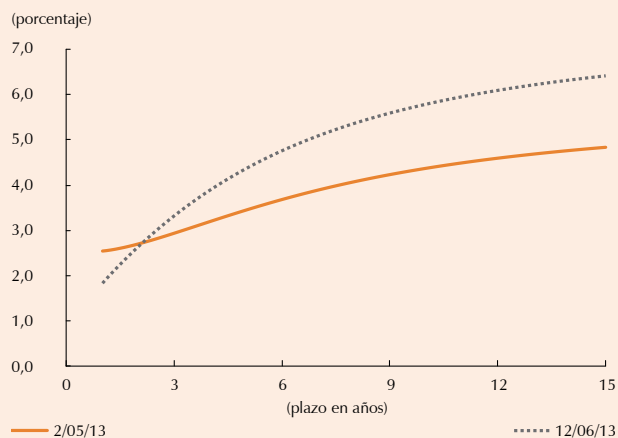
7 Se esperaba que el Banco Central de Chile redujera su tasa de política en 25 pb en julio de 2013.

Gráfico R1.3
Curva spot de Latinoamérica y los Estados Unidos
(12 de mayo de 2013 a 12 de junio de 2013)

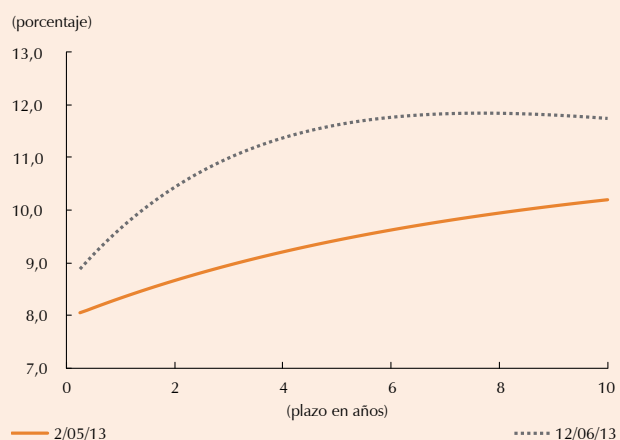
A. México



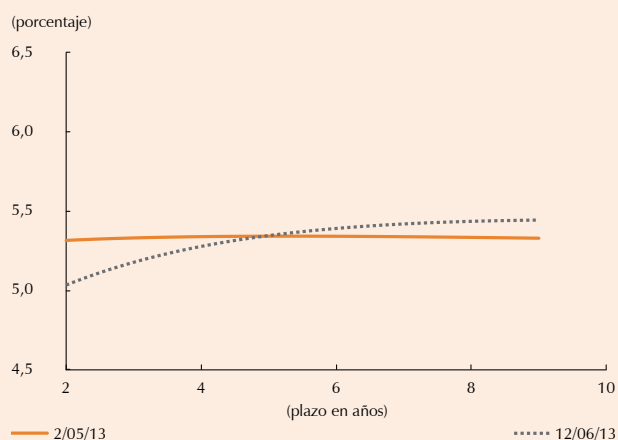
B. Perú



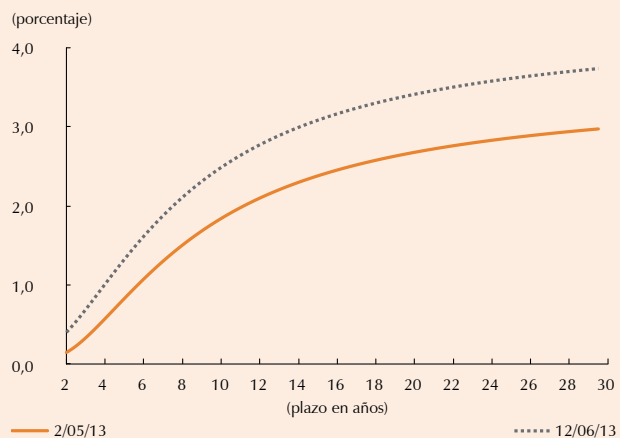
C. Brasil



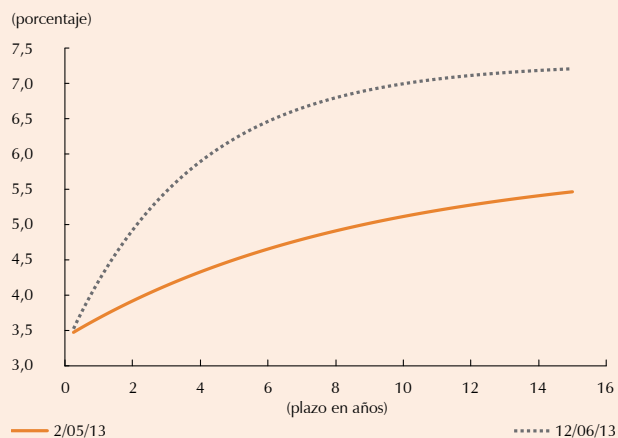
D. Chile



E. Estados Unidos



F. Colombia



Nota: las curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson y Siegel.
a/ Para Chile y Brasil el spread es el de 9 a 1 año y 10 a 1 año, respectivamente.
Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

Cuadro R1.2
Evolución de la curva cero cupón y cambios observados
(2 de mayo a 12 de junio de 2013)

	Evolución de la curva cero cupón por tramos			Cambios en TPM (pb)
	Tramo corto (0 a 2 años)	Tramo medio (2 a 5 años)	Tramo largo (5 a 15 años)	
México	36,0	59,3	116,8	0
Perú	(37,3)	55,1	137,3	0
Brasil ^{a/}	135,3	208,7	191,8	50
Chile ^{a/}	(44,4)	(10,4)	7,7	0
Estados Unidos	3,2	36,0	62,3	0
Colombia	44,1	138,6	179,3	0

	Cambios observados		
	Nivel	Pendiente	Curvatura
México	112,81	149,14	(59,70)
Perú	119,66	187,81	86,64
Brasil ^{a/}	192,39	46,01	103,61
Chile ^{a/}	5,34	37,02	15,79
Estados Unidos	51,28	63,16	(30,25)
Colombia	120,69	135,18	60,48

Nota: las curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson y Siegel.
a/ Para Chile y Brasil el spread es el de 9 a 1 año y 10 a 1 año, respectivamente.
Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

dispuso provisiones temporales para aquellas entidades que mantuvieran cambios positivos en la tasa de crecimiento de su cartera vencida de consumo. Así, las acumulaciones de desequilibrios en el gasto y financieros se han contenido, por lo que la mayoría de los agentes de la economía están en una buena posición para resistir condiciones externas menos favorables.

Vale la pena resaltar un riesgo importante que podría tener la economía colombiana. Buena parte de las entradas de capital extranjero en Colombia son por inversión extranjera directa (IED), la mayoría destinada a los sectores de minería y petróleo. En estas circunstancias, una política monetaria global menos expansiva podría afectar a la economía, principalmente mediante sus efectos en el sector de la energía. Como se mencionó, en el escenario de una menor liquidez internacional y con una débil demanda global por este

tipo de bienes, los precios podrían disminuir, lo que puede hacer que varios proyectos de inversión mineros dejen de ser rentables. Esto reduciría la IED y la inversión física, con efectos negativos sobre la demanda y la producción agregada. Al mismo tiempo, el crecimiento del ingreso nacional podría disminuir, lo que debilitaría la demanda interna.

Por último, otro efecto importante que tendría este escenario se daría sobre la situación fiscal del país, pues podrían caer fuertemente los ingresos originados en las actividades de petróleo y minería. El nuevo régimen de regalías y la regla fiscal que entrará en vigencia en 2014 es un componente importante de la respuesta institucional para aumentar el esfuerzo de ahorro de los ingresos fiscales relacionados con los provenientes de las materias primas, reduciendo la vulnerabilidad de las finanzas públicas ante este tipo de choques.

Recuadro 2 SISTEMAS FINANCIEROS CENTROAMERICANOS

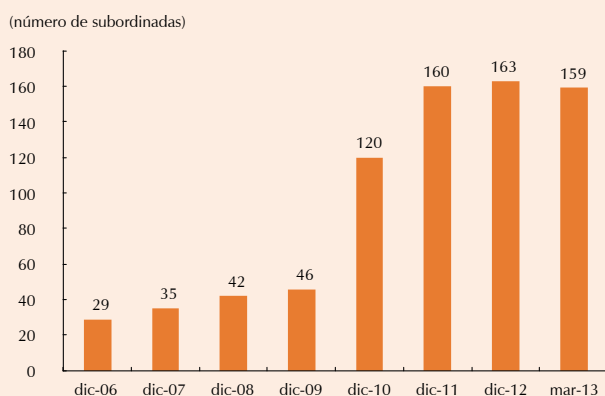
1. Participación de los conglomerados financieros colombianos en Centroamérica

En años recientes los conglomerados financieros colombianos¹ (CFCO) han tenido una expansión significativa en el exterior. Mientras que en diciembre de 2006 estos tenían un total de 29 subordinadas foráneas, a marzo de 2013 la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) identificó 159 (Gráfico R2.1), de las cuales 103 están localizadas en Panamá, El Salvador, Costa Rica, Guatemala, Honduras y Nicaragua (Cuadro R2.1).

Entre diciembre de 2006 y marzo de 2013 las principales expansiones de los CFCO en el exterior fueron producto de las adquisiciones de Banco Agrícola (El Salvador) y HSBC (Panamá) por Bancolombia, BAC Credomatic por Banco de Bogotá, HSBC en Centroamérica y el Caribe por Davivienda, y el grupo ING en diferentes países de América Latina por el Grupo Suramericana. Desde 2007 hasta 2012 el sector financiero colombiano invirtió cerca de US\$8.159 millones (m) para alcanzar dicha expansión.

A marzo de 2013 los activos de las subordinadas foráneas de los CFCO alcanzaron los US\$41,1 miles de millones (mm) (Gráfico R2.2, panel A), cifra que representa el 19,6% de los activos totales de los establecimientos de crédito en Colombia (Gráfico R2.2, panel B), y que es significativamente

Gráfico R2.1
Número de subordinadas foráneas de los CFCO en el tiempo



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

1 Para propósitos de supervisión se entiende por conglomerado financiero el conjunto de entidades vigiladas por la SFC y sus filiales y subsidiarias en el exterior que ejerzan la actividad financiera, bursátil y/o aseguradora, entre quienes existen vínculos de propiedad por tener un mismo beneficiario real controlante (Circular Externa 042 de 2009 de la SFC).

Cuadro R2.1
Distribución de las subordinadas de los CFCO por región geográfica y país

Región geográfica	País	Marzo de 2013
Centroamérica y el Caribe	Panamá	33
	El Salvador	23
	Costa Rica	21
	Guatemala	11
	Honduras	9
	Nicaragua	6
	Islas Caimán	6
	Islas Vírgenes Británicas	3
	Bahamas	2
	República Dominicana	1
América del Norte	Barbados	1
	Puerto Rico	1
	México	8
América del Sur	Estados Unidos	4
	Chile	10
Europa	Perú	12
	Uruguay	1
Europa	Holanda	6
	España	1
Total		159

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

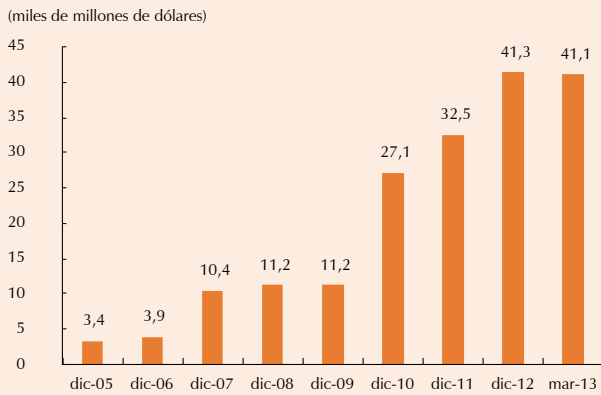
más alta que el 5,8% registrado a finales de 2005 (Gráfico R2.2, panel C). Cabe anotar que entre diciembre de 2006 y el mismo mes de 2012 los activos de las subordinadas en el extranjero crecieron en promedio a una tasa nominal anual de 54,2%, mientras que los de las entidades locales lo hicieron al 20,2%.

El patrimonio de las subordinadas se ha incrementado significativamente en años recientes, y ha pasado de representar el 12,5% del activo total en diciembre de 2005 a 31,9% en el mismo mes de 2012. Esto significa que desde 2005 el crecimiento del activo ha estado acompañado por un mayor aumento en el patrimonio y, por esta razón, ha representado un decrecimiento en la razón de apalancamiento (activo/patrimonio) de más de ocho veces en 2005 a cerca de tres veces en 2012 (Gráfico R2.3).

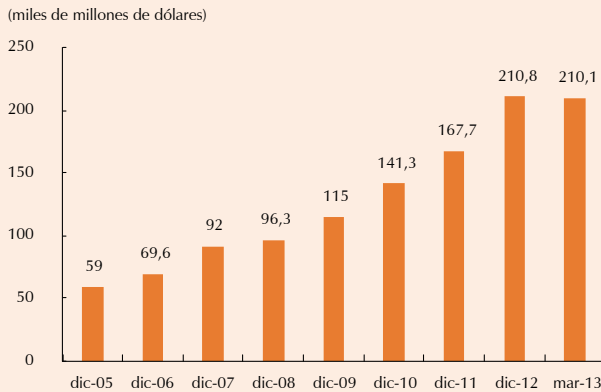
Dada la relevancia de Centroamérica para los CFCO, es importante calcular la proporción de activos que estas entidades tienen en el sistema bancario de cada país en la región.

Gráfico R2.2
Valor de los activos de las subordinadas de los CFCO y de los establecimientos de crédito en Colombia

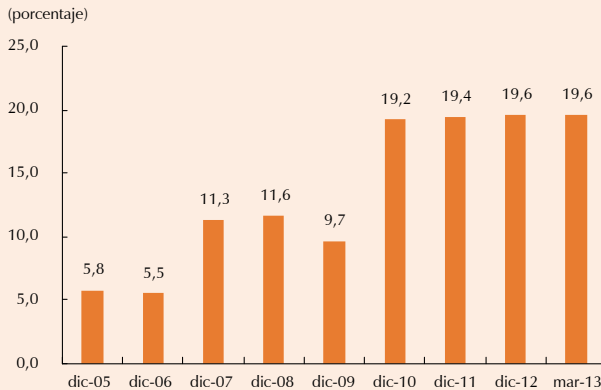
A. Subordinadas foráneas de los COFC



B. Establecimientos de crédito en Colombia

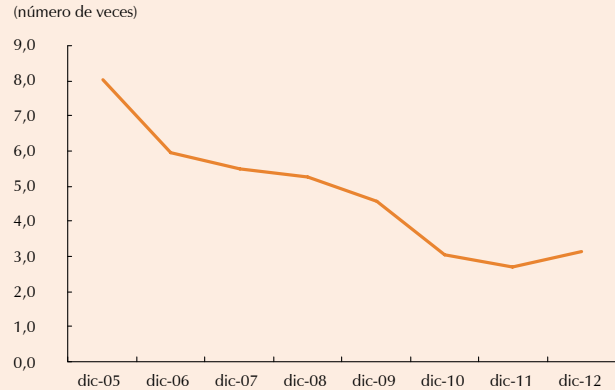


C. Proporción de los activos de las subordinadas en el total de los establecimientos de crédito



Nota: la conversión a dólares se hizo usando la TRM del último día del período.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R2.3
Razón de apalancamiento de las subordinadas de los CFCO



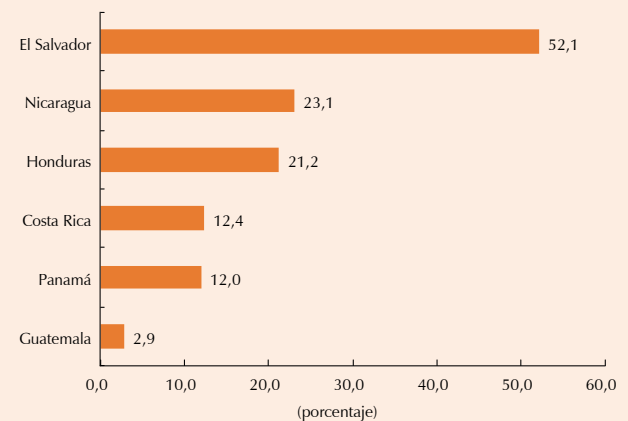
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Como se puede observar en el Gráfico R2.4, a marzo de 2013 la proporción más alta fue en El Salvador (52,1%), seguida por la de Nicaragua (23,1%), Honduras (21,2%) y Costa Rica (12,4%). A pesar de que Panamá mantiene el mayor número de entidades subordinadas (33), la proporción de sus activos en el sistema bancario panameño es 12%, cerca de la mitad de las cifras para Nicaragua y Honduras, donde no hay más de diez entidades subordinadas.

2. Evolución de los sistemas financieros centroamericanos

A febrero de 2013 el ritmo de crecimiento de la cartera de los países centroamericanos continúa mostrando niveles positivos, aunque ligeramente inferiores a los observados durante el segundo semestre de 2012. Para esta fecha, Nicaragua exhibió la tasa de crecimiento real anual más alta

Gráfico R2.4
Razón entre los activos bancarios individuales de las subordinadas y el total de activos del sistema financiero en Centroamérica

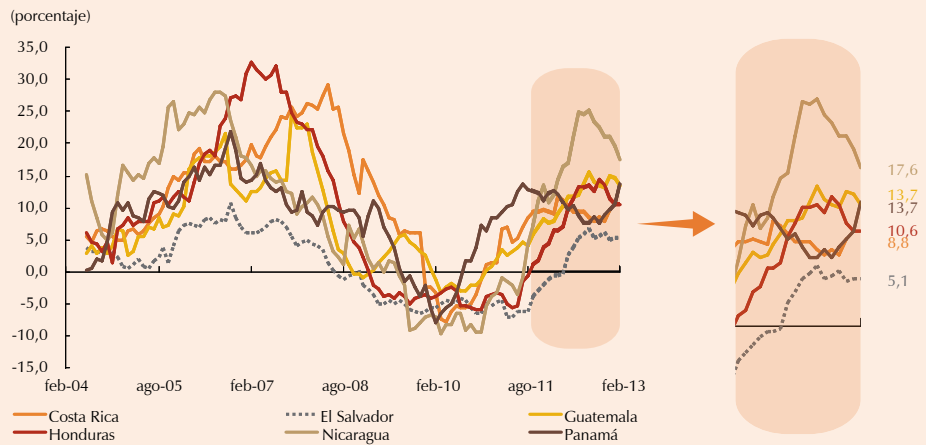


Nota: cifras a marzo de 2013.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

(17,6%), después de la senda bajista que terminó en julio de 2011, en tanto que El Salvador ha exhibido el menor ritmo (5,1%). Cabe resaltar la dinámica creciente que, en términos anuales, presentó la cartera, pues la tasa de crecimiento promedio de la región aumentó en un 3,8 pp, al pasar de 8,3% en febrero de 2012 a 12,1% un año después (Gráfico R2.5).

El crecimiento de la cartera durante 2012 y el primer bimestre del año en curso se reflejó en un incremento del indicador de profundización financiera, el cual ha aumentado en todos los casos con respecto al nivel presentado un año atrás, destacándose en especial el comportamiento de Panamá² y Nicaragua. Se destaca la reciente estabilidad de estos indicadores luego de la fuerte caída que sufrieron como consecuencia de la crisis internacional de 2008, la cual impactó fuertemente el crecimiento de la cartera (Gráfico R2.6).

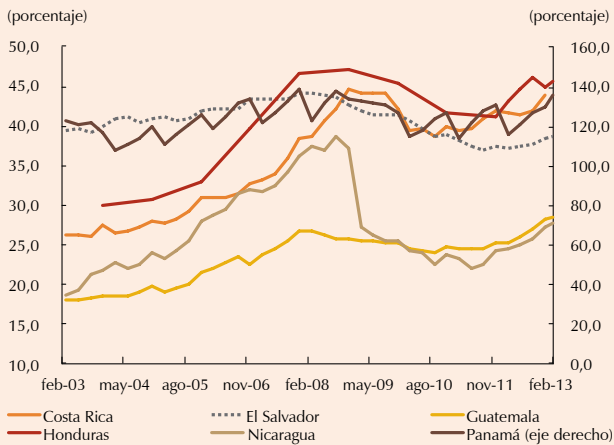
Gráfico R2.5
Crecimiento real anual de la cartera bruta en Centroamérica



Fuente: Consejo Monetario Centroamericano (CMCA); cálculos del Banco de la República.

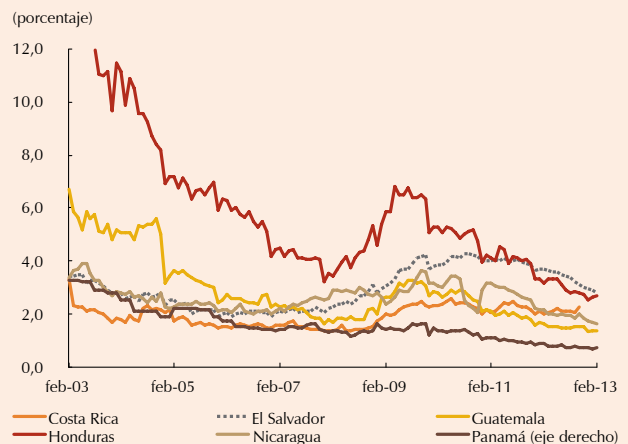
En el Gráfico R2.7 se observa cómo el crecimiento de la cartera ha venido acompañado por niveles bajos en el indicador de mora (IM), medido como la relación entre la cartera vencida y la cartera bruta total. A febrero de 2013 se destacan los bajos niveles del IM de Panamá, Guatemala y Nicaragua (0,7%, 1,4% y 1,6%), y la caída importante que en términos anuales tuvo el IM de El Salvador (-0,9%). En términos de cubrimiento (provisiones sobre cartera vencida), los indicadores de Costa Rica y El Salvador³ resaltan por su bajo nivel (86,2% y 114,1%, respectivamente), mientras que los de Nicaragua y Panamá se destacan por lo contrario (178,4% y 169,8%).

Gráfico R2.6
Profundización financiera en Centroamérica^{a/}



a/ Las series del indicador de profundización financiera tienen periodicidad trimestral y el dato a febrero de 2013 se calcula como la razón entre el saldo de la cartera bruta total a febrero de ese año y el flujo anualizado del PIB a diciembre de 2012, teniendo en cuenta que para la mayoría de países centroamericanos, según la disponibilidad de la información, el dato más reciente del PIB correspondía al observado en el cuarto trimestre de 2012. Debido a restricciones en la información, para Panamá el denominador solo se cambia cada año.
Fuente: CMCA; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R2.7
Indicador de mora en Centroamérica



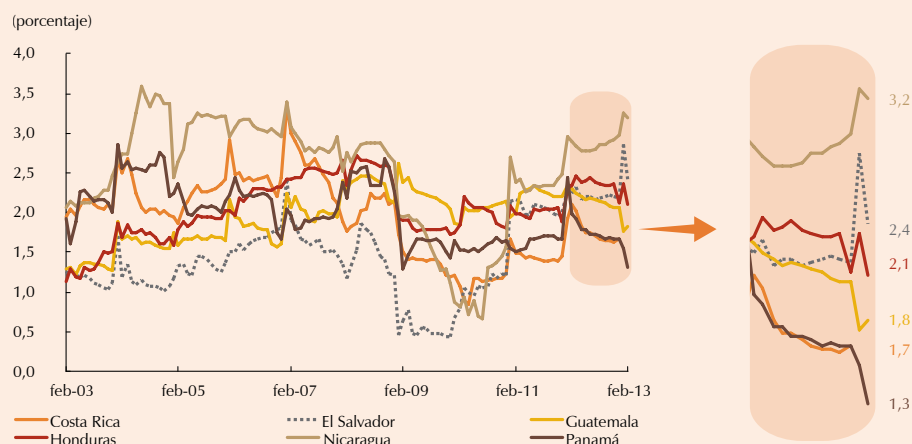
Fuente: CMCA; cálculos del Banco de la República.

2 Cabe resaltar el nivel registrado por Panamá (135,8%), el cual corresponde a su característica como centro financiero internacional.

3 Las cifras de Costa Rica se encuentran actualizadas a diciembre de 2012 y las de El Salvador a enero de 2013.

En cuanto a la rentabilidad, medida como la razón entre las utilidades y el activo promedio (ROA), se observa que esta se ha venido comportando de forma estable en el último año (Gráfico R2.8). Dicho indicador alcanzó su punto más bajo para todos los países a principios de 2010, luego de lo cual se ha venido recuperando. En este sentido, pasó de 1,4% durante abril de 2010 a un promedio de 2,2% a febrero de 2013. Se resalta la caída del ROA en Panamá, que ha llevado a que este se encuentre en niveles bajos, que no se presentaban desde febrero de 2009.

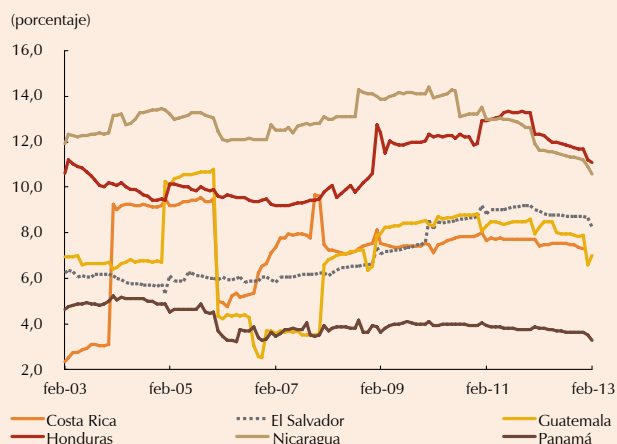
Gráfico R2.8
Rentabilidad del activo en Centroamérica



Fuente: CMCA; cálculos del Banco de la República.

Por otra parte, se aprecia cómo el margen financiero implícito⁴ ha estado estable desde 2008, luego de un comportamiento irregular en los períodos anteriores (Gráfico R2.9). Entre febrero de 2012 y el mismo mes de 2013 se destaca el nivel de Panamá (3,3%), que está muy por debajo del resto de países, y el indicador de Guatemala. Por último, se analizó la situación de liquidez de los bancos, medida con la razón entre la suma de disponible e inversiones de corto plazo y las captaciones totales. Dicho indicador mide el porcentaje de las exigibilidades que están respaldadas por activos de disponibilidad inmediata o de fácil materialización, siendo una medida menos ácida que la que pondera por los pa-

Gráfico R2.9
Margen financiero implícito en Centroamérica



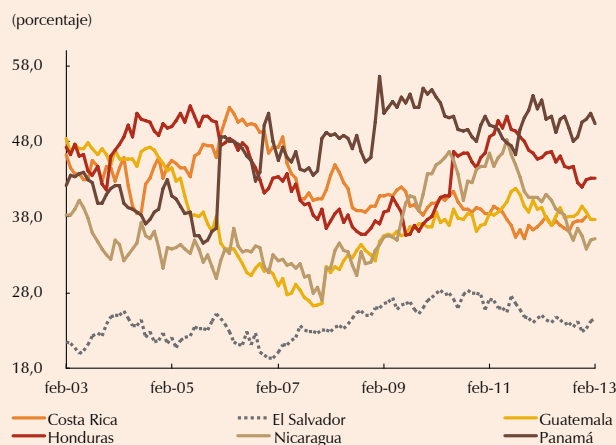
Fuente: CMCA; cálculos del Banco de la República.

4 Que se define como: ingresos financieros por préstamos anualizados/préstamos promedio) - (gastos financieros anualizados por captación/captaciones promedio).

sivos totales. Como se puede observar en el Gráfico R2.10, a febrero de 2013 el menor indicador se encuentra para El Salvador (24,6%), mientras que el mayor lo tiene Panamá (50,3%).

En general, se aprecia que la mayoría de los sistemas financieros de los países donde los CFCA cuentan con una presencia relevante de entidades subordinadas han presentado tendencias favorables en el período analizado. En tanto que la cartera continúa su ritmo de crecimiento estable, con mejoras en el IM y de las provisiones, los indicadores de rentabilidad caen, pero sin llegar a niveles históricamente bajos (a excepción de Panamá). Se aprecia, de igual forma, que los niveles de liquidez permiten respaldar las exigibilidades en una proporción razonable.

Gráfico R2.10
Indicador de liquidez en Centroamérica



Fuente: CMCA; cálculos del Banco de la República.

3. Apoyos de liquidez

La mayoría de países centroamericanos cuentan con la figura de un banco central con facultades de prestamista de última instancia (a excepción de Panamá), que actúa cuando las entidades financieras enfrentan problemas transitorios de liquidez (Cuadro R2.2). En el caso del Banco Central de la Reserva de El Salvador, dicha figura existe gracias a los recursos provistos por organismos financieros internacionales o

regionales, otros bancos centrales u otros estados, debido a que no se encuentra facultado para emitir moneda (la economía de este país es dolarizada desde 2001).

Cabe anotar que, según la regulación salvadoreña, los préstamos que se otorgan mediante este mecanismo están sujetos a la disponibilidad de recursos y solo se pueden dar en los siguientes casos: a) cuando se presenta deterioro estructural de la liquidez de una o más instituciones, b) para pre-

Cuadro R2.2
Instrumentos de liquidez en Centroamérica

	Costa Rica	El Salvador	Guatemala	Honduras	Nicaragua	Panamá
¿Tiene prestamista de última instancia?	Sí	Sí ^{a/}	Sí	Sí	Sí	No ^{b/}
Instrumentos de liquidez del mercado monetario	Repos ^{c/}	Repos Redescuento de cartera con Banco de Desarrollo de El Salvador	Repos	Repos Redescuento de cartera con el Banco Hondureño de Producción y Vivienda (en moneda local) y con el BCIE ^{d/} (en dólares).	Repos Redescuento de cartera entre bancos	Repos Préstamos interbancarios y línea de crédito con el Banco Nacional de Panamá
Instrumentos de liquidez que ofrece el banco central	Contracción: - Ventanilla de contracción - Depósitos remunerados	No existen.	Contracción: - Ventanilla de contracción - Repos reversa	Contracción: - Ventanilla de contracción	Contracción: - Repos reversa	No aplica
Seguro de depósitos	Solo para banca oficial y de economía solidaria. No existen seguros de depósitos para la banca privada. ^{i/}	US\$9.800 por depositante y por entidad financiera ^{j/}	US\$2.600 por depositante y por entidad financiera	US\$7.416 por depositante y por entidad financiera ^{k/}	US\$10.000 por depositante	No tiene

a/ Desde 2011, el Banco Central de Reserva de El Salvador solo se encuentra facultado para actuar como prestamista de última instancia para atender corridas de depósitos en los establecimientos bancarios, según lo expuesto en el artículo 49-A de la Ley Orgánica del Banco Central de la Reserva de El Salvador.

b/ Panamá no tiene banco central y ninguna entidad de ese país asume la función de prestamista de última instancia.

c/ Estos instrumentos se transan en dos mercados colateralizados: el mercado interbancario de dinero (MIB) y el mercado de dinero (MEDI). El segundo es exclusivo para las sociedades comisionistas de bolsa, sin embargo los bancos pueden acceder a este a través de estas entidades.

d/ Banco Centroamericano de Integración Económica

e/ Plazo: 1, 7 y 14 días. No existen límites para las contrapartes. Montos definidos según la programación monetaria.

f/ Plazo: 1 día. No se definen límites para las contrapartes. Montos definidos según la programación monetaria.

g/ Las subastas de repos se conocen como subastas financieras y tienen un plazo de 7 días.

h/ Cámara de Compensación Interbancaria

i/ La Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos (IADI, por su sigla en inglés) establece que a marzo de 2013 Costa Rica no cuenta con seguro de depósitos, pero se encuentra interesado en implementarlo en el corto o mediano plazos.

j/ No hay restricción en cuanto al número de cuentas que posea el depositante y si estas son de propiedad individual o conjunta. Para estas últimas, el monto máximo cubierto es de US\$9.800 por persona y solo se respalda hasta 3 propietarios.

k/ La Ley del Fosede establece como monto máximo 150.000 lémpiras por depositante y entidad financiera, que al tipo de cambio lémpira por dólar estadounidense del 25 de marzo de 2013 equivale a US\$7.415,6.

Fuente: CMCA.

venir situaciones de iliquidez general del sistema financiero, c) para restablecer la liquidez en caso de una crisis causada por una fuerte contracción del mercado, y d) en caso de calamidad pública.

Así mismo, en la mayoría de los países de Centroamérica existe algún mecanismo de liquidez del mercado, el cual, por lo general, se manifiesta en la existencia de operaciones repo o de algún tipo de línea de crédito o redescuento de cartera con un banco público o con un ente multilateral (p. e.: el Banco Centroamericano de Integración Económica [BCIE]). De igual forma, la mayoría de los bancos centrales (a excepción del Banco Central de la Reserva de El Salvador) cuentan con facilidades de liquidez, como las operaciones de mercado abierto (OMA) tradicionales y las ventanillas, que contribuyen a la administración de excesos y faltantes de liquidez por parte de las entidades.

Por último, a junio de 2013 se aprecia que casi todos los países cuentan con un seguro de depósitos, a excepción de

Costa Rica y Panamá. En el caso de Costa Rica existe una iniciativa que pretende implementar dicho seguro y que, según el Consejo Monetario Centroamericano, está contemplada en el acuerdo de estabilización económica con el FMI, que rige desde abril de 2009 para dicho país. En el caso de Panamá no se dispone de un seguro de depósito formal para la banca que no es oficial o de economía solidaria⁵, pero al igual que en Costa Rica, se pretende adoptar este mecanismo.

5 De acuerdo con el Consejo Monetario Centroamericano: "Panamá no dispone de un seguro de depósito formal, no obstante, en el Decreto Ejecutivo 52 que adopta el Texto Único del Decreto 9 de la Ley Bancaria, se establece que se pagarán los depósitos de diez mil balboas o menos (aproximadamente US\$10.000). Ese límite puede ser modificado por la Superintendencia". Véase Notas Económicas Regionales, núm. 64, disponibles en: http://www.secmca.org/Notas_Economicas.html

II. LA ECONOMÍA COLOMBIANA: RESULTADOS EN LO CORRIDO DE 2013 Y PERSPECTIVAS

En un contexto externo caracterizado por un debilitamiento de la demanda mundial, una caída en los precios de los bienes básicos y unos menores términos de intercambio, la economía colombiana presentó una desaceleración moderada durante el primer trimestre de 2013, al crecer 2,8%, frente al 3,1% observado tres meses atrás. Sin embargo, cabe esperar que las acciones de política monetaria y fiscal realizadas hasta el momento contribuyan a que en el resto del año el producto se sitúe cerca de su nivel potencial.

En el primer semestre de 2013 la inflación anual se situó cerca del límite inferior del rango meta (2%) y las expectativas de la misma a diferentes plazos se mantuvieron por debajo de 3%. Sin embargo, las estimaciones del Banco de la República sugieren una elevada probabilidad de que la inflación culmine en el rango meta.

Ante este escenario, entre mayo y junio de 2013 la Junta Directiva consideró conveniente mantener la tasa de interés de intervención en 3,25%.

A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

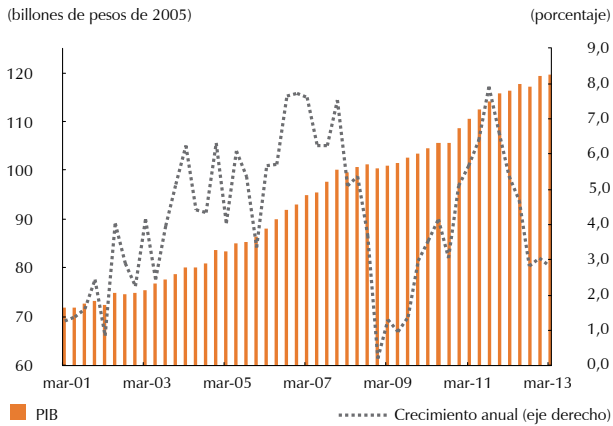
1. Crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2013

Según la información publicada por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), la economía colombiana se expandió a una tasa anual de 2,8% en el primer trimestre de 2013, lo que sugiere una leve desaceleración de la actividad productiva, tal y como se preveía en anteriores informes (Gráfico 13). En términos trimestrales, el crecimiento frente al último período de 2012 fue de 0,3%. Es importante señalar que el efecto calendario de un menor número de días hábiles durante este período influyó en los resultados de las series publicadas por el DANE.

El desempeño de la economía colombiana tuvo como marco una situación internacional menos incierta a comienzos de año, como se describió anteriormente. En contraste, el ámbito interno estuvo caracterizado por la presencia de distintos choques de oferta, como los paros presentados entre febrero y marzo en algunos sectores de la producción, lo que tuvo repercusión en el resultado de las exportaciones, en especial en las de carbón.

La economía colombiana se desaceleró levemente en el primer trimestre del año.

Gráfico 13
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Los componentes de la demanda interna mostraron resultados mixtos. En particular, el consumo privado creció a tasas anuales modestas. Ello se relaciona con una confianza del consumidor que se ubicó en niveles menores que los registrados en promedio para 2012, con la moderación observada en el ritmo de crecimiento del endeudamiento de los hogares y con un nivel de empleo que tendió a desacelerarse. Dentro de este agregado sobresale la caída en el consumo de bienes durables, relacionada de manera importante con el retroceso de las ventas del sector automotor. El consumo final del Gobierno también registró expansiones menores que aquellas observadas hacia finales del año pasado, aunque con tasas por encima de las del promedio de la economía (Cuadro 1).

Cuadro 1
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2011 Año completo	2012				2012 Año completo	2013 I trim.	Contribuciones al crecimiento anual (I trim. de 2013) (puntos porcentuales)
		I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.			
Consumo total	5,4	5,4	4,3	4,6	4,9	4,8	3,5	2,8
Consumo de hogares	5,9	5,7	4,3	4,4	4,6	4,7	3,2	2,1
Bienes no durables	3,6	5,4	2,5	3,3	3,2	3,6	2,7	0,6
Bienes semidurables	12,3	13,6	7,7	7,7	7,4	9,0	2,3	0,1
Bienes durables	19,8	(5,7)	1,8	4,0	20,6	4,7	(0,8)	(0,0)
Servicios	5,5	5,9	4,6	4,6	4,0	4,8	3,4	1,2
Consumo final del Gobierno	3,6	4,1	4,6	5,2	6,5	5,1	4,6	0,7
Formación bruta de capital	18,3	8,0	11,6	1,0	3,5	5,9	3,7	1,0
Formación bruta de capital fijo	18,7	7,9	11,8	1,3	3,8	6,1	7,2	1,9
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	7,6	4,4	2,3	0,9	0,9	2,1	(2,8)	(0,0)
Maquinaria y equipo	20,9	12,6	8,9	5,6	4,9	7,9	0,5	0,0
Equipo de transporte	57,9	17,9	15,3	(10,6)	(12,7)	0,9	(11,0)	(0,4)
Construcción y edificaciones	3,7	3,0	17,7	(11,1)	13,8	5,6	17,5	1,1
Obras civiles	22,8	(5,5)	6,2	5,2	(0,5)	1,5	17,4	1,2
Servicios	7,2	6,6	14,2	(6,0)	9,4	5,9	2,7	0,0
Demanda interna	8,2	5,6	6,4	3,5	4,1	4,9	3,6	3,9
Exportaciones totales	12,9	9,1	4,0	7,2	1,4	5,4	(1,2)	(0,2)
Importaciones totales	21,2	13,2	11,2	9,4	2,9	9,1	(0,2)	0,1
PIB	6,6	5,4	4,7	2,8	3,1	4,0	2,8	2,8

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Los rubros de construcción de edificaciones y obras civiles impulsaron la expansión de la formación bruta de capital fijo.

Con respecto a la inversión, su comportamiento estuvo determinado en gran medida por los resultados obtenidos en los rubros de construcción de edificaciones y obras civiles. Ambos agregados crecieron por encima del 17% e impulsaron la expansión de la formación bruta de capital fijo a tasas mayores que las del promedio del año pasado. Por el contrario, la inversión en equipo de transporte continuó decreciendo, como viene haciéndolo desde el segundo semestre de 2012. Esto último está estrechamente relacionado con la disminución que mostraron las importaciones de este tipo de bienes.

Por el lado de la oferta, las mayores tasas de crecimiento se observaron en la construcción (tanto de obras civiles como de edificaciones) y en los servicios sociales, comunales y personales (Cuadro 2). Otros sectores cuyo desempeño estuvo por encima de la economía en su conjunto, pero que moderaron su incremento, fueron los servicios financieros y los suministros de electricidad, gas y agua. Por su parte, la agricultura, la minería y el sector transporte registraron un crecimiento menor al del PIB. La actividad industrial fue la única rama que mostró una contracción anual.

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

Rama de actividad	2011 Año completo	2012				2012 Año completo	2013 I trim.	Contribución al crecimiento anual (I trim. de 2013)
		I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.			
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,4	2,6	3,0	2,7	1,9	2,6	2,4	0,1
Explotación de minas y canteras	14,4	14,2	8,4	0,8	1,1	5,9	1,4	0,1
Industria manufacturera	5,0	1,1	0,0	(0,7)	(2,5)	(0,5)	(4,1)	(0,5)
Electricidad, gas y agua	2,9	4,1	3,6	3,2	3,2	3,5	3,4	0,1
Construcción	10,0	(1,5)	10,7	(1,1)	4,9	3,3	16,9	1,0
Edificaciones	3,3	3,1	16,5	(10,2)	11,7	5,0	16,0	0,5
Obras civiles	17,4	(5,6)	6,1	6,0	(0,7)	1,5	17,5	0,5
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	6,0	5,3	4,9	3,3	2,9	4,1	2,8	0,3
Transporte, almacenamiento y comunicación	6,2	6,6	3,7	3,1	3,1	4,1	2,0	0,1
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	7,0	7,1	5,3	4,4	4,9	5,4	3,4	0,7
Servicios sociales, comunales y personales	2,9	3,8	4,0	5,8	6,0	4,9	4,5	0,7
Subtotal valor agregado	6,3	5,1	4,6	2,8	3,0	3,9	2,8	2,7
Impuestos menos subsidios	10,9	8,0	5,6	2,7	3,3	4,9	2,8	0,3
PIB	6,6	5,4	4,7	2,8	3,1	4,0	2,8	2,8

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La construcción presentó una recuperación significativa y creció 16,9% en los primeros tres meses del año.

En cuanto a la construcción, en su conjunto creció 16,9% durante el primer trimestre de 2013, luego del 4,9% del último trimestre de 2012 (en todo el año pasado lo hizo en 3,3%). En los dos rubros que hacen parte del sector, obras civiles y edificaciones, se registró una aceleración significativa durante los primeros tres meses del año. En el primer caso, el crecimiento anual fue de 17,5%, luego de la leve contracción de 0,7% observada durante el cuarto trimestre de 2012¹. En el segundo, la expansión anual fue de 16%, después del 11,7% del período anterior. La mejoría tanto en el otorgamiento de licencias como en la ejecución de las etapas del proceso constructivo con mayor valor agregado explicaría la recuperación en el desempeño de la construcción de edificaciones. Al respecto, debe tenerse en cuenta que en el primer trimestre comenzaron a verse algunos efectos de las políticas del gobierno para estimular el sector (programa de las 100.000 viviendas y el Programa de Impulso a la Productividad y el Empleo [PIPE]).

En contraste con lo anterior, el valor agregado del sector manufacturero disminuyó 4,1% anual, acelerando su ritmo de contracción, luego de la caída de 2,5% de finales del año 2012. Esto obedeció a la conjunción de varios factores, dentro de los que sobresalen (de acuerdo con la encuesta de la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia [ANDI]): una demanda interna y externa más débil y una mayor competencia de bienes importados, en un contexto de apreciación acumulada del peso. Adicionalmente, febrero tuvo un día hábil menos porque el año pasado fue bisiesto, y marzo tres días hábiles menos por la presencia de la Semana Santa (el año pasado fue en el mes de abril). Este efecto estadístico exacerbó la caída de la industria. Si se descuenta el efecto de menos días calendario y hábiles, la contracción del sector habría sido de 2,2%².

2. Perspectivas de la actividad económica para el resto de 2013

En este informe el equipo técnico del Banco revisó levemente a la baja el crecimiento más probable para 2013, para situarlo en 4,0%, con un rango un poco más cerrado que el presentado en el *Informe al Congreso* de marzo. Se espera que el crecimiento económico colombiano aumente a lo largo del año, en tanto el gasto agregado reaccione a las medidas previas de política monetaria y a los programas que viene ejecutando el gobierno nacional.

Con respecto a la coyuntura internacional, se mantienen expectativas de una demanda externa que se recupera, pero a un ritmo un poco menor que el contemplado en el informe anterior. Como se presenta en el capítulo I de este informe, las economías

Pese a la desaceleración observada, se prevé un mejor panorama de crecimiento para lo que resta del año.

1 En este trimestre la muestra se amplió e incorporó un mayor número de proyectos de obras civiles que se están ejecutando en el país. Cabe señalar que la variabilidad del indicador ha sido históricamente alta y no necesariamente obedece a la nueva información disponible (véase el Recuadro 1: Medición de las obras civiles en el PIB, del *Informe al Congreso* de marzo de 2013).

2 Este cálculo fue realizado por el equipo técnico del Banco de la República. Se utilizó el programa TSW, que desestacionaliza series de tiempo teniendo en cuenta valores atípicos. En particular, se utilizó el algoritmo Tramo-Seats, incluyendo una variable que recoge los efectos de Semana Santa. Tramo significa *time series regression with Arima noise, missing observations and outliers*, y Seats, *signal extraction in Arima time series*, método implementado por Gómez y Maravall (1996).

Se esperan mejores condiciones en la demanda interna durante el segundo trimestre.

de países como China y Brasil han mostrado signos de desaceleración, por lo que se confirman las expectativas de menores precios internacionales de bienes básicos en 2013 frente a lo observado en 2011 y 2012; aun así, estos se mantendrán en niveles altos, estimulando la inversión extranjera directa (IED). Las perspectivas sobre flujos de capitales hacia economías emergentes y las condiciones de financiamiento internacional dependen, en parte, de las decisiones de política fiscal y monetaria por parte de las autoridades económicas en los Estados Unidos.

En el ámbito local se han observado algunas señales que sugieren mejores condiciones de la demanda interna a partir de abril. Para el segundo trimestre hechos como un mayor número de días hábiles y la normalización en las condiciones de producción y transporte de crudo y carbón contribuirían a que se presente un crecimiento mayor que el registrado durante los primeros tres meses de 2013. Así mismo, otros factores de demanda también han mejorado y confirman lo previsto: los indicadores de confianza del consumidor se ubican en niveles más favorables que aquellos registrados para el primer trimestre, y las cifras de comercialización de vehículos sugieren un buen desempeño del consumo de bienes durables.

Adicionalmente, se espera que las acciones de política monetaria tomadas entre julio de 2012 y marzo de 2013 tengan efecto sobre la actividad real durante la segunda mitad del año. El impulso de las menores tasas de interés y de los beneficios financieros para la adquisición de vivienda otorgados por el Gobierno se verían con mayor claridad en las cifras económicas del segundo semestre.

Por otro lado, las proyecciones para el año 2013 también dependen de las expectativas que se tienen sobre el desempeño de la construcción de edificaciones y de las obras civiles de infraestructura. En el primer caso, el programa de construcción de vivienda con fines sociales que adelanta el gobierno nacional seguirá desempeñando un papel importante en la dinámica de este rubro para todo el año. Sin embargo, aún existen riesgos por atrasos en los procesos de otorgamiento de licencias, de compra de predios y de adecuación de terrenos para la construcción, sobre todo de servicios públicos y de saneamiento. Vale la pena señalar que el nivel observado en el licenciamiento residencial y no residencial en lo corrido del año a abril muestra señales alentadoras al respecto: ambas crecen a tasas superiores al 25%, luego de las contracciones registradas el año anterior.

En el caso de las obras civiles, continúan las expectativas sobre un mayor grado de ejecución presupuestal por parte de los gobiernos locales y una mayor cantidad de recursos por concepto de regalías, los cuales estuvieron represados el año pasado mientras entraba en vigencia el nuevo sistema general de regalías. Es importante señalar que, por disposiciones legales, estos recursos estarían destinados a financiar obras de infraestructura pública, por lo que las perspectivas para 2013 y 2014 son favorables en este aspecto.

En cuanto al PIB por ramas de actividad, se espera que los sectores de mayor crecimiento en 2013 sean la minería y la construcción, con ritmos de expansión superiores a los de la economía en su conjunto. Así mismo, se estima que la industria

Las proyecciones de crecimiento económico para la segunda mitad de 2013 dependen de las expectativas del desempeño de la construcción de edificaciones y obras civiles.

La minería y la construcción serían las ramas de mayor crecimiento en 2013, mientras que la industria presentaría el peor desempeño.

reportará alguna recuperación en el segundo semestre, luego de los pobres resultados observados en 2012 y de la fuerte caída del primer trimestre. Sin embargo, la incertidumbre sobre su desempeño continúa siendo elevada y sugiere que esta sería la actividad que menos contribuiría al crecimiento en 2013. Otros sectores, tales como el financiero, los servicios sociales, personales y comunales y el suministro de electricidad, gas y agua, mostrarían tasas positivas y cercanas a las del crecimiento promedio de la economía colombiana. Para lo que resta del año también se prevé una significativa recuperación del sector agrícola, principalmente por el café, cuya producción creció en el primer trimestre de 2013 alrededor de 19% y entre abril y mayo reportó una expansión cercana al 50%, de acuerdo con estimaciones de la Federación Nacional de Cafeteros.

Para la minería se contempla una recuperación, luego de los problemas de orden público y de transporte que complicaron la cadena de producción de petróleo y carbón; no obstante, su crecimiento no alcanzará las elevadas tasas reportadas en los años anteriores. Las cifras sobre la producción de petróleo hasta mayo mostraron niveles superiores al millón de barriles diarios en promedio, lo que ratifica las expectativas favorables sobre el sector. De mantenerse este comportamiento, esta subrama podría crecer alrededor de 8% para todo el año.

En el caso del carbón, el segundo producto colombiano de exportación, la meta de producción para 2013 es de 94 millones de toneladas, luego de que se observara una cifra de 89,2 millones en 2012. Esta actividad presentaría una aceleración frente a lo registrado el año anterior, aunque no recuperaría las tasas de crecimiento de años anteriores. Dichas proyecciones contemplan los choques de oferta presentados al inicio de 2013.

En contraste, la tendencia observada a abril muestra un deterioro en la industria (-2,7% el año corrido). Este hecho, junto con las menores expectativas de los industriales, limita la perspectiva sobre el comportamiento de esta rama para el año completo. De acuerdo con las encuestas realizadas por la ANDI, aunque los empresarios han diversificado sus destinos de exportación y han realizado cuantiosos esfuerzos por renovar su capacidad instalada (buscando mejoras en la productividad), esta situación no es generalizada y varias ramas enfrentan una demanda externa que se está debilitando, una mayor competencia de las importaciones y, finalmente, una demanda interna menos dinámica.

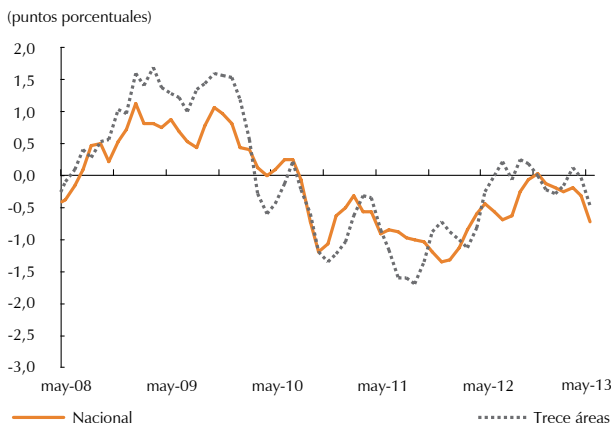
No obstante, se espera que los programas del Gobierno, orientados a estimular la industria, contribuyan a revertir la tendencia descendente del sector. Ello hace prever que esta rama podría presentar crecimientos positivos, aunque moderados, a partir de la segunda mitad del año; lo que implicaría una tímida recuperación frente a lo observado en 2012.

Se espera que los programas del Gobierno contribuyan a revertir la tendencia decreciente de la industria.

B. MERCADO LABORAL

En lo corrido de 2013 a mayo el comportamiento del mercado laboral ha sido afín con lo esperado en el *Informe al Congreso* de marzo; es decir, se ha ob-

Gráfico 14
Tasa de desempleo
(variación en puntos porcentuales, trimestre móvil)



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

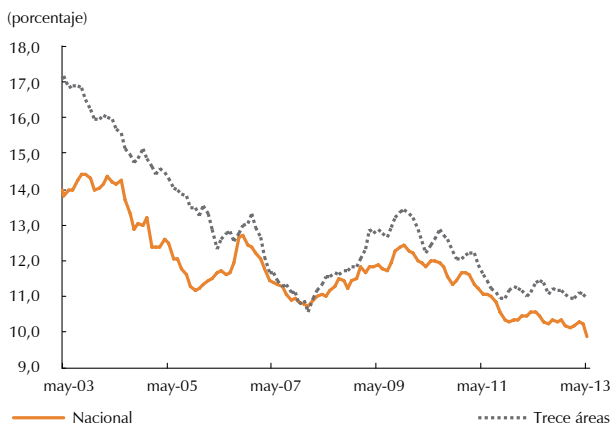
servado un crecimiento del empleo algo menor que el del segundo semestre de 2012 y una tasa de desempleo (TD) que cae, aunque menos que el año anterior, y que se encuentra en mínimos desde 2001 (Gráfico 14). En general, la creación de empleo se encuentra concentrada en ciertas áreas geográficas, posiciones ocupacionales y ramas de actividad económica.

1. Desempleo

De acuerdo con la información disponible más reciente de la gran encuesta integrada de hogares (GEIH) del DANE, en el trimestre móvil terminado en mayo la TD nacional se ubicó en 9,9%, la de las áreas rurales en 6%, la de las cabeceras urbanas en 11% y en las trece

áreas metropolitanas³ fue 10,9%, valores inferiores en 0,7, 0,6, 0,8 y 0,5 puntos porcentuales (pp), respectivamente, frente a los observados en el mismo período de 2012. El dominio geográfico que ha acumulado mayores reducciones de la TD ha sido el de las áreas rurales, pues entre enero y mayo se ha ubicado en promedio en 6,4% frente a 7,1% un año atrás. Cabe mencionar que en mayo la caída de la TD nacional se acentuó.

Gráfico 15
Tasa de desempleo
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

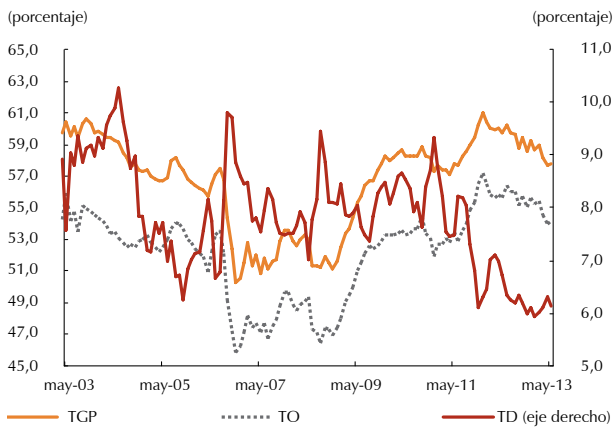
Dado que la TD presenta una marcada estacionalidad (es decir, que sus niveles aumentan o disminuyen dependiendo de la época del año), se debe corregir por este efecto para hacer comparaciones entre meses. Es así como las series “desestacionalizadas” revelan que durante lo corrido de 2013 la TD nacional y la de las trece áreas metropolitanas ha presentado pocos cambios en sus niveles, excepto por la caída observada en mayo (Gráfico 15).

2. Oferta y demanda de trabajo

La estabilidad de la TD desestacionalizada (en el ámbito nacional y para las trece áreas) se explica porque los movimientos de la demanda por trabajo (tasa de ocupación) han sido similares a los de la oferta (tasa

3 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 global de participación (TGP), tasa de ocupación (TO)
y tasa de desempleo en áreas rurales (TD)
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

global de participación). Por el contrario, en las áreas rurales, donde la participación laboral ha caído más que la tasa de ocupación, la TD ha descendido de manera importante en el período enero-mayo. Estas son tendencias que se han venido presentando desde finales de 2012 y que explican la estabilidad en niveles bajos de la TD registrada en este dominio geográfico (Gráfico 16).

Durante lo corrido de 2013 la demanda por trabajo (medida por las series originales) en el contexto nacional y en las trece áreas ha continuado creciendo en términos anuales, aunque a un ritmo cada vez menor. Sin embargo, al corregir por estacionalidad, los niveles en estos dos dominios entre enero y mayo no presentan cambios importantes con respecto a los de 2012 (Gráfico 17, paneles A y B). En el caso de las

áreas rurales, se han observado caídas en el empleo en términos anuales y frente a meses anteriores (Gráfico 17, panel C). Por otro lado, en las zonas urbanas, tanto con las series originales como con las desestacionalizadas, la creación de empleo no ha sido homogénea. Así, los puestos de trabajo se han generado principalmente en Bogotá, Barranquilla, Medellín, Ibagué y Bucaramanga, donde en el trimestre móvil marzo-mayo el nivel de empleo se incrementó con respecto al mismo período de 2012 en 169.000 puestos, frente a 176.000 del total nacional. Adicionalmente, las ramas de actividad económica que más ocupados han generado en este período han sido el comercio, con 283.000 puestos, y los servicios inmobiliarios, empresariales y de alquiler, con 131.000.

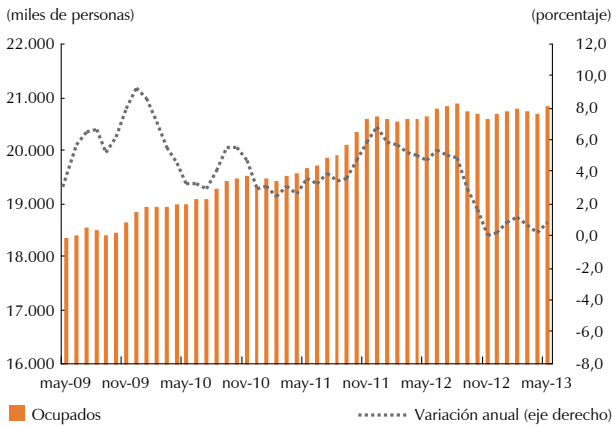
Los indicadores del mercado laboral continuaron mejorando en los primeros meses de 2013, aunque a un menor ritmo que en 2012.

De la misma forma, los trabajadores asalariados⁴ continúan siendo los que más contribuyen al crecimiento del empleo, aunque lo hacen a un ritmo menor que el de finales de 2012, mientras que los no asalariados en mayo completaron ocho meses consecutivos cayendo en términos anuales (Gráfico 18). Cabe resaltar que incrementos en el empleo asalariado son considerados como un indicador de mejoría en la calidad del empleo. Esto se debe a que, por lo general, este tipo de trabajo es más estable, ofrece mejores ingresos y brinda mayores posibilidades de acceso al crédito. Por estas razones es más probable que un hogar en donde hay empleados asalariados tenga un consumo mayor, comparado con uno en el que no los hay.

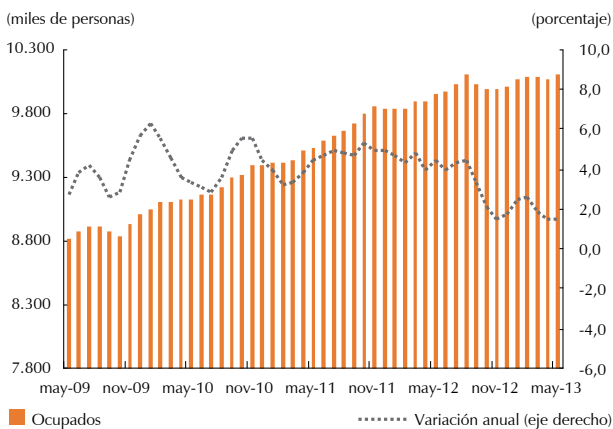
4 Se considera asalariado a todo trabajador u obrero de empresas particulares y del Gobierno. Este indicador está altamente correlacionado con la evolución del empleo formal (entendiendo formal como aquellos empleados de empresas de más de cinco trabajadores; según la definición de la OIT-DANE).

Gráfico 17
Número de ocupados por dominio geográfico
(trimestre móvil desestacionalizado)

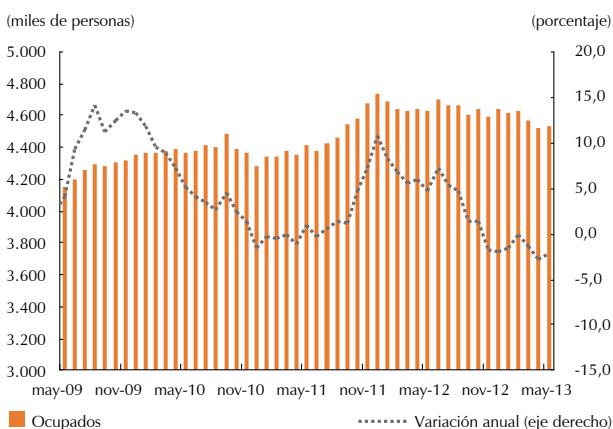
A. Total nacional



B. Trece principales áreas metropolitanas



C. Área rural



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

3. Costos laborales y salariales

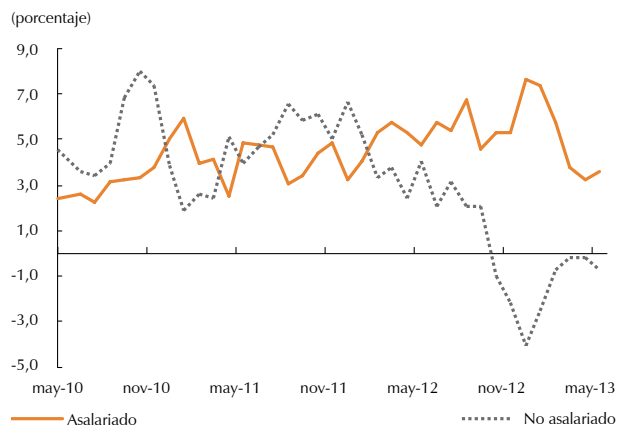
Como se esperaba en el anterior *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, en lo corrido de 2013 los aumentos salariales han sido moderados en términos generales. Entre enero y abril los salarios se ajustaron a tasas promedio del 2% en el caso del comercio y de 5,2% en el caso de la industria. Teniendo en cuenta el incremento del salario mínimo (4,02%), los niveles de las alzas observadas hasta el momento no afectan las expectativas de cumplimiento de la meta de inflación de largo plazo del Banco de la República. Adicionalmente, dada la desaceleración de la demanda por trabajo y la reducción de costos laborales contemplada en la reforma tributaria, no se anticipan presiones inflacionarias originadas en el mercado laboral para el resto de 2013.

C. INFLACIÓN

1. Los precios al consumidor en el primer semestre de 2013

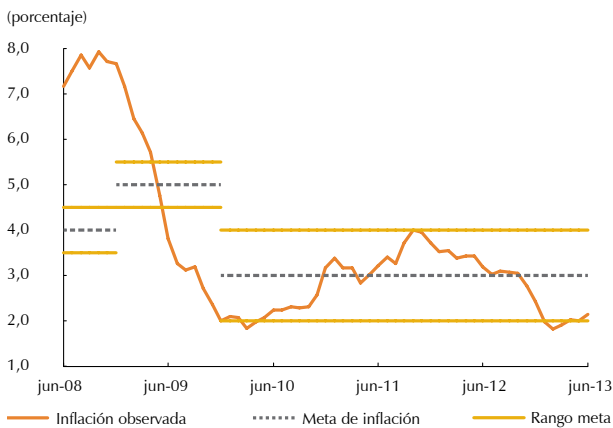
En lo corrido de 2013 a junio las presiones inflacionarias fueron escasas, como lo sugiere la senda de la inflación anual al consumidor, que permaneció en niveles bajos y relativamente estables. Al cierre del semestre

Gráfico 18
Empleo asalariado y no asalariado
(variación anual, trimestre móvil, trece áreas)



Nota: se considera asalariado a todo trabajador u obrero de empresas particulares y del Gobierno. Este indicador está altamente correlacionado con la evolución del empleo formal, usando la definición de la OIT y el DANE, corresponde a empleados de empresas con más de cinco trabajadores.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 19
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

el indicador se situó en 2,16%, cifra inferior al registro de finales del año pasado (2,44%) y algo menor que lo esperado a comienzos de este año. La inflación anual se redujo en enero y se mantuvo un poco por debajo del 2,0% en el resto del primer trimestre, pero ha mostrado una tendencia ligeramente ascendente a partir de abril, como lo anticipaban los pronósticos del Banco de la República (Gráfico 19 y Cuadro 3).

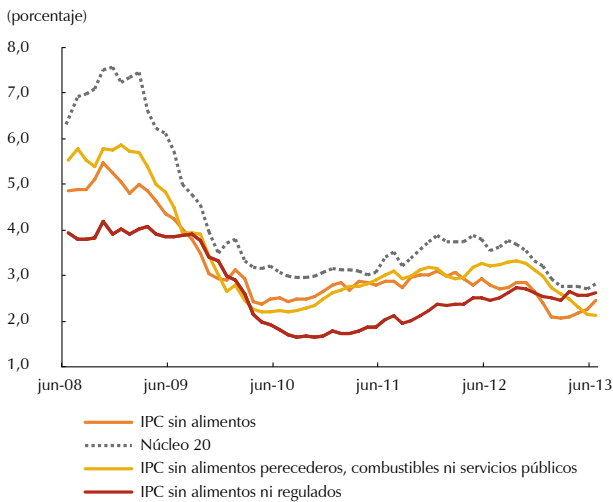
Con el dato de junio se completaron ocho meses en los cuales la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC) se situó por debajo de la meta cuantitativa definida por la Junta Directiva del Banco (JDBR) para el largo plazo (3,0%) y para finales de 2013. En la mayor parte de este lapso el indicador superó el piso del rango meta (entre 2,0% y 4,0%).

Cuadro 3
Indicadores de inflación al consumidor

Descripción	dic-11	mar-12	jun-12	sep-12	dic-12	ene-13	feb-13	mar-13	abr-13	may-13	jun-13
Total	3,73	3,40	3,20	3,08	2,44	2,00	1,83	1,91	2,02	2,00	2,16
Sin alimentos	3,13	2,95	2,80	2,87	2,40	2,11	2,08	2,11	2,20	2,28	2,48
Transables	0,80	0,68	1,01	1,09	0,77	0,73	0,71	1,13	0,98	1,06	1,10
No transables	3,64	3,71	3,62	4,02	3,92	3,94	3,84	3,85	3,83	3,74	3,78
Regulados	5,81	4,94	3,92	3,31	1,91	0,67	0,71	0,19	0,86	1,25	1,98
Alimentos	5,27	4,56	4,22	3,63	2,52	1,69	1,19	1,41	1,57	1,29	1,34
Perecederos	7,73	5,18	-2,04	-2,35	-3,90	-5,00	-5,58	-1,86	0,41	2,57	2,44
Procesados	4,50	3,69	5,12	4,33	2,83	2,19	1,60	1,25	0,91	-0,14	-0,11
Comidas fuera del hogar	5,59	5,87	5,52	5,21	4,90	3,88	3,60	3,21	3,29	3,33	3,51
Indicadores de inflación básica											
Sin alimentos	3,13	2,95	2,80	2,87	2,40	2,11	2,08	2,11	2,20	2,28	2,48
Núcleo 20	3,92	3,76	3,56	3,71	3,23	2,95	2,78	2,78	2,79	2,72	2,83
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos	3,18	2,99	3,23	3,33	3,02	2,76	2,60	2,51	2,34	2,16	2,14
Inflación sin alimentos ni regulados	2,38	2,38	2,48	2,74	2,55	2,54	2,48	2,67	2,60	2,59	2,63
Promedio de todos los indicadores	3,15	3,02	3,02	3,16	2,80	2,59	2,49	2,52	2,48	2,44	2,52

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República

Gráfico 20
Indicadores de inflación básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La inflación básica, aquella más estrechamente vinculada con la política monetaria, mantuvo también un nivel bajo en el primer semestre del año, pero superior al de la inflación total y siempre por encima del piso del rango meta. El promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco osciló entre 2,4% y 2,6% en estos seis meses, cerrando junio con 2,5%, frente a un registro de 2,8% de diciembre del año pasado. Las variaciones anuales de los cuatro índices analizados se situaron siempre entre 2% y 3%, pero sus tendencias divergieron en estos meses. Vale la pena destacar los aumentos que se observaron en el caso del IPC sin alimentos ni regulados y en el IPC sin alimentos a partir de febrero. En este último caso, el dato de junio fue 2,48%, por encima del de diciembre y del de marzo (Gráfico 20 y Cuadro 3).

Diversos factores explican las escasas presiones inflacionarias durante la primera mitad del año. En primer lugar, la disminución en el ritmo de crecimiento económico durante 2012 y en el primer trimestre de 2013 impidió que surgieran presiones de precios originadas en la demanda. Como resultado, la brecha del producto, que se encontraba en terreno positivo en 2012, indicando que el PIB observado tendía a ser mayor que el PIB no inflacionario, se cerró y probablemente se encuentra cerca de cero a mediados del presente año. Esto permitió una desaceleración en la variación anual del IPC de no transables sin alimentos ni regulados, el segmento del IPC más sensible a la evolución de la demanda (Cuadro 3).

El descenso en esta subcanasta y los bajos registros en las otras también fue posible por una disminución de las expectativas de inflación a finales del año pasado y a lo largo de buena parte del primer semestre de 2013. Las mediciones disponibles a horizontes de uno o más años, señalan niveles similares o inferiores a la meta cuantitativa del 3,0%. Por ejemplo, la encuesta mensual más reciente del Banco de la República, efectuada en julio a analistas de mercado, muestra una inflación esperada para finales del presente año de 2,6% y a doce meses de 3,1%. En la misma línea, la encuesta trimestral aplicada a empresarios correspondiente al segundo trimestre muestra una inflación esperada a doce meses de 2,8%, mientras que las estimaciones derivadas de las curvas de TES presentan valores entre 2,3% y 3,2% a horizontes más amplios, con datos recogidos el 26 de junio. Esta circunstancia y el bajo nivel de la inflación a finales de 2012 han favorecido ajustes limitados de varios componentes del IPC no transable que han solido estar indexados a la inflación pasada, como los arriendos, los servicios de salud y los de educación.

Las presiones inflacionarias fueron escasas en la primera mitad del año, como lo sugieren los niveles bajos y estables de la inflación anual al consumidor.

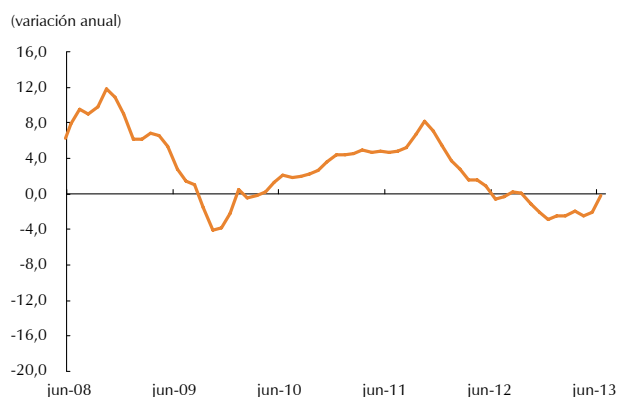
Con respecto al papel del tipo de cambio, si bien este ha tendido a depreciarse durante buena parte del semestre, la trasmisión hacia los precios al consumidor ha sido bastante moderada. Además del hecho de que la depreciación aún no es muy alta (9,0% en lo corrido del año), lo anterior también puede obedecer a que los pre-

Las diversas expectativas de inflación se situaron en niveles similares o inferiores a la meta puntual de inflación (3,0%), lo cual viene favoreciendo ajustes limitados en el IPC.

cios internacionales se han mantenido estables o han disminuido (como en el caso de varios alimentos importados), compensado así los efectos del debilitamiento del peso. El hecho de que el crecimiento de la demanda sea moderado también puede haber contribuido a ello. En este entorno, la variación anual del IPC de transables sin alimentos ni regulados, el grupo más sensible a los movimientos del tipo de cambio, se mantuvo alrededor del 1% en los primeros seis meses del año, un poco más que lo observado a finales del año pasado.

Otra circunstancia que contribuyó a disminuir la inflación a comienzos de año fue la reforma tributaria, la cual se tradujo en una rebaja de los impuestos indirectos para varios productos de la canasta del consumidor, dentro de los que sobresalen comidas fuera del hogar y algunos alimentos procesados. Este hecho redujo la inflación anual a comienzos de año entre 20 y 30 puntos básicos (pb), según estimaciones del Banco. Dicha disminución es por solo una vez sobre el nivel de precios, por lo que al cabo de doce meses la inflación deberá retornar a su nivel inicial.

Gráfico 21
Índice de precios del productor



Fuente: DANE.

Los factores anotados también hicieron posible que las presiones de costos siguieran siendo muy bajas en lo corrido del año. Los costos no salariales no habrían aumentado en este lapso o incluso habrían descendido, como se desprende del comportamiento de la variación anual del índice de precios del productor (IPP), la cual al cierre de junio se situó cercana a cero (Gráfico 21). Las rebajas arancelarias asociadas con el tratado de libre comercio (TLC) con los Estados Unidos pueden también estar incidiendo en este comportamiento. Igualmente, como se mencionó, el mercado laboral ha continuado relativamente holgado, lo que ha mantenido los ajustes salariales bajo control.

Finalmente, tanto las presiones sobre los precios de los alimentos como sobre los de los regulados, que en el pasado ocasionaron alzas transitorias de la inflación, se mantuvieron contenidas en esta oportunidad. En el caso de los alimentos, las condiciones climáticas fueron favorables, permitiendo una oferta buena y estable, y los costos de producción habrían resultado favorecidos por rebajas arancelarias asociadas con la entrada en vigencia del TLC con los Estados Unidos desde el año pasado y con las rebajas del impuesto al valor agregado (IVA) ordenadas por la reforma tributaria de comienzos de año. Con respecto a los regulados, las presiones provenientes de los precios internacionales del petróleo y el gas fueron menores en esta oportunidad, disminuyendo sustancialmente los ajustes tarifarios en energía y gas domiciliarios, por lo menos en los primeros meses del año. En mayo y junio, sin embargo, se presentaron alzas (no anticipadas) de alguna consideración en energía, las cuales se concentraron en Bogotá, y cuyo origen responde a incrementos en los costos de la generación de energía por menores niveles de los embalses (Cuadro 3).

Los pronósticos del Banco indican que la inflación anual deberá aumentar lentamente en la segunda mitad del año.

2. Perspectivas para el resto de 2013

Los ejercicios de pronóstico efectuados por el Banco de la República, teniendo en cuenta la evolución de las principales variables macroeconómicas y las acciones de política tomadas en meses anteriores, indican que la inflación anual al consumidor deberá aumentar lentamente en la segunda mitad del año, acercándose a la meta del 3,0%, pero manteniéndose siempre por debajo de ella. La convergencia plena a esta cifra tan solo se lograría a mediados de 2014. De esta forma, la probabilidad de que la inflación se sitúe dentro del rango meta de largo plazo definido por la JDBR es alta, tanto para el año en curso como para el próximo (véase el *Informe sobre Inflación* de marzo de 2013).

Para los próximos dos trimestres se prevé un aumento leve en la variación anual del IPC de transables, relacionada en parte con la depreciación reciente del peso. También se espera una aceleración en la variación anual del IPC de regulados en la medida en que el precio interno de los combustibles resulta afectado por el tipo de cambio, y porque la base de comparación con el segundo semestre del año pasado, para dicha subcanasta, es baja dadas las disminuciones que se hicieron en las tarifas de algunos servicios públicos en aquella oportunidad. Cabe señalar que estos pronósticos no contemplan las reducciones anunciadas en el caso de las tarifas de recolección de basuras para la mayoría de ciudades del país. Por otro lado, se supone que el precio internacional del petróleo y otros combustibles se mantienen en los niveles observados en la actualidad, por lo menos durante el resto del año. En el IPC de alimentos también deberá presentarse una aceleración de la variación anual.

De todas maneras, varios de los factores que se identificaron previamente, y que sugieren pocas presiones inflacionarias, seguirían vigentes durante buena parte de lo que resta del año. Es el caso de la evolución de la demanda: si bien se contempla un mayor ritmo de actividad económica a partir del segundo trimestre del año y, en especial, durante el segundo semestre (de tal forma que el crecimiento del año completo se sitúe alrededor de 4%), ello no llevaría a que la brecha del producto sea considerablemente positiva. Así, las presiones de demanda sobre los precios continuarán siendo limitadas en lo que resta del año y hacia 2014 podrían ser un poco mayores, pero no tan significativas en la medida en que se prevé un crecimiento cercano al potencial o no inflacionario (alrededor de 4,0%).

Por el lado de los costos, tampoco se anticipan presiones relevantes en los próximos trimestres. En el caso de los no laborales, los precios internacionales de las materias primas, incluyendo el petróleo, deberán mantenerse estables o incluso podrían presentar algunas reducciones. Y en materia de costos laborales, el mercado de trabajo estaría equilibrado en lo que resta del año, dadas las estimaciones de crecimiento del empleo. Adicionalmente, las disminuciones de los parafiscales ordenadas por la reforma tributaria, implican una reducción de los costos de contratación para un segmento importante de trabajadores.

Es muy alta la probabilidad de que la inflación anual al consumidor al finalizar el año 2013 se sitúe dentro del rango meta.

Las reducciones en las tasas de interés de política aplicadas hasta marzo de 2013 continuaron transmitiéndose a las tasas de interés de ahorro y de crédito.

De todas maneras, estos pronósticos enfrentan algunos riesgos tanto hacia arriba como hacia abajo. Al alza, se encuentra una depreciación más pronunciada que la observada hasta el momento. En la actualidad no se puede descartar que la expectativa de un retiro gradual de los estímulos monetarios en los Estados Unidos provoque una depreciación adicional a la ya observada, que genere presiones alcistas sobre los precios de los transables superiores a las previstas. Esto es más probable que suceda si simultáneamente se observa una aceleración del crecimiento, como lo sugieren los pronósticos.

Un segundo riesgo alcista puede provenir de la evolución de los precios de los alimentos, dado que la senda central de inflación proyectada para los próximos trimestres contempla alzas moderadas en estos, incluyendo los perecederos. Sin embargo, sus niveles son en la actualidad bajos en relación con los demás precios de la canasta del consumidor, por lo que podrían desestimular las siembras y afectar la oferta en la segunda mitad de este año o a comienzos del próximo. La consecuencia podría ser un aumento transitorio de los precios de los alimentos más fuerte que el previsto, lo que podría tener algunos efectos permanentes sobre la inflación en caso de afectar las expectativas.

Por su parte, el principal riesgo a la baja sigue estando relacionado con un eventual deterioro de las condiciones externas, bien sea por una prolongación del estancamiento en las economías avanzadas o por un deterioro de las economías emergentes más grandes. Si bien esta situación puede acarrear una aceleración de la depreciación del peso, sus efectos alcistas serían más que compensados por las presiones a la baja en la inflación, causadas por una menor demanda externa e interna y por una reducción marcada en los precios del petróleo y otras materias primas.

D. POLÍTICA MONETARIA, TASAS DE INTERÉS Y SECTOR FINANCIERO

En lo corrido del presente año las tasas de interés para depósitos y cartera han descendido en mayor medida que la tasa de política. En particular, la tasa de interés para adquisición de vivienda disminuyó más rápido a partir de la promulgación del Decreto 701 de 2013 a finales de abril.

Como se mencionó, el PIB de los primeros tres meses del año y los indicadores de actividad económica del segundo trimestre indican que la economía colombiana creció por debajo de su capacidad productiva. En materia de inflación, en el primer semestre su tasa anual se situó cerca del límite inferior del rango meta (2%) y las expectativas de la misma a diferentes plazos se mantuvieron por debajo del 3%. Con lo anterior, junto con las proyecciones de demanda agregada, las estimaciones sugieren una elevada probabilidad de que al finalizar el año la inflación se sitúe en el rango meta.

Por el lado del crédito, el crecimiento de la cartera total en moneda nacional y el de sus diferentes modalidades continuó desacelerándose. Pese a lo anterior, a junio todos los destinos de los préstamos (comercial, consumo e hipotecario) crecían a una tasa mayor que la del PIB nominal. Esto en un contexto en el cual las reducciones en las tasas de interés de política aplicadas hasta marzo de 2013 continuaron transmitiéndose a las tasas de interés de ahorro y de crédito. De esta

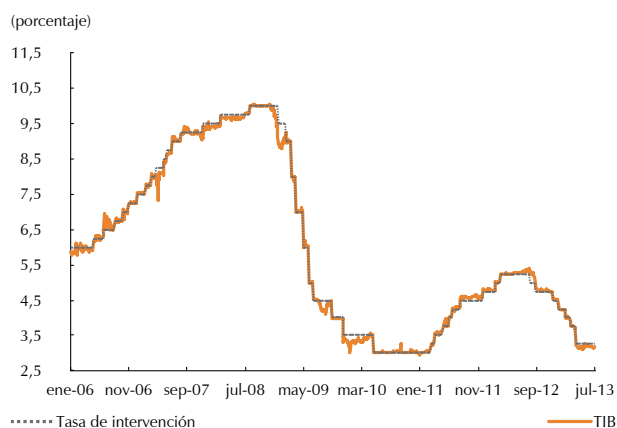
forma, en términos reales, las tasas de interés de los diferentes tipos de préstamos a junio se encuentran por debajo de sus promedios históricos calculados desde 2000 (exceptuando las de tarjetas de crédito).

Ante este escenario, y con la evaluación del balance de riesgos, entre mayo y junio de 2013 la Junta Directiva consideró conveniente mantener la tasa de interés de intervención en 3,25%. Cabe esperar que las acciones de política monetaria y fiscal realizadas hasta el momento contribuyan a que en el transcurso del año el producto se sitúe cerca de su nivel potencial.

1. Comportamiento de las tasas de interés durante 2013

Gráfico 22

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 5 de julio de 2013.

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

a. Tasas de interés bancarias

En lo corrido del año hasta junio la JDBR redujo la tasa de interés de referencia en 100 pb, desde un nivel de 4,25% en diciembre de 2012 a 3,25% a finales de marzo pasado⁵. Este recorte se transmitió plenamente a la tasa de interés interbancaria a un día (TIB), la cual descendió 110 pb durante el mismo período y presentó un nivel de 3,17% a finales de junio de 2013 (Gráfico 22).

Por su parte, en lo corrido del año a junio las tasas de interés nominales pasivas del sistema financiero se redujeron en una mayor proporción que la tasa de interés de política. Igual resultado se presentó en las tasas nominales activas, excepto para el caso de la de consumo (gráficos 23 a 25). En el Cuadro 4 se

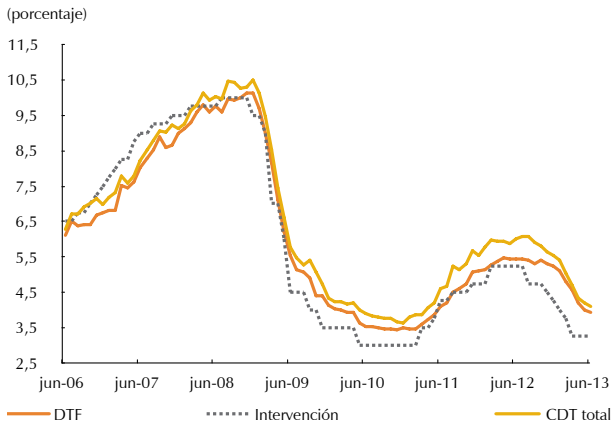
resumen las principales tasas de interés del sistema financiero y se comparan sus reducciones entre enero y junio de 2013 con la presentada en la tasa de interés de referencia.

Vale la pena destacar el comportamiento de la tasa de interés hipotecaria, la cual presentó una reducción de 207 pb en lo corrido del año con corte a junio. Buena parte de esta disminución se observó en los últimos dos meses (111 pb). Este resultado es, en gran medida, producto del Decreto 701 de 2013 que estableció un subsidio por siete años a la tasa de interés de los créditos de vivienda nueva bajo ciertas condiciones, siempre que la tasa anual máxima fuera de 9,5% para los créditos denominados en pesos o de 6,5% para los denominados en unidades

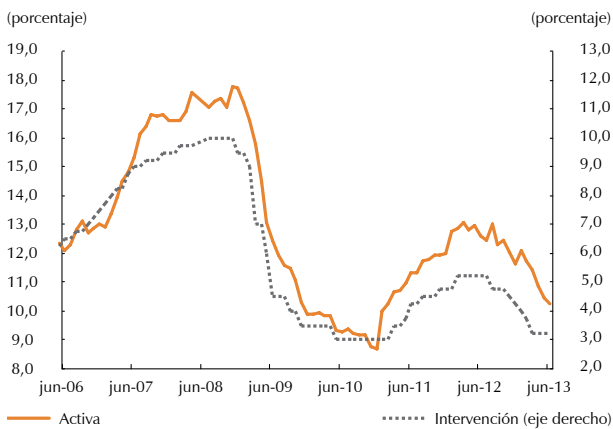
⁵ En enero y febrero redujo la tasa de interés de política en 25 pb en cada ocasión y en marzo lo hizo en 50 pb.

Gráfico 23

A. Tasas de interés pasivas y tasa de interés de intervención del Banco de la República (nominales)



B. Tasas de intervención del Banco de la República y tasa activa del sistema^{b/}



a/ La información corresponde al promedio del mes monetario, excepto para la tasa de intervención, en cuyo caso la información está 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.

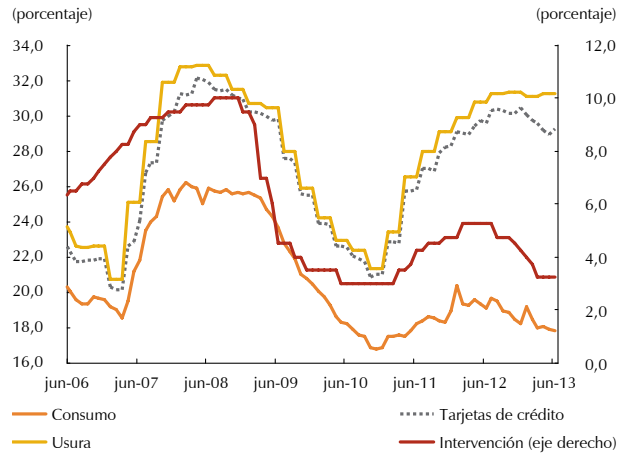
b/ La información corresponde al promedio del mes monetario, excepto para la tasa de intervención, en cuyo caso la información está a fin de mes. La tasa activa es el promedio ponderado por monto de las tasas de los créditos de consumo, preferencial, ordinario y tesorería. Debido a la alta rotación del 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.

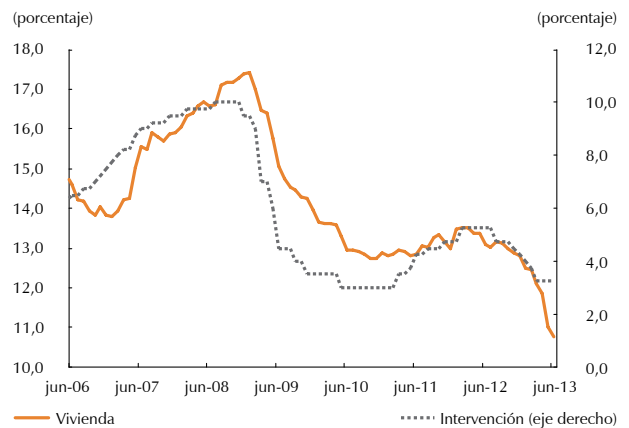
Gráfico 24

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

A. Consumo



B. Vivienda



a/ La información corresponde al promedio del mes monetario, excepto para la tasa de intervención, en cuyo caso la información está a fin de mes.

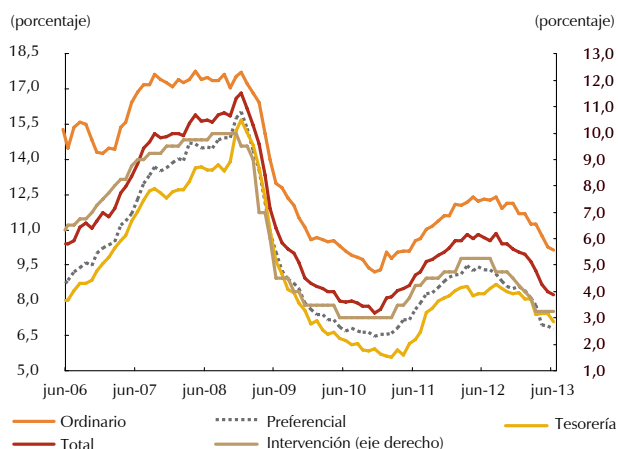
Fuentes: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia.

de valor real (UVR)⁶. Lo anterior implicó una reducción de cerca de 2,5 pp en la tasa de interés reportada por los establecimientos de crédito para desembolsos sobre vivienda nueva con precios que hoy oscilan entre \$79,6 y \$197,5 millones⁷.

6 El Decreto 701 de 2013 estableció por los primeros siete años un subsidio de tasa de 2,5% en los créditos para viviendas nuevas avaluadas entre 135 y 335 salarios mínimos mensuales legales vigentes (SMMLV), el cual se aplicará a nuevos créditos desembolsados a partir del 6 de mayo y hasta agotar el número de coberturas.

7 Una vez aplicado el subsidio se espera una tasa de interés efectiva cercana al 7% anual para el deudor que clasifique para el subsidio. Sin embargo, en las tasas de interés hipotecarias reportadas por el sistema financiero solamente se refleja la reducción realizada por las entidades y por tanto no considera el subsidio otorgado por el Gobierno.

Gráfico 25
Tasas nominales de interés de créditos comerciales y de intervención del Banco de la República^{a/}



a/ La información corresponde al promedio del mes monetario, excepto para la tasa de intervención, en cuyo caso la información está 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.

Adicionalmente, las tasas de interés sobre otros créditos hipotecarios también se han visto reducidas debido al interés que han manifestado los bancos de apoyar la política gubernamental para dinamizar la construcción de vivienda e incentivar su adquisición.

En términos reales, las tasas de interés de créditos en todas sus modalidades también descendieron a lo largo del año. Exceptuando tarjetas de crédito, los niveles a junio se encuentran por debajo de sus promedios históricos calculados desde el año 2000 (Gráfico 26).

b. Mercado de deuda pública

El comportamiento del mercado de deuda pública en lo corrido de 2013 puede dividirse en dos períodos. El primero, entre enero y abril, el cual se caracterizó por valorizaciones de los TES en un entorno de reducciones en las tasas de política monetaria y condiciones

locales favorables. A partir de mayo las tasas de los TES registraron correcciones al alza, y en el caso de las tasas de mediano y largo plazos, más que compensaron las disminuciones presentadas hasta ese momento. Estos incrementos son atribuidos en especial a las preocupaciones del mercado por la posible disminución o finalización del programa de compra de activos de la Reserva Federal, antes de lo esperado.

Cuadro 4
Principales tasas nominales de interés del sistema financiero

	Tasa de interés de política ^{a/}	Tasas pasivas ^{b/}		Tasas activas ^{b/}				
		DTF	CDT	Total ^{c/}	Consumo	Tarjeta de crédito ^{d/}	Hipotecario ^{e/}	Comercial ^{f/}
dic-12	4,25	5,22	5,54	11,64	18,26	30,48	12,82	10,06
ene-13	4,00	5,12	5,39	12,08	19,21	30,09	12,51	9,95
feb-13	3,75	4,82	5,03	11,72	18,45	29,77	12,44	9,63
mar-13	3,25	4,57	4,70	11,43	18,01	29,54	12,10	9,27
abr-13	3,25	4,21	4,34	10,88	18,06	29,20	11,86	8,67
may-13	3,25	3,98	4,19	10,49	17,89	28,93	11,00	8,38
jun-13	3,25	3,94	4,11	10,27	17,87	29,26	10,75	8,26
Diferencia (junio de 2013 a diciembre de 2012 (pb))	(100)	(129)	(143)	(137)	(39)	(121)	(207)	(181)

a/ Corresponde al valor a fin de mes.

b/ Corresponde al promedio mensual.

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

d/ No incluye compras a un mes ni avances.

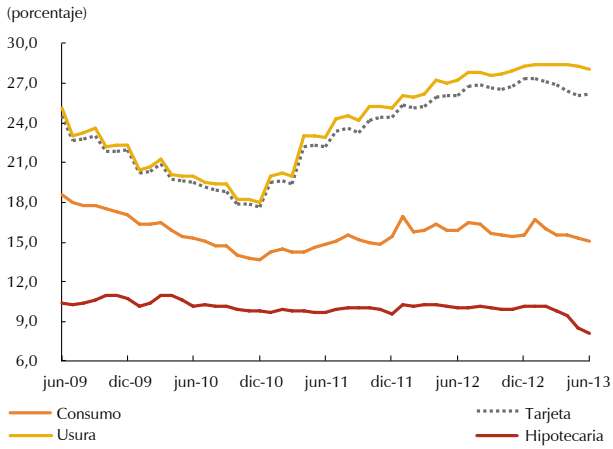
e/ Corresponde al promedio de las tasas de adquisición de vivienda.

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

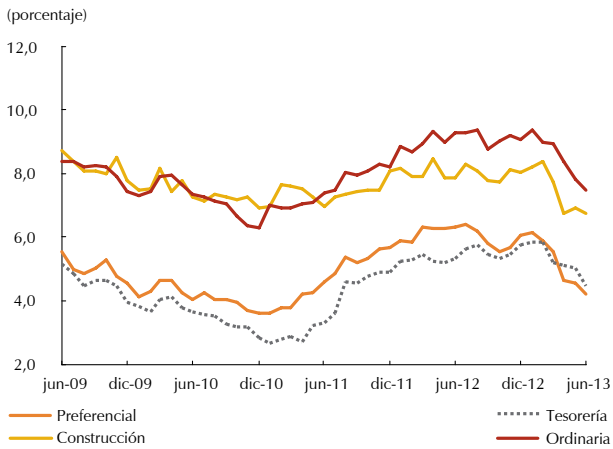
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

Gráfico 26

A. Tasas de interés real de los hogares^{a/}

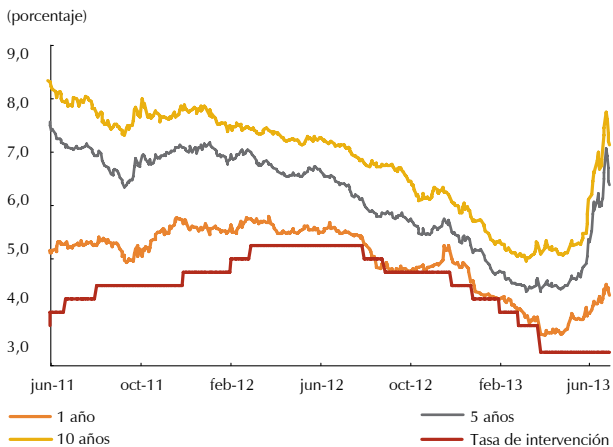


B. Tasas de interés real de consumo^{a/}



a/ IPC sin alimentos.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 27
Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de subasta de expansión del Banco de la República

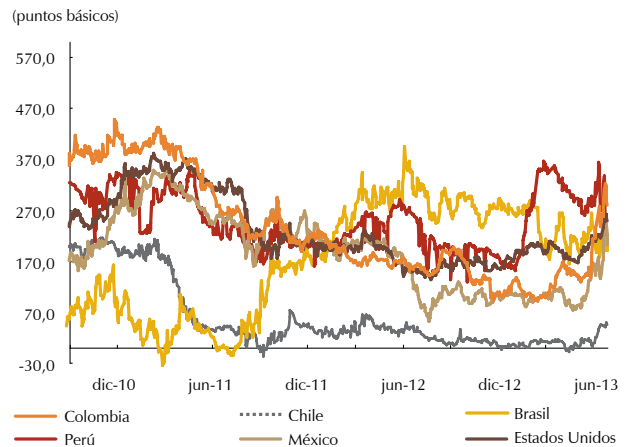


Fuentes: SEN y MEC; cálculos del Banco de la República.

De esta manera, en lo corrido de 2013 hasta el 28 de junio, los TES denominados en pesos se han desvalorizado en los tramos medio y largo. Las tasas de títulos que vencen entre 0 y 2 años disminuyeron en promedio 2 pb, mientras que las tasas de los títulos que vencen entre 2 y 5 años y entre 5 y 15 años registraron en promedio incrementos de 95 pb y 137 pb, respectivamente⁸ (Gráfico 27). El empinamiento de la curva ha sido afín al de las curvas de otros países de la región, cuyas pendientes también han aumentado (con excepción de la de Brasil), aunque en la mayoría de los casos en magnitudes inferiores (Gráfico 28)⁹.

Como se mencionó, entre enero y abril todas las tasas de los TES registraron disminuciones, alcanzando en algunos casos niveles mínimos históricos. Este comportamiento estuvo asociado con las reducciones de la tasa de referencia del Banco de la República, así como con datos de inflación inferiores con las expectativas del mercado en los primeros tres meses del año. Adicionalmente, las tasas se comportaron positivamente ante la mejora de la perspectiva (de estable a positiva) de la

Gráfico 28
Pendientes de las curvas cero cupón en América Latina y los Estados Unidos



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

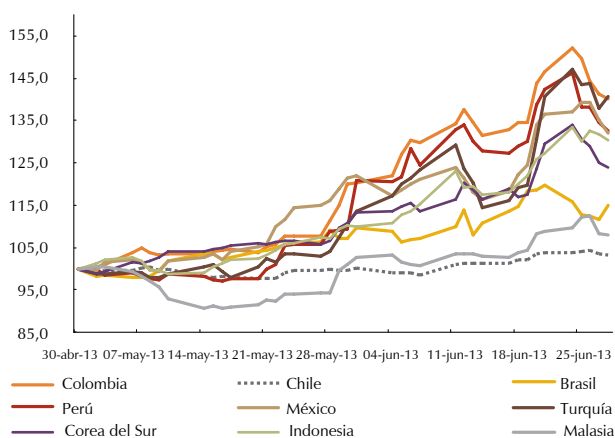
8 Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el Emisor con metodología de Nelson y Siegel (1987).

9 Las pendientes son medidas como la diferencia entre las tasas cero cupón a 10 años y las tasas cero cupón a 1 año. Para Chile esta diferencia es calculada con la tasa cero cupón a 9 años.

calificación de la deuda colombiana de largo plazo en moneda extranjera por parte de la agencia Fitch Ratings¹⁰ y el posterior aumento de esta calificación por parte de S&P¹¹.

Gráfico 29
Índice de las tasas cero cupón a 10 años, en América Latina y otros países emergentes

(base 100 = 30 de abril)



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

Desde mayo las tasas aumentaron, en mayor medida lo hicieron las de mediano y largo plazos, y compensaron las disminuciones presentadas hasta abril. Así, las tasas de los títulos que vencen entre 0 y 2 años, 2 y 5 años y entre 5 y 15 años registraron aumentos de 68 pb, 163 pb y 199 pb, respectivamente. Este comportamiento también se ha observado en la región y en otros países emergentes (Turquía, Corea del Sur, Indonesia y Malasia) (Gráfico 29) y puede atribuirse principalmente a factores internacionales, como el incremento en la percepción de riesgo como respuesta a las preocupaciones del mercado por la posible disminución o finalización del programa de compra de activos de la Reserva Federal, antes de lo esperado. Adicionalmente, las tasas de Colombia se vieron influenciadas por factores locales como la incertidumbre generada por el impacto que tendría, en caso de ser aprobado, el proyecto de decreto que modificaría el cálculo de la rentabilidad mínima

de los fondos de pensiones obligatorias¹² y por los datos de inflación de los meses de abril y mayo, que resultaron superiores a los esperados por el mercado. Vale la pena mencionar que durante los últimos días de junio, al igual que la de Colombia, las pendientes de las curvas de los demás países analizados han presentado correcciones a la baja, como puede observarse en el Gráfico 29.

A partir de mayo se observó un incremento de las tasas de interés de los TES, en particular de los tramos a mayor plazo, debido a la incertidumbre provocada por los anuncios de la Fed.

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

Como se ha mencionado en otras ocasiones, en un esquema en el cual el banco central suministra toda la liquidez necesaria para mantener las tasas de interés de mercado de acuerdo 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

10 El 6 de marzo Fitch Ratings revisó la perspectiva de la calificación de deuda soberana de Colombia (BBB-) de estable a positiva.

11 La calificación pasó de BBB- a BBB el 24 de abril. La calificación de las agencias Fitch y R&I es BBB-. De igual manera, la de Moodys es Baa3 (equivalente a BBB-).

12 La modificación en el índice de referencia para el cálculo de la rentabilidad mínima de los fondos de pensiones obligatorias (FPO) podría generar incentivos para que este tipo de entidades sustituyan inversiones en TES por otros activos, por ejemplo activos en el exterior.

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

A finales de junio de 2013 el crecimiento nominal anual de la base monetaria fue 11,47%. No obstante, debido a su comportamiento estacional, entre enero y junio de 2013 su saldo presentó una reducción de \$2.876 miles de millones (mm) (Cuadro 5). La principal fuente de la contracción de la liquidez en pesos correspondió a los mayores depósitos de la Dirección General de Crédito Público y el Tesoro Nacional (DGCPTN) en el Banco de la República (\$5.690 mm) y a los mayores depósitos remunerados de control monetario (\$5.310 mm). Lo anterior fue compensado de manera parcial principalmente por las compras de divisas por parte del banco central en el mercado por \$7.521 mm (US\$4.119,5 m).

Cuadro 5
Fuentes de la base monetaria
(miles de millones de pesos)
(variación trimestral)^{a/}

Concepto	2012					2013		
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Total	I trim.	II trim.	Total
I. Gobierno	(4.835)	(12.869)	988	13.802	(2.914)	(5.221)	(5.779)	(11.001)
Traslado de utilidades en pesos	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósitos en el Banco de la República	(4.835)	(12.869)	988	15.843	(872)	(228)	(5.462)	(5.690)
Depósitos remunerados de control monetario	0	0	0	(2.041)	(2.041)	(4.994)	(317)	(5.310)
II. TES de regulación	(10)	(151)	(245)	(37)	(442)	(919)	(220)	(1.139)
Compras definitivas	0	0	0	0	0	0	0	0
Ventas definitivas	0	0	0	0	0	(893)	(218)	(1.111)
Vencimiento	(10)	(151)	(245)	(37)	(442)	(26)	(1)	(27)
III. Operación de liquidez del Emisor	(2.843)	13.445	(5.565)	(6.292)	(1.255)	(4.162)	5.452	1.290
Expansión ^{b/}	(2.883)	12.883	(5.273)	(5.947)	(1.220)	(840)	1.910	1.070
Contracción	40	562	(292)	(345)	(35)	(3.323)	3.542	220
IV. Divisas^{c/}	1.383	2.109	2.558	2.645	8.695	3.789	3.732	7.521
Subasta de compra directa	1.383	2.109	2.558	2.645	8.695	3.789	3.732	7.521
V. Otros	160	342	263	274	1.039	250	203	452
Variación total de la base	(6.144)	2.877	(2.001)	10.392	5.124	(6.264)	3.388	(2.876)
Saldo de la base monetaria	45.195	48.072	46.071	56.463	56.463	50.199	53.587	53.587

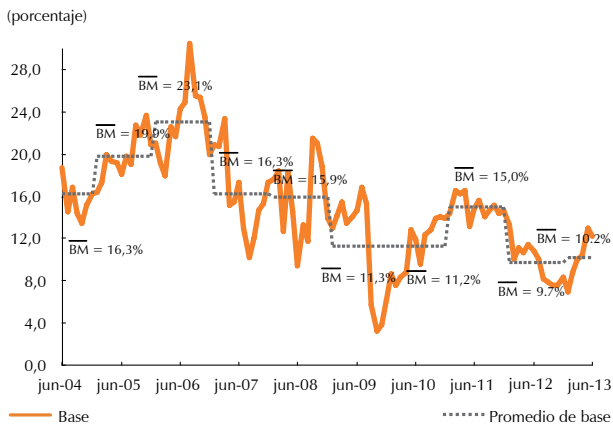
a/ Estas cifras corresponden al cierre del mes calendario.

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

c/ No se incluyen las operaciones con organismos internacionales.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 30
Base monetaria
(variación porcentual anual de promedios mensuales)



Fuente: Banco de la República.

ii. Usos de la base monetaria

En lo corrido de 2013 hasta junio la base monetaria presentó un variación promedio anual de 10,2% en términos nominales, superior a la observada en 2012 (Gráfico 30). En el último trimestre se ha visto una aceleración en su ritmo de crecimiento, resultado de lo registrado en el efectivo, el cual, después de mostrar variaciones anuales cercanas al 3,9% a finales de 2012, aumentó a una tasa de 10,3% en promedio en junio de 2013.

b. Fuentes y usos de los establecimientos de crédito

Como se observa en el Cuadro 6, los depósitos (pasivos sujetos a encaje [PSE]) continúan siendo la principal fuente de fondeo de los establecimientos de crédito. A finales de junio de 2013 su saldo presentó un incremento anual de \$45.099 mm, alcanzando un nivel de \$282.961 mm, con un crecimiento anual de 19,0%. El destino más importante de los recursos de los establecimientos de crédito continúa siendo los préstamos. En particular, a finales de junio de 2013 la cartera bruta en moneda nacional presentó un incremento anual de \$28.720 mm, llegando a un saldo de \$242.633 mm, con una tasa de crecimiento anual de 13,4%. Esto significó una desaceleración frente al crecimiento del año anterior de 18,7 pp. Por su parte, a finales de junio de 2013 la variación anual del saldo a precios de mercado de las inversiones en moneda nacional de los establecimientos de crédito fue \$7.389 mm (11,7%).

El comportamiento de los PSE condujo a un crecimiento promedio anual del M3 (efectivo más PSE) de 15,7% durante el período enero-junio de 2013 (Gráfico 31).

Al incluir el valor de las titularizaciones de cartera hipotecaria y las ventas de cartera para administración mediante los derechos fiduciarios dentro de la cartera bruta de los establecimientos de crédito, en el último año con corte a junio se presentó una variación anual de \$28.436 mm (12,9%), y su saldo ascendió a \$248.043 mm (Cuadro 7).

En el segundo trimestre el crecimiento real del crédito bancario se estabilizó para las diferentes modalidades, con excepción de la cartera de consumo, que continuó moderándose.

La desaceleración del crédito en moneda nacional se dio en todas las modalidades de cartera, en especial en la de consumo. Para esta última, en junio de 2013 se observó un crecimiento anual de 13,2%, frente a 21,2% un año antes (-8,0 pp). Por su parte, para esta misma fecha las carteras comercial, hipotecaria y microcrédito presentaron incrementos anuales de 12,1%, 14,3% y 20,3%, respectivamente, menores en 4,4, 1,8 y 0,8 pp frente al año anterior.

Por su parte, a finales de junio el saldo en pesos de la cartera en moneda extranjera presentó un incremento anual de 47,9% (36,8% expresado en dólares). Si bien

Cuadro 6
Principales cuentas del balance de los establecimientos de crédito
(miles de millones de pesos)

	SalDOS fin de mes ^{a/}			Variación anual absoluta		Variación porcentual anual	
	Jun-11	Jun-12	Jun-13	Jun-12	Jun-13	Jun-12	Jun-13
Activo							
Posición propia de contado ^{b/}	1.318	4.730	6.079	3.475	909	263,7	19,2
Reserva bancaria	15.782	18.829	21.331	3.047	2.501	19,3	13,3
OMA pasiva del Banco de la República y depósitos remunerados no constitutivos de encaje	3	2	406	(1)	404	(25,9)	n. a. ^{e/}
Total cartera bruta con leasing en moneda nacional ^{c/}	180.159	213.912	242.633	33.753	28.720	18,7	13,4
Inversiones	57.608	63.214	70.602	5.606	7.389	9,7	11,7
Otros activos netos ^{d/}	(1.309)	2.927	3.418	4.173	932		31,8
Total activo	253.561	303.614	344.469	50.053	40.855	19,7	13,5
Pasivo	209.404	251.312	286.387	41.908	35.075	20,0	14,0
Repos con el Banco de la República	6.615	13.450	3.426	6.835	(10.024)	103,3	(74,5)
PSE	202.789	237.862	282.961	35.073	45.099	17,3	19,0
Cuentas corrientes	30.092	32.652	39.842	2.560	7.190	8,5	22,0
Ahorros	88.317	97.535	120.861	9.218	23.326	10,4	23,9
CDT	60.632	79.428	91.484	18.795	12.056	31,0	15,2
Bonos	15.778	19.025	21.374	3.246	2.349	20,6	12,3
Depósitos fiduciarios	4.686	5.135	5.491	449	355	9,6	6,9
Depósitos a la vista	3.281	4.087	3.909	806	(178)	24,6	(4,4)
Repos con el sector real	2	0	0	(2)	0	(100,0)	0,0
Patrimonio	44.157	52.302	58.082	8.145	5.780	18,4	11,1
Total pasivo más patrimonio	253.561	303.614	344.469	50.053	40.855	19,7	13,5

a/ La información corresponde a los cierres monetarios de 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.

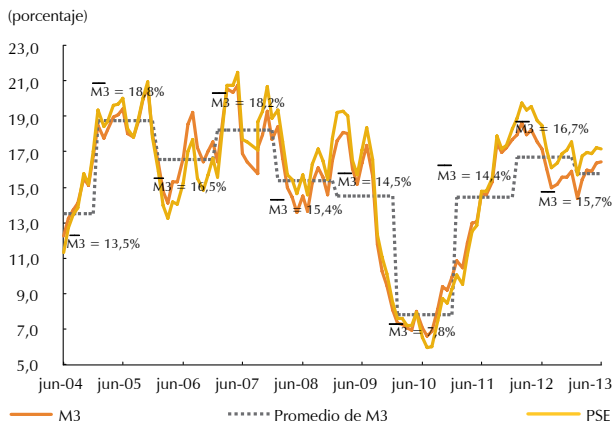
e/ No aplica por ser mayor a 1.000%.

Fuente: Banco de la República.

este crecimiento es superior en 43 pp frente al registrado un año atrás, la aceleración del mismo se observó a finales de 2012 y se ha estabilizado en las últimas semanas.

En términos reales¹³, luego de una recuperación importante entre el segundo trimestre de 2010 y el segundo semestre de 2011, la cartera ajustada en moneda nacional 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 y a

Gráfico 31
Agregado amplio M3
(variación porcentual anual de promedios mensuales)



Fuente: Banco de la República.

10,2% en junio de 2013 (Gráfico 32). Por modalidad de crédito se observa que la reducción del nivel real de cada tipo se detuvo en los últimos meses, excepto para consumo. A finales de junio de 2013 la variación anual real de la cartera comercial, incluido el microcrédito, fue 9,8% y la de consumo fue 10,5%.

3. Algunas medidas de riesgo del sistema financiero

A continuación se muestra la exposición de los principales intermediarios financieros a los riesgos de mercado, de crédito y de liquidez y se presentan los resultados más importantes de la encuesta sobre la situación del crédito que el Banco de la República aplicó en junio de 2013.

Dado el comportamiento reciente del mercado de TES, se estimó que las posibles pérdidas que tendrían las diferentes entidades del sector financiero se acercan a los \$12,2 billones (b). Así mismo, la exposición al riesgo de mercado, estimada con el valor en riesgo (VaR)¹⁴, presentó un aumento significativo entre el 26 de abril y el 5 de julio de 2013.

14 Es una medida que permite estimar la máxima pérdida que puede experimentar una institución en su portafolio de inversión en un horizonte de un día y a un nivel de confianza de 99%.

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

	Saldo en miles de millones de pesos fin de junio de			Crecimiento porcentual anual		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
A. Moneda nacional	186.627	220.167	248.603	19,8	18,0	12,9
Comercial ^{b/}	107.463	125.267	140.460	17,4	16,6	12,1
Consumo	53.838	65.241	73.863	24,8	21,2	13,2
Hipotecaria ajustada ^{c/}	20.039	23.255	26.573	17,1	16,0	14,3
Microcrédito	5.286	6.405	7.708	34,6	21,2	20,3
B. Moneda extranjera	11.848	12.433	18.389	109,4	4,9	47,9
Total cartera ajustada (A + B)	198.474	232.600	266.992	23,0	17,2	14,8
Memo ítem						
Hipotecaria ^{d/}	13.572	17.000	21.333	9,4	25,3	25,5

a/ Datos al cierre del mes monetario.

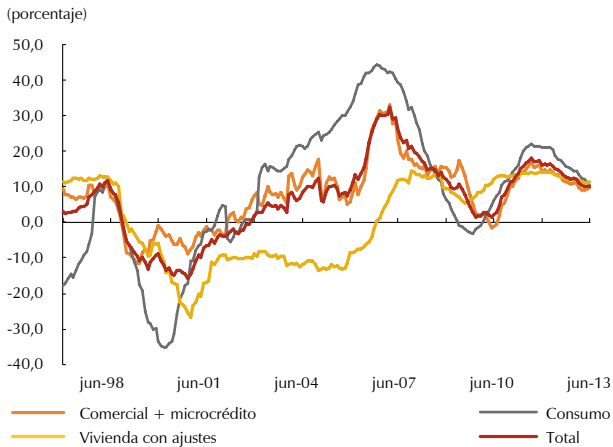
b/ Incluye ventas de cartera para manejo a través de derechos fiduciarios.

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.

Gráfico 32
Variación porcentual de la cartera bruta real^{a/}
(moneda legal)



a/ Se utilizó el IPC sin alimentos. No incluye entidades financieras especiales (bancos de segundo piso).
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, Titularizadora Colombia; cálculos del Banco de la República.

Con respecto a los indicadores de riesgo de crédito¹⁵, se encuentra que el de mora (IM) para la cartera total presentó un ligero deterioro, al pasar de 3,3% a 3,4% entre mayo de 2012 y un año después. Por otro lado, el de calidad (IC) mostró una leve mejora, al pasar de 6,8% a 6,7%. Sin embargo, este indicador se deterioró para los préstamos de microcrédito, comportamiento que se viene observando desde diciembre de 2012.

Por su parte, los niveles de liquidez de las entidades financieras se incrementaron a partir de agosto de 2012 y los ejercicios de estrés indican que los intermediarios financieros pueden resistir retiros considerables de sus depósitos en un horizonte de hasta cuatro semanas.

a. *Riesgo de mercado*

El riesgo de mercado del portafolio propio y administrado de TES de las entidades financieras, toma en cuenta su evolución y un ejercicio de sensibilidad, para cuantificar las pérdidas por valoración del portafolio en que aquellas incurrieron en los últimos meses. Adicionalmente, se calculó el VaR como una medida que permite estimar la máxima pérdida que puede experimentar una institución en su portafolio de inversión.

Al 5 de julio de 2013 los portafolios que concentran la mayor cantidad de TES¹⁶ expuestos a pérdidas por valoración son los manejados por las administradoras de fondos de pensiones (AFP), sociedades fiduciarias (SFD) y bancos comerciales¹⁷ (Cuadro 8). Dichos portafolios en TES alcanzaron un valor de \$44,8 b, \$38,7 b y \$26,1 b, respectivamente, y son superiores en \$1 b, \$2,2 b para las AFP y SFD, e inferiores en \$2,4 b para los bancos comerciales, con respecto a lo registrado el 26 de abril de 2013. Por su parte, las compañías de seguros mostraron un ligero aumento en su portafolio de \$0,27 b, mientras que el portafolio de TES de las sociedades comisionistas de bolsa (SCB) disminuyó en \$0,14 b.

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

16 De acuerdo con la normativa de la Superintendencia Financiera de Colombia, los títulos que se incluyen son las inversiones en títulos negociables, disponibles para la venta, entregados en operaciones repo y simultáneas, y las posiciones en corto resultantes de la venta o uso de títulos recibidos en operaciones repos y simultáneas. Véase el anexo 1 del capítulo 21 de la Circular Básica Contable de la Superintendencia Financiera.

17 El portafolio analizado de TES de los bancos comerciales, corporaciones financieras, compañías de financiamiento, cooperativas financieras y compañías de seguros es propio. Por su parte, para las AFP, las SCB y las SFD, además del propio, se analizan los recursos administrados de terceros.

Cuadro 8
Saldo y duración del portafolio de TES

Saldo y duración	Saldo expuesto a riesgo de mercado (billones)			Duración (años)		
	26-Abr	5-Jul	Diferencia	26-Abr	5-Jul	Diferencia
Establecimientos de crédito						
Bancos comerciales	28,51	26,11	(2,39)	2,80	2,77	(0,03)
Corporaciones financieras	1,32	1,39	0,07	4,01	2,86	(1,15)
Compañías de financiamiento	0,02	0,01	(0,00)	2,90	1,95	(0,94)
Cooperativas financieras	0,02	0,03	0,01	4,29	6,41	2,12
Instituciones financieras no bancarias (IFNB)						
Fondos de pensiones	43,76	44,76	1,00	10,83	9,82	(1,01)
Posición propia	0,02	0,03	0,01	5,19	4,42	(0,77)
Posición terceros	43,74	44,73	0,99	5,64	5,40	(0,24)
Sociedades comisionistas de bolsa	0,66	0,52	(0,14)	4,82	4,60	(0,22)
Posición propia	0,26	0,28	0,01	2,75	2,26	(0,48)
Posición terceros	0,40	0,25	(0,15)	2,08	2,34	0,26
Sociedades fiduciarias	36,53	38,74	2,20	8,42	8,03	(0,39)
Posición propia	1,45	1,46	0,01	4,39	4,16	(0,24)
Posición terceros	35,09	37,28	2,19	4,03	3,87	(0,15)
Compañías de seguros	4,69	4,96	0,27	4,19	4,41	0,15
Sistema	115,51	116,52	1,01	4,25	4,15	(0,10)

Fuente: DCV; cálculos del Banco de la República.

Como aproximación de las pérdidas por desvalorización que han enfrentado las entidades financieras en los últimos meses, se calculó el cambio en la valoración del portafolio, empleando la variación de la curva cero cupón entre el 26 de abril y el 5 de julio de 2013 (Cuadro 9). En tal escenario, las posibles pérdidas del sistema se estiman en cerca de \$12,2 b. Las entidades más afectadas serían los bancos comerciales, la posición de terceros administrada por los fondos de pensiones y por las sociedades fiduciarias, además de las compañías de seguros.

En relación al VaR durante el período estudiado, se observa que esta medida para el sistema pasó de 0,56% del valor del portafolio de TES el 26 de abril de 2013 a 1,18% el 5 de julio de 2013 (Cuadro 10), lo cual se explica por el aumento en la volatilidad de los retornos de los TES en los últimos meses.

La desvalorización reciente de los TES afectó principalmente los portafolios de los bancos comerciales y la posición de terceros administrada por las AFP y las SFD.

De esta forma, debido a que aumentó la exposición al riesgo de mercado para la mayoría de los sectores analizados, es importante continuar con su monitoreo cercano, dado que un cambio en la volatilidad, posición y duración podría significar resultados adversos sobre sus utilidades.

Cuadro 9
Pérdidas estimadas por cambio en el valor del portafolio

Pérdidas por cambio en el valor del portafolio	Portafolio del 26 de abril				
	Evaluable con la curva cero cupón del 26 de abril (billones)	Evaluable con la curva cero cupón del 5 de julio (billones)	Pérdidas (billones)	Pérdidas como porcentaje del valor de portafolio al 26 de abril (porcentaje)	Pérdidas como porcentaje del patrimonio (porcentaje)
Establecimientos de crédito					
Bancos comerciales	41,80	39,69	2,11	5,04	4,42
Corporaciones financieras	1,64	1,52	0,12	7,32	2,66
Compañías de financiamiento	0,03	0,03	0,00	4,79	0,07
Cooperativas financieras	0,03	0,03	0,00	8,38	0,46
Instituciones financieras no bancarias (IFNB)					
Fondos de pensiones					
Posición propia	0,11	0,10	0,01	10,36	0,45
Posición terceros	55,73	49,96	5,77	10,35	3,83
Sociedades comisionistas de bolsa					
Posición propia	0,32	0,30	0,02	4,98	1,94
Posición terceros	0,45	0,43	0,01	3,17	0,13
Sociedades fiduciarias					
Posición propia	1,92	1,76	0,16	8,52	5,14
Posición terceros	43,88	40,47	3,41	7,77	1,64
Compañías de seguros	8,34	7,71	0,63	7,50	6,54
Sistema	154,25	142,01	12,24	7,93	2,78

Fuente: DCV; cálculos del Banco de la República.

Cuadro 10
Valor en riesgo (VaR)

VaR	Valor de la fecha analizada			Valor promedio del mes		
	26-Abr	5-Jul	Diferencia	Abril	Julio	Diferencia
(porcentaje)						
Establecimientos de crédito						
Bancos comerciales	0,57	0,60	3,78	0,55	0,60	5,49
Corporaciones financieras	0,44	0,70	25,55	0,42	0,70	27,41
Compañías de financiamiento	0,38	0,36	-1,96	0,48	0,36	-11,64
Cooperativas financieras	0,64	2,10	145,90	0,82	2,10	128,17
Instituciones financieras no bancarias (IFNB)						
Fondos de pensiones						
Posición propia	0,60	1,54	93,57	0,81	1,54	73,08
Posición terceros	0,52	2,02	150,01	0,86	2,02	115,49
Sociedades comisionistas de bolsa						
Posición propia	0,52	0,48	-3,24	0,48	0,48	0,74
Posición terceros	0,34	0,81	47,30	0,67	0,81	14,35
Sociedades fiduciarias						
Posición propia	0,87	1,33	46,34	0,95	1,33	38,31
Posición terceros	0,65	0,73	7,96	0,71	0,73	1,33
Compañías de seguros	0,47	1,66	118,97	0,65	1,66	100,36
Sistema	0,56	1,18	61,66	0,68	1,18	50,12

Nota: pérdidas como porcentaje del portafolio. Fuente: DCV; cálculos del Banco de la República.

Los indicadores de riesgo de crédito muestran tendencias moderadas pero mixtas, con deterioro para el indicador de mora y una mejora en la calidad de la cartera.

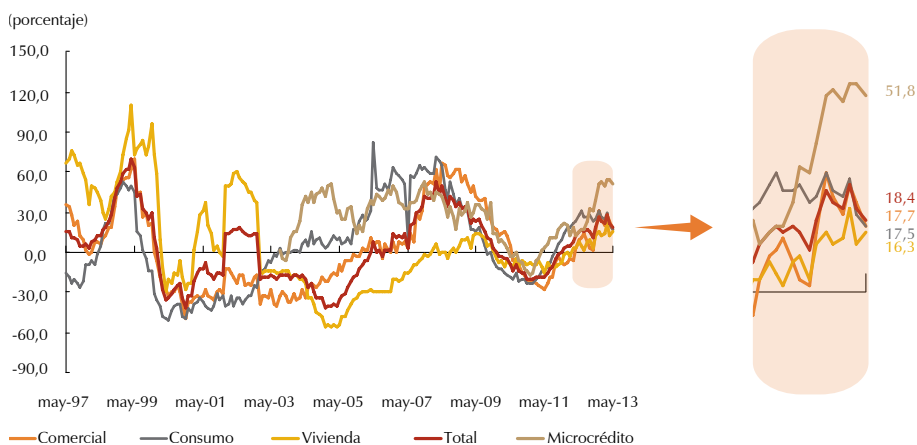
b. Riesgo de crédito

A mayo de 2013 en términos anuales la cartera vencida total creció a una tasa real de 18,4%, valor superior al registrado por la cartera bruta (12,8%) en dicho período (Gráfico 33, panel A). La cartera vencida de la modalidad de vivienda creció 16,3%, mientras que su cartera bruta (sin titularizaciones) lo hizo al 22,4%. Por otro lado, la cartera riesgosa total presentó un crecimiento real anual de 12,0%, cifra superior en 6,5 pp a la registrada un año atrás (5,5%). Para los créditos de consumo la cartera riesgosa pasó de crecer 21,7% en mayo de 2012 a 11,3% un año después (Gráfico 33, panel B).

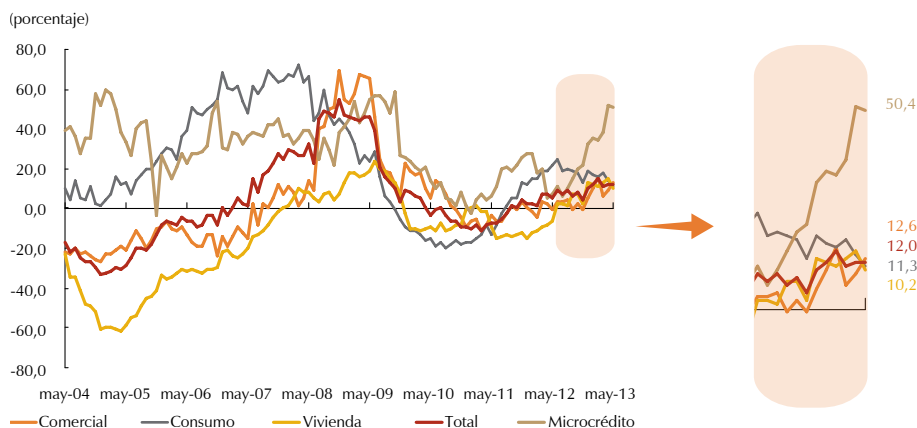
Dado el comportamiento de la cartera vencida y la desaceleración en el portafolio de créditos de los intermediarios financieros durante el último año, el IM aumentó en 16 pb, ubicándose en 3,4% en mayo de 2013. Por modalidad de crédito, los

Gráfico 33

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.

De acuerdo con la encuesta sobre la situación del crédito, los intermediarios percibieron una recuperación de la demanda de crédito durante el segundo trimestre.

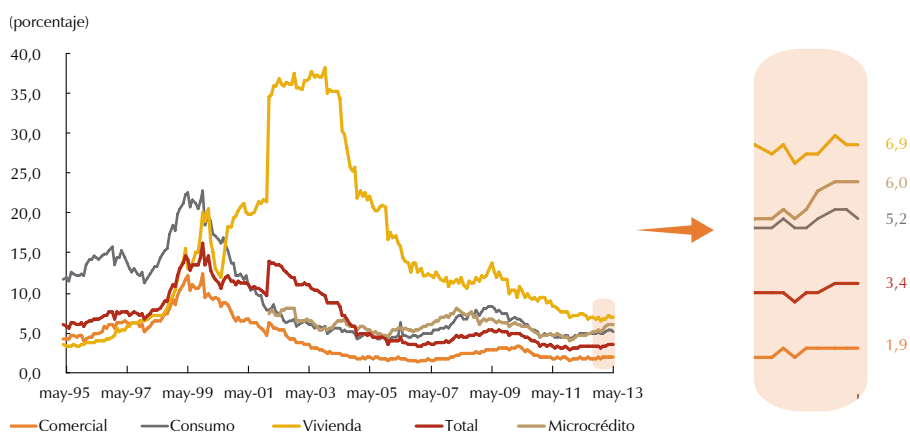
préstamos de microcrédito y la cartera de consumo presentaron los mayores deterioros en este indicador, ubicándose en 6,0% y 5,2% a mayo de 2013, en su orden (Gráfico 34, panel A, y Cuadro 11).

En contraste, se advierte una relativa mejora en el IC de la cartera total, el cual se ubicó en mayo de 2013 en 6,7%, cuando un año atrás había sido 6,8%, como resultado de un comportamiento mixto por modalidad. Dicho indicador aumentó para el microcrédito, pasando de 6,7% a 8,6% (Gráfico 34, panel B, y Cuadro 11); en tanto que para la cartera comercial se mantuvo en 6,3%. Para consumo y vivienda el IC pasó de 8,0% a 7,9% y de 5,3% a 4,8%, en su orden. Cabe mencionar que los indicadores de riesgo se ubican por debajo del promedio calculado entre enero de 2006 y mayo de 2013, con excepción de los de microcrédito (Cuadro 11).

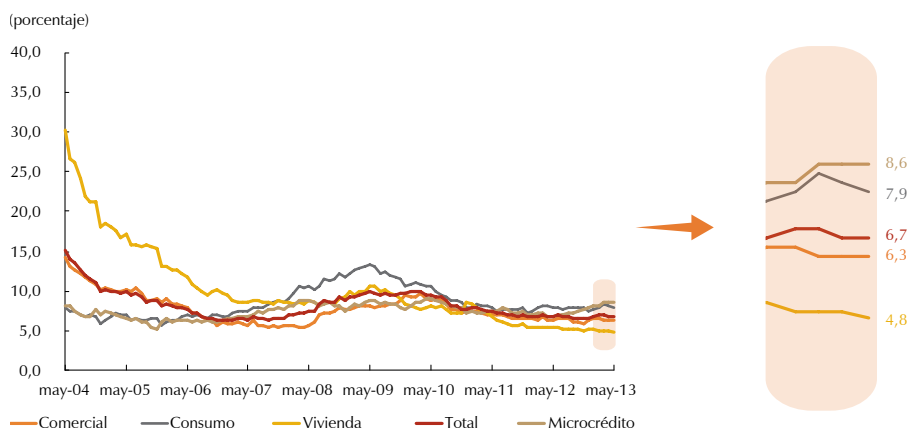
Como respuesta al mayor riesgo aumentó el ritmo de crecimiento de las provisiones, al pasar de 11,8% en mayo de 2012 a 12,4% un año después. La dinámica de

Gráfico 34

A. Indicador de mora



B. Indicador de calidad de la cartera



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

Cuadro 11
Indicadores de riesgo de crédito

Modalidad	Indicador de mora (IM)			Indicador de calidad (IC)		
	May-12	May-13	Promedio enero de 2006 a mayo de 2013	May-12	May-13	Promedio enero de 2006 a mayo de 2013
Cartera total	3,3	3,4	4,0	6,8	6,7	7,7
Comercial	1,8	1,9	2,1	6,3	6,3	7,0
Consumo	5,0	5,2	5,7	8,0	7,9	8,9
Vivienda	7,3	6,9	10,5	5,3	4,8	8,1
Microcrédito	4,7	6,0	5,8	6,7	8,6	7,6

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

las provisiones fue inferior a la de la cartera vencida (18,4%), y superior a la de la cartera riesgosa (12,0%), lo que llevó a que el indicador de cubrimiento (relación provisiones a cartera vencida) disminuyera con respecto a lo observado en mayo de 2012, al pasar de 141,2% a 134,1%.

En cuanto a la encuesta sobre la situación actual del crédito en Colombia, a junio de 2013 los resultados sugieren una ligera recuperación en la demanda por crédito, contrario a lo que se observó en el primer trimestre del año. En particular, los bancos apreciaron una mayor dinámica en las solicitudes en todas las modalidades, a excepción de las de microcrédito, donde el balance de respuestas permaneció igual que en marzo de 2013. Por el lado de la oferta, se observó que durante el segundo trimestre de 2013 la mayoría de entidades encuestadas mantuvo iguales sus exigencias para otorgar créditos o las aumentaron, mientras que una proporción muy pequeña indicó haberlas disminuido.

En el último año la capacidad de respuesta de los intermediarios ha mejorado frente a retiros inesperados de depósitos, registrando siempre indicadores de liquidez por encima de los límites regulatorios.

c. Riesgo de liquidez

Para medir la capacidad de respuesta frente a las obligaciones de corto plazo se empleó el indicador de riesgo de liquidez (IRL), implementado por la Superintendencia Financiera en 2009, el cual se construye como la diferencia entre el acervo de activos líquidos de cada entidad (disponible e inversiones líquidas) y una estimación de los requerimientos de liquidez de corto plazo. El indicador se calcula para horizontes de siete y treinta días¹⁸.

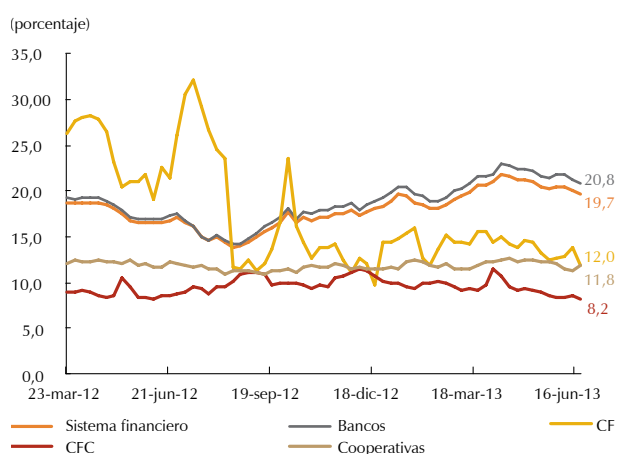
En el indicador los activos líquidos son valorados a precio de mercado, teniendo en cuenta deducciones que simulan un escenario de estrés, y el requerimiento

18 Una modificación al esquema para la medición del riesgo de liquidez de fondeo en los establecimientos de crédito 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. Así mismo, 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.

neto de liquidez se construye a partir de los egresos netos de cada entidad. 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.

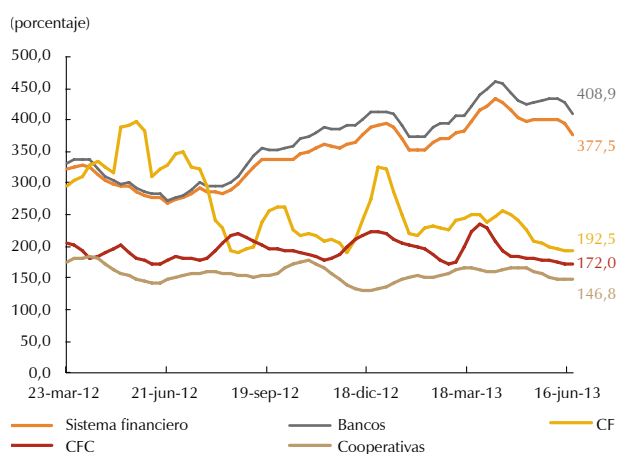
Los resultados del IRL¹⁹ para el período comprendido entre el 10 de marzo de 2012 y el 21 de junio de 2013 muestran que la liquidez del sistema en su conjunto

Gráfico 35
IRL escalado a 30 días
(grupos de establecimientos)



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

Gráfico 36
IRL_R a 30 días



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

se incrementó a partir de junio de 2012, pasando de 17,9% a 19,7% (Gráfico 35). Esto estuvo explicado principalmente por el comportamiento del indicador de los bancos, el cual aumentó durante el período mencionado, mientras que el de los demás establecimientos de crédito se mantuvo relativamente estable. No obstante, en los meses recientes se aprecia una leve tendencia decreciente en el indicador de los bancos, las corporaciones financieras y las compañías de financiamiento.

En el caso de los bancos la tendencia decreciente obedece a una leve disminución en las inversiones líquidas. No obstante, los indicadores se mantienen muy por encima del límite regulatorio, lo cual sugiere una posición holgada que les permite sobrellevar choques importantes en sus depósitos. Por su parte, el IRL muestra una mayor volatilidad para las corporaciones financieras, la cual refleja su tipo de negocio, donde pueden presentarse cambios importantes en la tenencia de activos líquidos.

La Superintendencia Financiera utiliza, además, un indicador que se construye como la razón entre activos líquidos y el requerimiento neto de liquidez (IRL_R). Este indicador debe ser superior al 100% en los horizontes de tiempo analizados. Como se observa en el Gráfico 36, las cooperativas y las compañías de financiamiento manejan los menores niveles de activos líquidos en relación con sus requerimientos de corto plazo. No obstante, estos son superiores al mínimo requerido.

Finalmente, se realizó un ejercicio de estrés sobre los indicadores de liquidez para los bancos en los horizontes de siete y treinta días, considerando un choque

19 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 el horizonte de treinta días. Dada la alta volatilidad del indicador, se utiliza una media ponderada de las últimas cuatro semanas.

inesperado de retiros de los depósitos de 4%²⁰. De acuerdo con los resultados, los activos líquidos que mantienen las entidades son suficientes para enfrentar el aumento en los requerimientos netos de liquidez, derivado del choque.

20 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.

POLÍTICA MONETARIA Y TRANSMISIÓN DE TASAS DE INTERÉS

La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) utiliza los instrumentos de política monetaria para cumplir el mandato constitucional de velar por la estabilidad de precios, en coordinación con una política general que propenda por el crecimiento sostenido del producto y el empleo. La estrategia de inflación objetivo se implementó para cumplir con dicho mandato. Con ella se pretende alcanzar y mantener una inflación baja y estable, y suavizar las fluctuaciones del producto y del empleo alrededor de sus sendas sostenibles de largo plazo. Consideraciones de tipo macroprudenciales, como por ejemplo la estabilidad financiera del país, también son variables de análisis en un régimen de inflación objetivo más amplio.

Bajo la estrategia de inflación objetivo la JDBR realiza un análisis del estado de la economía y del nivel de precios, así como de sus expectativas y proyecciones, para evaluar si se requiere modificar su principal instrumento, la tasa de interés de referencia (tasa repo a un día). Los cambios en dicha tasa deberían conducir a la inflación a la meta de largo plazo (3%) mediante los llamados canales de transmisión de la política monetaria.

Uno de los canales es el de crédito bancario. Por medio del cual, un descenso en la tasa de interés de intervención de un banco central debería trasladarse a las tasas de mercado de igual y mayor plazo (tanto de captación como de préstamos). Ello incentivaría la demanda de crédito y, como resultado, los beneficiarios aumentarían el consumo y la inversión. La mayor demanda agregada generaría un alza en los precios. El efecto contrario en el crecimiento y la inflación se esperaría con un alza en la tasa repo a un día.

Por lo anterior, en política monetaria es muy importante la velocidad y el rezago con que se transmiten los cambios en la tasa de intervención hacia las diferentes tasas de interés de crédito. La efectividad de la transmisión depende de las condiciones económicas presentes y de la estructura y condiciones propias del mercado de crédito. Por ejemplo, el riesgo asociado con cada tipo de préstamo, los distintos plazos a los cuales las entidades financieras adquieren y otorgan los recursos en la economía, la existencia o no de colateral, la calidad de la cartera, entre otros, pueden afectar la transmisión y generar diferentes grados de reacción entre las distintas tasas de interés de los préstamos. En este contexto, cabe esperar que la respuesta de estas a los cambios en la tasa de política no sea inmediata y se presente con cierto rezago.

Entre julio de 2012 y marzo de 2013 la JDBR redujo la tasa de interés de referencia en 200 puntos base (pb), desde 5,75% a 3,25%. Desde el inicio de dichas reducciones hasta junio del presente año, se han observado descensos similares en las tasas de interés de las diferentes modalidades de crédito y de las principales tasas de captación. Hasta el momento las tasas de interés que más se han reducido son las de créditos preferenciales (-251 pb), de préstamos ordinarios (-215 pb), las hipotecarias (-228 pb) y de consumo (-179 pb). Por su parte, las tasas que exhiben una menor reacción son las de tarjetas de crédito (-95 pb) y de microcrédito (-119 pb). Las de captación también se han reducido: CDT total (-189 pb) y DTF (-150 pb). Estos resultados reflejan una buena transmisión de la política monetaria.

Las condiciones de la economía, junto con las acciones de política monetaria, generaron una oportunidad para incrementar el ritmo de acumulación de reservas internacionales.

E. SECTOR EXTERNO Y DECISIONES DE POLÍTICA CAMBIARIA

En los últimos años los aumentos en los ingresos externos, tanto por las operaciones de la cuenta corriente como por las de capital, han ejercido presión sobre la tasa de cambio real hacia la apreciación. Las cifras más recientes de la balanza de pagos reflejaron una ampliación del déficit en la cuenta corriente desde 2,0% del PIB en el primer trimestre de 2012 a 3,4% en los primeros tres meses del presente año. Por el lado del financiamiento, el superávit alcanzó 6,1% del PIB, superior en 3,5 pp al de un año atrás. Ello se ha dado en un entorno de menores primas de riesgo país, de elevados términos de intercambio y de una amplia liquidez internacional.

No obstante, el comportamiento reciente de los anteriores factores habrían sugerido una tasa de cambio real menos apreciada. Si bien el contexto económico mundial ha mejorado, la recuperación sigue enfrentando riesgos importantes. Adicionalmente, el anuncio de la Fed sobre la posibilidad de reducir la expansión monetaria generó incertidumbre en los mercados y el costo de financiamiento externo aumentó. Así, nuestra creciente economía y su mayor inserción global, además de una mayor profundización financiera y endeudamiento externo, han incrementado el riesgo de iliquidez internacional y hacen necesario monitorear las reservas internacionales del país.

En 2013 las condiciones de la economía y del mercado cambiario, junto con las acciones de política monetaria, generaron una oportunidad para incrementar el ritmo de acumulación de reservas internacionales por parte del Banco de la República. Esto último, 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. Específicamente, durante el primer semestre del año el Banco de la República adquirió US\$4.119,5 m. Lo anterior, junto con las compras de reservas anunciadas hasta septiembre constituiría la mayor acumulación observada en un año dentro del esquema de inflación objetivo²¹.

Con el anterior escenario de compras de reservas y en medio de una elevada incertidumbre internacional por los anuncios de la Fed de reducir posiblemente su expansión monetaria, en promedio entre enero y junio de 2013 se presentaron depreciaciones importantes tanto en términos nominales (7,9%) como reales (4,9%, tanto para la tasa de cambio real medida con IPP como con IPC).

En 2013 se alcanzaría la mayor acumulación de reservas observadas en un año dentro del esquema de inflación objetivo.

1. Balance externo de Colombia en el primer trimestre de 2013

En lo corrido de 2013 hasta marzo, la balanza de pagos del país registró un déficit en la cuenta corriente por US\$3.038 m (3,4% del PIB trimestral), superior en US\$1.359 m al observado el año anterior para el mismo período, cuando fue de

21 El 28 de enero la JDBR extendió el programa de subastas diarias de compra de dólares con el cual acumularía al menos US\$3.000 m entre febrero y mayo. El 31 de mayo se anunció que continuaría el programa con el fin de acumular al menos US\$2.500 m entre junio y septiembre.

En el primer trimestre del año el déficit en cuenta corriente ascendió a US\$3.038 m (3,4% del PIB), superior al de un año atrás (US\$1.680 m; 2,0% del PIB).

US\$1.680 m (2,0% del PIB) (Cuadro 12). La ampliación del déficit fue resultado principalmente del menor superávit registrado en la balanza comercial²², y en menor medida de mayores egresos en el comercio de servicios y una disminución en las transferencias netas corrientes. Lo anterior estuvo compensado parcialmente por una reducción en los egresos netos por renta de factores, debido al descenso en las utilidades obtenidas por las empresas con capital extranjero.

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

	Cuenta corriente	
	2012 Ene-mar (pr)	2013 Ene-mar (pr)
Cuenta corriente (A + B + C + D)	(1.680)	(3.038)
(porcentaje del PIB)	(2,0)	(3,4)
A. Bienes (1 + 2)	2.255	683
1. Comercio general de bienes (a - b)	2.416	779
a. Exportaciones	15.394	13.952
Tradicionales	11.255	9.754
Café	575	465
Petróleo y derivados	8.240	7.910
Carbón	2.176	1.199
Ferroñíquel	264	181
No tradicionales	4.139	4.198
b. Importaciones FOB	12.978	13.173
2. Operaciones especiales de comercio exterior	(161)	(96)
B. Servicios no factoriales	(1.102)	(1.223)
C. Renta de los factores	(3.949)	(3.509)
D. Transferencias corrientes	1.116	1.012
Cuenta financiera y variación de las reservas internacionales brutas (RIB)		
	2012 Ene-mar (pr)	2013 Ene-mar (pr)
Cuenta financiera (1 + 2)	2.205	5.410
(porcentaje del PIB)	2,6	6,1
1. Inversión extranjera neta en Colombia	3.469	3.392
(porcentaje del PIB [IED])	4,1	3,8
Extranjera en Colombia	3.617	3.706
Petróleo	1.062	997
Resto	2.554	2.709
Colombiana en el exterior	148	314
2. Otros flujos de capital (sector público + sector privado)	(1.264)	2.018
Errores y omisiones	309	(305)
Variación de las RIB ^{a/}	834	2.068

(pr): preliminar.

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

Fuente: Banco de la República.

La ampliación en el déficit fue resultado del menor superávit registrado en la balanza comercial.

El menor balance superavitario en el comercio exterior de bienes se presentó en un contexto de aumento del valor de las importaciones (1,5%) y de disminución del valor exportado (-9,4%). La reducción de las exportaciones estuvo asociada particularmente con la caída en los precios de los principales productos y con los menores volúmenes despachados de carbón, en especial este último afectado por los problemas de oferta en este sector. De esta manera, las ventas externas de carbón en dólares registraron una caída anual de 44,9%, las de ferroníquel disminuyeron 31,4%, las de café cayeron 19,1% y las de petróleo y derivados lo hicieron en 4% anual. Por su parte, desde el año pasado las importaciones mostraron una desaceleración como respuesta a un menor dinamismo de la demanda interna.

Adicionalmente, el déficit en el comercio de servicios fue superior en US\$121 m y las transferencias corrientes fueron inferiores en US\$105 m a lo registrado un año atrás. Por otra parte, los egresos netos por renta de factores fueron menores en US\$439 m (11,1%) en comparación con el valor registrado el año anterior.

El déficit corriente fue financiado con un superávit de la cuenta de capital y financiera de 6,1% del PIB trimestral (US\$5.410 m), monto superior en US\$3.205 m al registrado un año atrás. El superávit observado durante el primer trimestre del año se origina en ingresos de capital extranjero por US\$7.634 m y salidas de capital colombiano para constituir activos en el exterior por US\$2.224 m.

Del total de los ingresos de capital extranjero, la IED participó con el 49%, la inversión de portafolio representó el 40% y los préstamos y otros créditos externos el 11%. Entre enero y marzo de este año, frente a lo observado un año atrás, los ingresos de capital extranjero aumentaron 39,1%, jalonados principalmente por el incremento en los montos de las inversiones de portafolio en Colombia, que pasaron de US\$1.279 m en 2012 a US\$3.061 en 2013, y por los nuevos créditos externos, que registraron un valor superior en US\$276 m. Los capitales externos por IED en el país aumentaron anualmente 2,5% en el primer trimestre, alcanzando un valor de US\$3.617 m, recursos absorbidos en especial por las actividades de petróleo y minería (44,7%), industria manufacturera (23,6%), establecimientos financieros (10,6%), transporte y comunicaciones (9,6%) y comercio (8,1%).

Las salidas de capital colombiano al exterior alcanzaron US\$2.224 m, principalmente relacionadas con la constitución de depósitos y préstamos en el exterior y la adquisición de inversiones de portafolio. En cuanto a la inversión directa en Colombia en el exterior, en lo acumulado de enero a marzo los flujos totalizaron US\$314 m, monto superior en US\$166 m a igual trimestre del año anterior. Las otras inversiones consistieron en egresos netos por US\$101 m del sector público y por US\$1.809 m del sector privado.

La cuenta financiera registró un superávit de US\$5.410 m (6,1% del PIB), monto superior en US\$3.205 m al observado un año atrás.

Entre enero y marzo de 2013 por transacciones de la balanza de pagos se acumularon US\$2.068 m de reservas internacionales brutas, resultado de las compras netas de divisas del Banco de la República a los intermediarios cambiarios por US\$2.113 m, ingresos por rendimiento neto de las reservas internacionales por US\$116 m y egresos netos por otras operaciones del Banco de la República por US\$161 m.

La proyección de la balanza de pagos para 2013 muestra un déficit de cuenta corriente superior al observado el año anterior (-3,2% del PIB).

2. Proyecciones de la balanza de pagos para el año 2013

Para el año 2013 la proyección del balance externo de la economía colombiana está determinada, en parte, por una demanda global que mantiene un ritmo de crecimiento moderado, debido tanto a la desaceleración esperada para las economías emergentes como a la lenta recuperación de las avanzadas. Lo anterior se suma a unos menores precios para los principales productos básicos de exportación de Colombia frente a los registrados el año anterior y a los problemas de oferta locales observados durante el primer trimestre del año, en particular de los sectores extractivos, y que tendrán efecto sobre los crecimientos esperados en los volúmenes de este tipo de exportaciones. En consecuencia, para 2013 se estima un menor nivel de las exportaciones en dólares con respecto a lo registrado el año anterior.

Por su parte, de acuerdo con lo esperado en términos del desempeño de la demanda interna colombiana, para todo el año se proyecta un crecimiento moderado de las importaciones. De esta forma, el superávit comercial para el presente año será menor que el observado en 2012.

En cuanto a los egresos netos por renta de factores, se estima una reducción frente a lo registrado el año anterior, asociada principalmente con las menores utilidades remitidas por las industrias extractivas, dados los menores precios internacionales de estos productos. Por su parte, se estima un leve aumento de los ingresos netos por transferencias, consistente con las proyecciones de crecimiento de los Estados Unidos y de España, principales fuentes de remesas para el país. Como resultado, la proyección de la balanza de pagos para 2013 muestra un déficit de cuenta corriente superior al observado el año anterior (-3,2% del PIB). El rango dentro del cual se podría encontrar dicho déficit estará determinado por la evolución del entorno internacional y de los precios de los principales bienes de exportación.

Finalmente, se espera que el desbalance externo negativo de 2013 siga siendo financiado, especialmente, por recursos de IED, los cuales se proyectan en niveles similares a los de 2012. A lo anterior se suman los recursos por inversión extranjera de portafolio, los cuales durante el primer semestre del año fueron impulsados por las condiciones de liquidez mundial y por la reforma tributaria, pero que se estima se verán afectados en la segunda parte del año por los efectos de los recientes anuncios de la Fed sobre los mercados financieros internacionales. Por último, se presentaría un ligero aumento en el endeudamiento externo de acuerdo con las proyecciones del financiamiento del sector público no financiero.

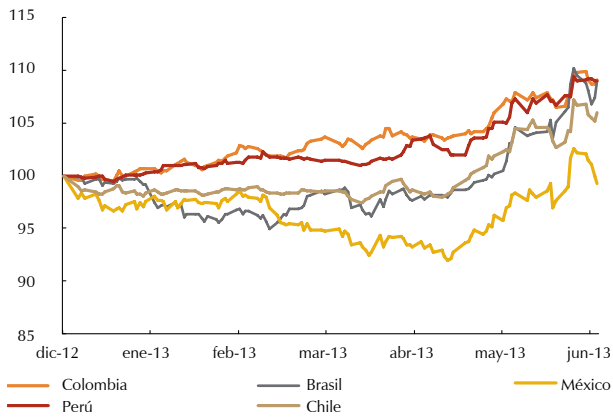
3. Evolución de la tasa de cambio

En lo corrido de 2013 al 28 de junio, la tasa de cambio nominal (TCN) peso-dólar se ha depreciado 1,8% frente a lo registrado en promedio en el primer semestre de 2012. Con respecto al cierre del año, la TCN promedio mensual pasó de \$1.768 a \$1.909 en junio, acumulando una depreciación de 8%. En la región, entre el 28 de diciembre de 2012 y el 28 de junio se depreciaron el sol peruano (9,6%), el

En lo corrido del año a junio la tasa de cambio nominal se depreció 1,8% frente a lo registrado en promedio en el primer semestre de 2012. Para el mismo período la TCR se depreció 4,2% y 1,1% para las medidas con IPP e IPC, respectivamente.

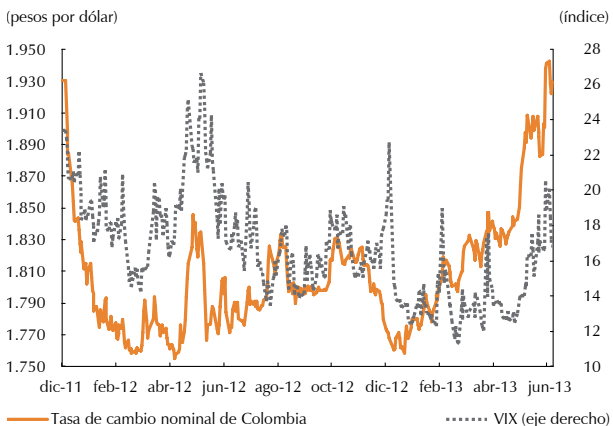
Gráfico 37
Índices de tasas de cambio nominales de algunos países de América Latina

(índice base 100 = 28 de diciembre de 2012)



Fuentes: Set FX y Bloomberg.

Gráfico 38
Tasa de cambio nominal y VIX



Fuentes: Set FX y Bloomberg.

real brasilero (9%) y el peso chileno (9%), mientras que se apreció el peso mexicano (0,7%)²³ (Gráfico 37). El comportamiento de estas monedas estuvo determinado por la dinámica de la percepción de riesgo internacional medida a través del VIX (Gráfico 38) y las primas de riesgo, y algunos datos de crecimiento de la región que resultaron inferiores a los esperados. Las monedas de países desarrollados como el euro, la libra esterlina y el yen también se depreciaron frente al dólar estadounidense en 1,6%, 6,2% y 15,3%, respectivamente.

La depreciación del peso colombiano se ha dado en un contexto de mayores compras de dólares por parte del Banco de la República y de acciones del Gobierno que han implicado menores monetizaciones y mayor demanda de divisas²⁴. Adicionalmente, el comportamiento de la moneda estuvo influenciado por episodios de incertidumbre en el entorno internacional, que motivaron la preferencia de los agentes por el dólar estadounidense, tendencia que se vio particularmente acentuada a partir del mes de abril. Dentro de dichos episodios se destacan: i) la posibilidad de que la Reserva Federal reduzca o termine, antes de lo esperado, su programa de expansión monetaria mediante la compra de activos, como consecuencia de signos de recuperación en la actividad económica; ii) las reducciones en los pronósticos de crecimiento mundial por parte de varios organismos internacionales, ante los débiles datos de crecimiento económico publicados en especial en Europa y China²⁵; iii) la incertidumbre económica y política en Europa²⁶, y iv) la falta de un acuerdo entre el gobierno y los congresistas republicanos para evitar

23 El comportamiento de estas monedas fue similar al del peso colombiano, aunque se depreciaron particularmente a partir del mes de abril.

24 El Gobierno anunció que reduciría las operaciones de endeudamiento externo de 2013 y que compraría dólares para atender los pagos de deuda externa. Además, publicó un proyecto de decreto para modificar la medición de la rentabilidad mínima a los fondos de pensiones obligatorias, que incentivaría la sustitución de activos locales por extranjeros.

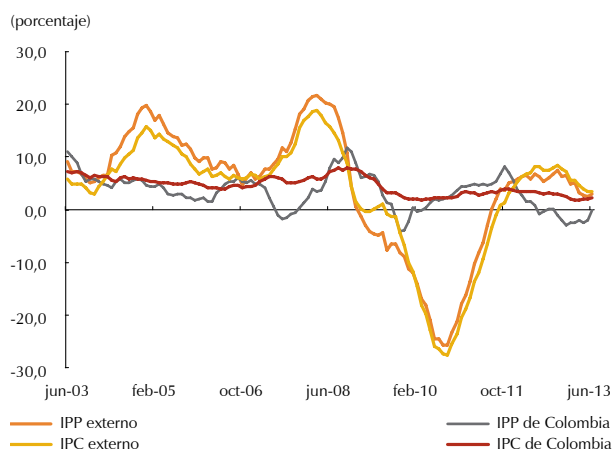
25 El PIB de la zona del euro disminuyó 0,2% en el primer trimestre, completando seis trimestres consecutivos de contracción (esp.: -0,1%, ant.: -0,6%). A su vez, el PIB de China del primer trimestre se expandió 7,7% frente al mismo periodo del año anterior (esp.: 8%, ant.: 7,9%), registrando su menor ritmo de crecimiento desde el tercer trimestre de 2012.

26 Asociado principalmente a la débil situación fiscal de Chipre, a la inestabilidad política en España e Italia y al deterioro en la calificación crediticia de algunos países europeos.

un recorte automático de gastos en los Estados Unidos²⁷. De otra parte, vale la pena resaltar que en la región fueron publicados datos de crecimiento económico menores a los esperados²⁸.

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. En términos multilaterales con información a junio, frente al promedio de monedas de nuestros socios comerciales el peso se ha apreciado 1,3% con respecto a lo observado en promedio en 2012. Esto, como resultado principalmente de la mayor depreciación del bolívar y del yen frente al dólar (57,4% y 19,9%, respectivamente).

Gráfico 39
Inflación externa e interna



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Adicionalmente, una medida de competitividad debería incluir una comparación del precio relativo de producir un bien nacionalmente o en el exterior. En efecto, si en un período los precios externos (P^*) suben más que los internos (P), 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 en el país frente a comprarlo en el exterior. En el Gráfico 39 se observa que desde comienzos de 2012 la inflación tanto en términos del IPC como del IPP ha sido menor en Colombia que en nuestros socios comerciales. De esta forma, el comportamiento de la inflación interna compensó en parte la apreciación generada en términos nominales frente al conjunto de socios comerciales.

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 e internos en la misma moneda ($TCN \times P^*/P$). La TCR puede calcularse frente a un país en particular (bilateral) o frente a un conjunto de ellos (multilateral). En términos bilaterales, en el corrido de 2013 la TCR calculada con el IPP se ha depreciado frente a los principales socios comerciales. Las excepciones han sido Venezuela y Japón, con respecto a quienes se presentaron apreciaciones importantes (17,2% y 13,3%, respectivamente). Vale la pena destacar las depreciaciones observadas frente a México (9,4%), Ecuador (7,3%), Perú (5,0%), la zona del euro (6,1%) y los Estados Unidos (4,8%) (Cuadro 13).

27 Con este recorte automático de gastos, denominado *sequestration*, el 1 de marzo se hicieron vigentes recortes en el gasto público por US\$85 b, que serán aplicados entre el 2 de marzo y el 1 de octubre del año 2013, y que implican una reducción del 8% en los gastos de defensa y del 5% en el resto del presupuesto.

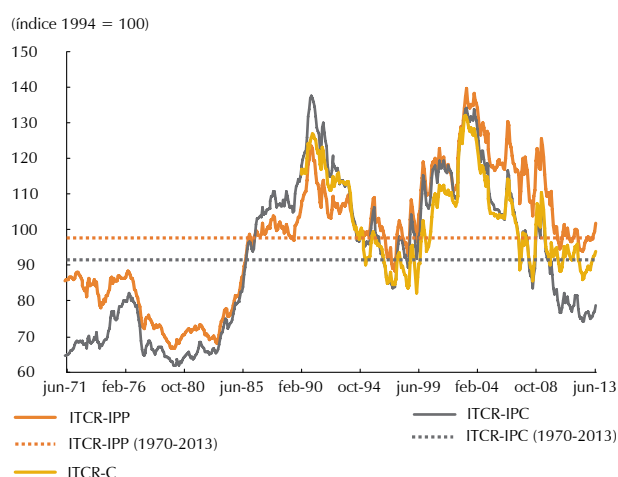
28 En el primer trimestre Chile creció 4,1% (esperado: 4,5%), México creció 0,8% (esperado: 1,1%) y Brasil creció 1,9% (esperado: 2,3%).

Cuadro 13
Tasa de cambio bilateral IPP: peso colombiano frente a otras monedas extranjeras

	2009 ^{a/}	2010 ^{a/}	2011 ^{a/}	2012 ^{a/}	2013 ^{b/}
Estados Unidos	(1,5)	(7,3)	0,4	(2,4)	4,8
Venezuela	10,1	(22,1)	5,1	8,3	(17,2)
Ecuador	13,2	(10,3)	(3,6)	2,0	7,3
México	(6,0)	(4,2)	(1,2)	(4,2)	9,4
Brasil	(1,7)	3,6	6,3	(11,9)	2,3
Zona del euro	(1,4)	(14,5)	2,1	(7,6)	6,1
Perú	2,8	(5,9)	1,0	2,8	5,0
Japón	12,3	(7,6)	3,0	(3,9)	(13,3)
Chile	0,8	(6,9)	2,9	1,6	2,1
Canadá	(2,9)	(3,0)	0,5	(3,4)	3,5
Inglaterra	(7,3)	(10,4)	1,0	(1,3)	3,5

a/ Variaciones promedio año completo.
b/ Variaciones promedio a junio.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 40
Tasas de cambio real y promedios históricos



Fuente: Banco de la República.

En términos multilaterales, la depreciación observada para Colombia frente a los principales socios comerciales fue de 4,2% para la medida con IPP y de 1,1% para la medida con IPC (Gráfico 40). Por su parte, con respecto a nuestros competidores en café, banano, flores y textiles en el mercado de los Estados Unidos, el indicador de tasa de cambio real (ITCR-C) se ha depreciado 3,4% en promedio en lo corrido del año frente a igual período de 2012.

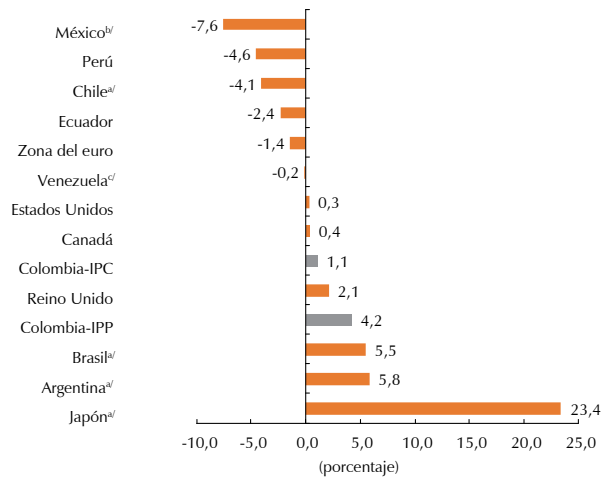
Lo anterior se ha presentado en un contexto donde varios de nuestros socios comerciales y competidores en los mercados externos continúan registrando apreciaciones reales en términos multilaterales (Gráfico 41).

4. Fundamentales de largo plazo de la tasa de cambio real

En el largo plazo los factores que determinan la evolución de la tasa de cambio real están relacionados con aquellas variables que afectan la oferta y demanda de bienes y servicios en el país y en el extranjero. Por el lado de la oferta, en los últimos trimestres la productividad en la industria en Colombia ha crecido a un menor ritmo que en los Estados Unidos (Gráfico 42), por lo que no se estarían presionando al alza salarios y precios en los sectores no transables y, en consecuencia, no habría presiones hacia la apreciación.

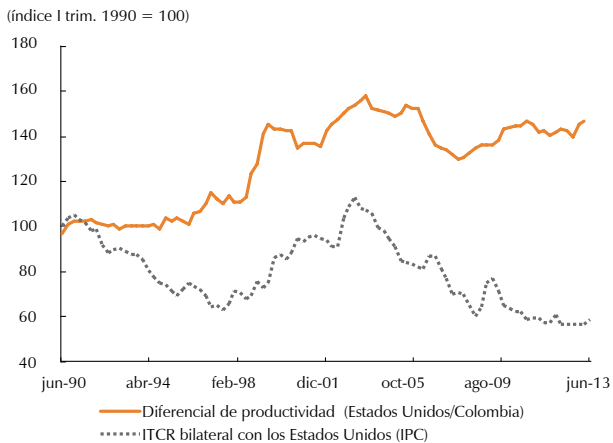
Por el lado de la demanda, el ingreso nacional estaría creciendo a tasas menores que en el pasado, como resultado, en parte, de unos términos de intercambio

Gráfico 41
Variación anual TCR multilateral
(promedio a junio de 2013)



a/ Datos a mayo.
b/ Datos a abril.
c/ Datos a marzo.
Fuentes: bancos centrales.

Gráfico 42
Diferencial de la productividad en la industria vs. ITCR
bilateral



Fuentes: DANE, BLS y Banco de la República.

que son menores a los observados los años anteriores, a pesar de que continúan en niveles altos (véase Gráfico C, del sombreado, pp. 29-32). A su vez, en los últimos trimestres se han desacelerado las exportaciones totales y han caído las transferencias corrientes, especialmente las remesas.

5. Indicadores de reservas internacionales

La estrategia de acumulación de reservas internacionales del Banco de la República reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional para enfrentar 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. 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 externos²⁹.

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.

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

El Cuadro 14 presenta la evolución de diferentes indicadores de las reservas internacionales netas entre 2009 y 2013³⁰. 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. Sin embargo, para 2013 se espera que este indicador mejore, dado el programa de compra de reservas anunciado por el Banco de la República frente al crecimiento proyectado del M3. Por su parte, las razones de reservas netas a deuda externa y al déficit en cuenta corriente registran valores por encima de uno, nivel considerado adecuado. Así mismo, 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 abrupto de la balanza comercial, se estima en 7,5 meses para 2013, nivel que

Cuadro 14
Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

	2009	2010	2011 (pr)	2012 (pr)	2013 (proy)
Saldo					
Reservas internacionales netas (millones de dólares) ^{a/ b/}	25.356	28.452	32.300	37.467	43.651
Indicadores					
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa					
Amortizaciones deuda externa (millones de dólares) ^{c/}	11.482	10.459	14.174	22.709	15.391
Reservas netas/amortizaciones de deuda externa del año en curso	2,21	2,72	2,28	1,65	2,84
Reservas netas/amortizaciones de deuda externa del siguiente año	2,42	2,01	1,42	2,43	4,18
B. Posición adecuada de liquidez externa					
RIN/(servicio de la deuda año corriente) ^{d/}	1,75	2,07	1,82	1,42	2,34
RIN/(servicio de deuda año siguiente)	1,85	1,60	1,22	2,01	2,95
RIN/(amortizaciones de deuda año corriente + déf. cta. año corriente)	1,54	1,48	1,36	1,08	1,53
RIN/(amortizaciones de deuda año siguiente + déf. cta. año siguiente)	1,32	1,19	0,93	1,32	1,82
C. Otros indicadores de reservas internacionales					
RIN como meses de importaciones de bienes ^{e/}	9,7	8,9	7,4	7,9	9,0
RIN como meses de importaciones totales ^{e/}	7,9	7,3	6,3	6,7	7,5
RIN/M3 (porcentaje) ^{f/}	26,2	24,7	24,1	22,0	25,4
RIN/PIB ^{g/}	10,8	9,9	9,6	10,1	11,5

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

(proy) proyección.

a/ Corresponde a una proyección del saldo de reservas internacionales netas para el año 2013 y considera el compromiso de compra de divisas de al menos US\$2.500 millones entre junio y septiembre de 2013.

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

c/ Las amortizaciones de 2013 y 2014 corresponden a los pagos proyectados de la deuda externa vigente (compromisos contractuales de pago).

d/ Los intereses de 2013 y 2014 corresponden a los pagos proyectados en el cierre de la proyección de la balanza de pagos.

e/ El valor de las importaciones de bienes y servicios corresponde a una proyección para 2013.

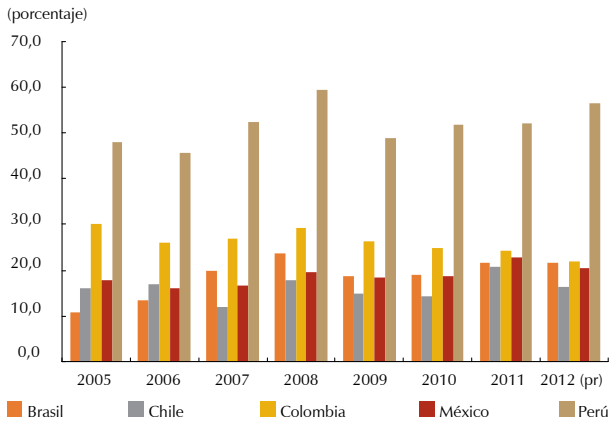
f/ El saldo de M3 ampliado para 2013 corresponde a una proyección.

g/ El valor del PIB en dólares corresponde a una estimación para 2013 tanto en términos reales como en dólares.

Fuente: cálculos del Banco de la República.

30 Para 2013 corresponde a una proyección de los componentes de cada uno de los indicadores.

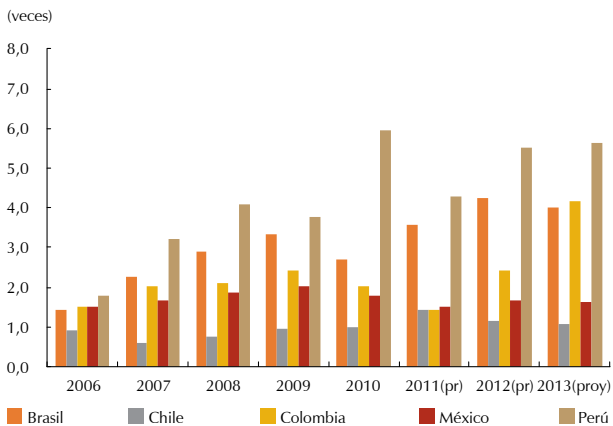
Gráfico 43
Reservas internacionales/M3



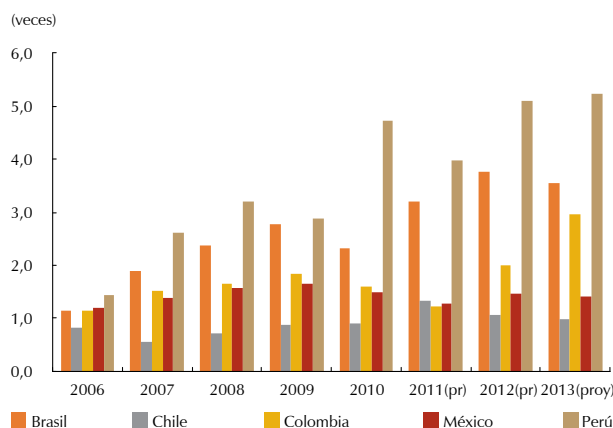
(pr): preliminar.
Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización a junio de 2013) y Banco de la República.

Gráfico 44

A. Reservas internacionales/amortizaciones del año siguiente



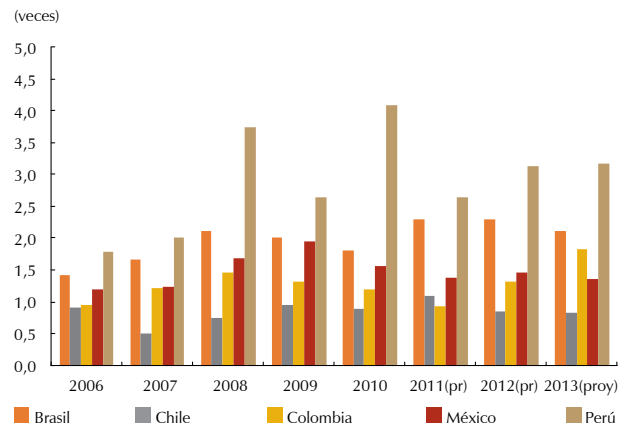
B. Reservas internacionales/servicio de la deuda del año siguiente



se considera adecuado y es superior al promedio calculado desde 2000. Al estimar este indicador para las importaciones de bienes, este asciende a nueve meses.

Al comparar diversos indicadores de liquidez internacional de Colombia frente a los de países de la región, se observa que el cociente de reservas a M3 para Colombia registra niveles superiores al de Brasil, Chile y México, e inferiores respecto a Perú³¹ (Gráfico 43). En las relaciones de reservas internacionales a amortizaciones, servicio de deuda y déficit en cuenta corriente más amortizaciones, históricamente Colombia registra niveles por encima de los de Chile e inferiores a los de Brasil y Perú, aunque cabe señalar que de acuerdo con la información proyectada para 2013, Colombia se estaría acercando a niveles similares a los de Brasil en estos indicadores (Gráfico 44). El indicador de reservas a PIB se sitúa en niveles cercanos al de México y por debajo del de Chile, Brasil y Perú. En cuanto a las reservas medidas en meses de importaciones de bienes, estas muestran que Colombia tiene una posición relativa superior a la de Chile y México, e inferior a la de Brasil y Perú (Gráfico 45).

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

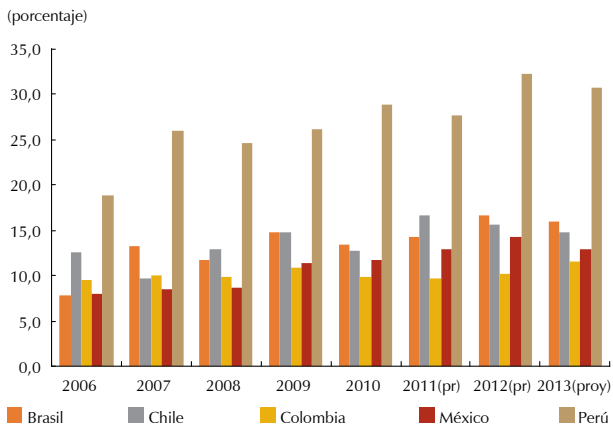


(pr): preliminar.
(proy) proyectado.
Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización a junio de 2013) y Banco de la República.

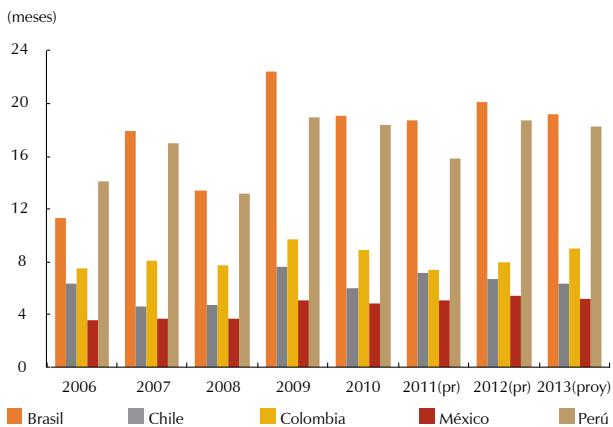
31 Se destaca el crecimiento y nivel de esta razón para Perú, debido a que los bancos locales pueden captar depósitos en dólares y el encaje de estos se contabiliza como reservas.

Gráfico 45

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 a junio de 2013) y Banco de la República.

F. COMPORTAMIENTO DE LA ECONOMÍA REGIONAL EN COLOMBIA EN 2011 Y 2012

A continuación se describe el desempeño económico de las diferentes regiones de Colombia, haciendo referencia, en primer lugar, a las cifras disponibles más recientes del PIB departamental correspondientes al año 2011, y posteriormente se analiza el comportamiento de diferentes estadísticas regionales disponibles para 2012. Con este propósito se definen las regiones de acuerdo con la clasificación utilizada por el Banco de la República³² para el seguimiento periódico de la economía de las diferentes regiones del país, a saber: Bogotá; Caribe (Bolívar, Atlántico, Magdalena, Cesar, Córdoba, Sucre, La Guajira, y San Andrés y Providencia); Noroccidente (Antioquia y Chocó); Suroccidente (Valle del Cauca, Nariño, Cauca y Putumayo); Nororiente (Santander, Norte de Santander, Boyacá y Arauca); Centro (Tolima, Huila, Cundinamarca y Caquetá); Suroriente (Meta, Casanare, Amazonas, Guainía, Guaviare, Vaupés y Vichada), y Eje Cafetero (Caldas, Quindío y Risaralda) (Mapa 1).

1. Distribución regional del PIB de Colombia en el año 2011

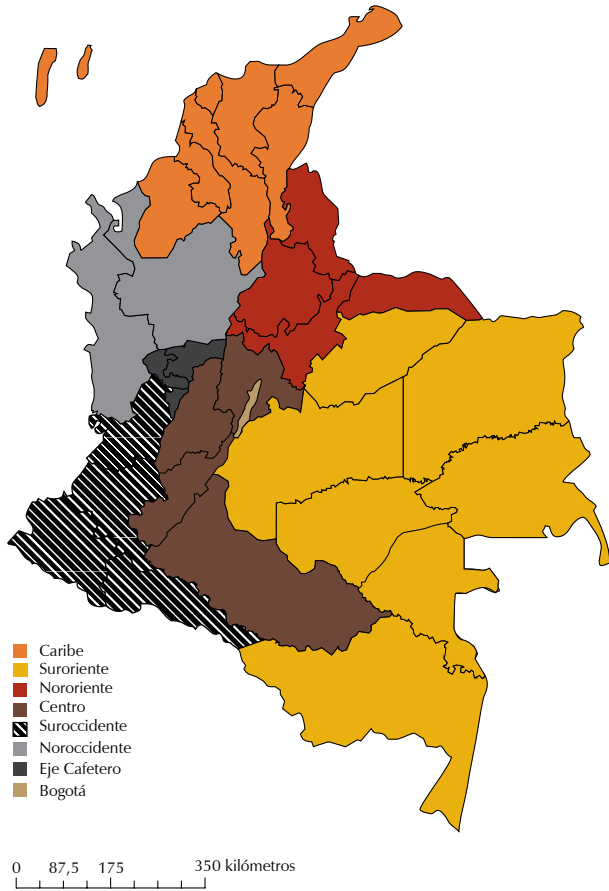
De acuerdo con la composición regional del PIB³³ colombiano, se observa que en general la distribución de la producción entre las diferentes zonas se mantuvo en 2011. De esta manera, Bogotá representó cerca de la cuarta parte de la economía nacional, aunque redujo su aporte al PIB en 1 pp frente al año 2010. Le siguen

las regiones Caribe, Noroccidente, Nororiente y Suroccidente, que en su conjunto representaron el 54,5% del producto, cada una con una participación similar. Por su parte, las regiones Centro y Eje Cafetero generaron el 9,4% y el 3,6% del PIB colombiano en dicho año, respectivamente. La región Suroriente nuevamente ganó participación en la producción nacional, al pasar de 6,2% en 2010 a 8,0% en 2011, como resultado de la expansión de su actividad minera.

32 Véanse los Boletines Económicos Regionales del Banco de la República, publicados en su página web (<http://www.banrep.gov.co/ber>). Aunque actualmente no se produce un boletín particular en el seguimiento de la actividad económica para Bogotá, sí se incluye información para la ciudad capital en el presente informe al Congreso.

33 El PIB de cada región se construye como el agregado del PIB de los departamentos que la componen.

Mapa 1
Regiones de Colombia^{a/}



a/ Clasificación del Banco de la República, utilizada en el seguimiento periódico de las economías locales.
Fuente: Banco de la República.

Por actividades económicas se observa que cerca del 80% de la producción industrial y de la construcción total del país se concentró en cinco de las ocho regiones: Bogotá, Caribe, Noroccidente, Suroccidente y Nororiente. En el mismo sentido, más de la cuarta parte del comercio se localizó en Bogotá, seguido en su orden por Noroccidente, Caribe y Suroccidente. Así mismo, Bogotá representó el 42,5% de la actividad de servicios financieros y no financieros. En el sector agropecuario todas las regiones (excepto Bogotá) tuvieron una participación más uniforme dentro del total nacional. Finalmente, el 83,2% de la producción del sector minero se ubicó en las zonas Suroriente, Caribe y Nororiente. En términos del PIB per cápita se destacaron las regiones de Suroriente, con un ingreso promedio anual de \$32,2 m, Bogotá \$20,3 m y Nororiente \$16,6 m, todas ellas superiores al promedio nacional de \$13,5 m (Cuadro 15).

En términos del crecimiento anual, sobresalió la variación de Suroriente, con 18,6%, seguida por Noroccidente (7,7%), Caribe (6,6%) y Bogotá (6,3%). En la mayoría de regiones fue importante la dinámica de los sectores de servicios financieros, industria manufacturera, comercio y transporte. En el caso de la construcción, se destacó que, a pesar de tener una participación menor, su aporte al crecimiento fue importante en la mayoría de regiones, excepto en Suroccidente. La contribución del sector agropecuario fue más importante en el Eje Cafetero y en el Centro, y en menor medida

en las demás regiones, con excepción de Bogotá, que no registró actividad agrícola. En lo que respecta al sector minero, su efecto fue más determinante en las regiones Suroriente, Caribe y Nororiente (Cuadro 16).

2. Comportamiento regional durante el año 2012

De acuerdo con los diferentes indicadores disponibles³⁴ en 2012, el ritmo de la actividad económica se desaceleró en todas las regiones.

34 Debe tenerse en cuenta que en el análisis de algunas de las variables no se logra completamente la cobertura regional definida, como consecuencia ya sea de una agrupación propia de la fuente de información, o de la falta de datos para algunos departamentos.

Cuadro 15
Distribución del PIB por regiones y PIB per cápita en 2011^{a/}
(porcentaje y pesos)

Actividad económica	Bogotá	Caribe	Noroccidente	Suroccidente	Nororient	Centro	Surorient	Eje Cafetero	Total
Agropecuario ^{b/}	0,0	16,8	13,4	14,4	18,4	21,5	8,4	7,2	100,0
Explotación de minas y canteras	0,5	20,3	5,6	3,5	14,9	6,9	48,0	0,3	100,0
Industria manufacturera	20,2	15,6	14,1	14,5	20,7	10,5	1,1	3,3	100,0
Energía, gas y agua	20,2	18,2	21,1	12,4	9,8	11,6	2,1	4,7	100,0
Construcción	23,1	13,2	17,0	10,8	15,3	9,8	6,0	4,7	100,0
Comercio y otros ^{c/}	30,7	14,5	15,7	13,5	9,8	9,3	2,7	3,8	100,0
Transporte y otros ^{d/}	27,9	16,0	12,6	13,8	11,5	10,5	3,6	4,1	100,0
Servicios financieros ^{e/}	42,5	9,9	15,4	15,6	7,2	4,9	1,3	3,2	100,0
Actividades de servicios ^{f/}	28,2	16,8	12,6	14,5	9,9	10,2	3,4	4,4	100,0
Derechos e impuestos	27,0	15,6	13,3	13,2	17,3	9,2	1,3	3,1	100,0
Total PIB	24,4	15,2	13,6	12,8	13,0	9,4	8,0	3,6	100,0
PIB per cápita (millones de pesos corrientes)	20,3	9,5	12,7	10,3	16,6	10,7	32,2	9,1	13,5

a/ Información más reciente disponible del DANE. Datos provisionales de 2011.

b/ Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca.

c/ Otros: reparación, restaurantes y hoteles.

d/ Otros: almacenamiento y comunicaciones.

e/ Establecimientos financieros, seguros, actividades inmobiliarias y servicios a las empresas.

f/ Actividades de servicios sociales, comunales y personales.

Fuente: DANE (cuentas departamentales 2011 [provisional]); cálculos del Banco de la República.

a. Bogotá

En 2012 las principales actividades económicas de la capital del país presentaron incrementos inferiores a los observados en los dos años anteriores. La producción industrial y la construcción se contrajeron, al tiempo que las ventas del comercio al por menor y el crecimiento de la cartera bruta se desaceleraron (Gráfico 46).

La producción industrial registró un descenso anual de 1,4% en términos reales, luego de la recuperación observada en 2010 y 2011. Las principales reducciones se dieron en los subsectores de bebidas alcohólicas y cerveza, productos derivados del petróleo, vehículos automotores y autopartes, y productos de cuero y calzado. Por su parte, se presentaron incrementos en la elaboración de productos lácteos, confitería, café y otros alimentos, prendas de vestir y bebidas no alcohólicas.

Las ventas reales del comercio al por menor crecieron 5,9% anual en 2012, cifra inferior a la observada en 2011 (10,8%) y en 2010 (11,3%). Las ventas de equipo de informática, libros, ferretería y otros productos, además del grupo de textiles,

Cuadro 16
Dinámica del PIB por regiones 2011^{a/} (porcentaje)

Rama de actividad	Bogotá			Caribe			Noroccidente			Suroccidente		
	Participación	Variación	Contribución a la variación	Participación	Variación	Contribución a la variación	Participación	Variación	Contribución a la variación	Participación	Variación	Contribución a la variación
Agropecuario ^{b/}	0,0	ind.	ind.	6,9	1,8	0,1	6,2	1,8	0,1	7,0	3,8	0,3
Explotación de minas y canteras	0,2	12,7	0,0	15,1	7,1	0,8	4,6	8,6	0,2	3,0	4,1	0,1
Industria manufacturera	10,2	4,9	0,6	12,7	9,8	1,1	12,9	8,0	1,1	14,0	2,3	0,3
Energía, gas y agua	2,8	2,4	0,1	4,1	(0,1)	(0,0)	5,3	6,1	0,3	3,3	0,0	0,0
Construcción	7,1	10,1	0,5	6,5	7,6	0,4	9,4	14,9	1,1	6,3	1,5	0,1
Comercio y otros ^{c/}	14,1	7,9	1,1	10,8	5,9	0,7	13,0	6,3	0,9	11,8	6,0	0,7
Transporte y otros ^{d/}	6,6	6,9	0,5	6,1	3,5	0,3	5,4	5,7	0,4	6,2	4,8	0,4
Servicios financieros ^{e/}	31,9	6,3	2,0	12,0	7,1	0,9	20,7	9,4	2,0	22,3	6,6	1,5
Actividades de servicios ^{f/}	17,3	2,2	0,4	16,7	4,9	0,8	13,9	2,9	0,4	17,0	3,3	0,5
Derechos e impuestos	9,7	11,3	1,1	9,0	14,4	1,3	8,6	14,3	1,3	9,0	7,4	0,7
Total PIB	100,0	6,3	6,3	100,0	6,6	6,6	100,0	7,7	7,7	100,0	4,6	4,6

Rama de actividad	Nororiente			Centro			Suroriente			Eje Cafetero		
	Participación	Variación	Contribución a la variación	Participación	Variación	Contribución a la variación	Participación	Variación	Contribución a la variación	Participación	Variación	Contribución a la variación
Agropecuario ^{b/}	8,9	2,8	0,3	14,2	1,6	0,2	6,6	10,5	0,9	12,5	(3,8)	(0,5)
Explotación de minas y canteras	13,0	3,1	0,3	8,3	(1,6)	(0,1)	67,8	28,4	14,9	0,9	5,3	0,0
Industria manufacturera	19,8	3,0	0,5	13,7	6,2	0,9	1,7	(5,7)	(0,2)	11,4	(2,5)	(0,3)
Energía, gas y agua	2,6	4,0	0,1	4,2	3,7	0,2	0,9	12,3	0,2	4,4	2,4	0,1
Construcción	8,8	12,4	1,0	7,8	10,6	0,7	5,6	15,3	1,0	9,7	7,0	0,5
Comercio y otros ^{c/}	8,5	3,6	0,4	11,1	3,6	0,4	3,8	6,2	0,4	11,9	3,5	0,4
Transporte y otros ^{d/}	5,2	8,9	0,6	6,5	9,1	0,7	2,7	4,9	0,2	6,6	5,5	0,4
Servicios financieros ^{e/}	10,2	7,2	0,8	9,5	6,7	0,6	3,1	8,6	0,4	16,5	4,7	0,8
Actividades de servicios ^{f/}	11,4	1,7	0,2	16,2	3,2	0,5	6,5	3,4	0,3	18,5	0,1	0,0
Derechos e impuestos	11,7	6,8	0,9	8,5	14,1	1,3	1,4	14,6	0,4	7,5	4,4	0,3
Total PIB	100,0	5,0	5,0	100,0	5,4	5,4	100,0	18,6	18,6	100,0	1,9	1,9

ind.: indefinido.

a/ Información más reciente disponible del DANE. Datos provisionales de 2011.

b/ Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca.

c/ Otros: reparación, restaurantes y hoteles.

d/ Otros: almacenamiento y comunicaciones.

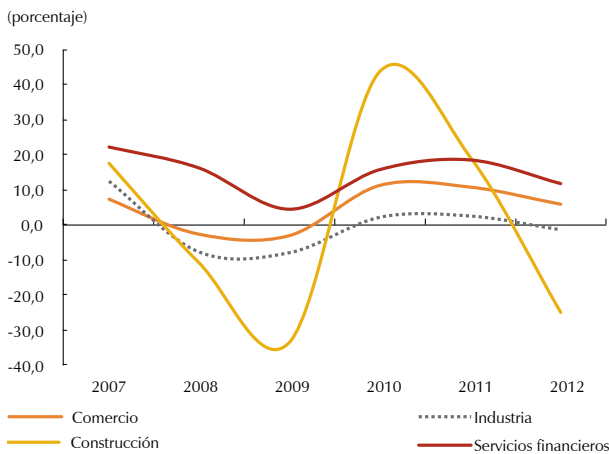
e/ Establecimientos financieros, seguros, actividades inmobiliarias y servicios a las empresas.

f/ Actividades de servicios sociales, comunales y personales.

Nota: Dado que el proceso se realizó con el PIB a precios constantes, el cual tiene los efectos de los índices encadenados para sus agregaciones, se realizaron cálculos complementarios de reponderación de las variaciones y contribuciones a la variación.

Fuente: DANE (cuentas departamentales 2011 [provisional]); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 46
Variación anual de las principales actividades económicas de Bogotá



Sector	Comercio	Industria	Construcción	Servicios financieros
Porcentaje	14,1	10,2	7,1	31,9

Fuentes: para la industria: DANE (producción real, muestra trimestral manufacturera regional); para el comercio: DANE (ventas reales minoristas, muestra trimestral del comercio en Bogotá); para el sistema financiero: Superintendencia Financiera de Colombia (cartera bruta); para la construcción: DANE (área aprobada, licencias de construcción); cálculos del Banco de la República.

prendas de vestir y calzado, impulsaron el comercio minorista de Bogotá. En cuanto al sistema financiero, la cartera registró un crecimiento anual de 11,8%, cifra inferior a la de 2011 (18,6%). Dicho comportamiento estuvo determinado, en gran parte, por el menor dinamismo de las carteras de consumo (14,4%) y comercial (9,5%).

El sector de la construcción en Bogotá registró un aumento de 4,7% anual en el área de obras culminadas, inferior al de un año atrás (5,5%). Por su parte, el área aprobada se contrajo 24,9%, especialmente la correspondiente a vivienda, que cayó 33,7%. En cuanto al número de pasajeros arribados a la capital, reportados por la Aeronáutica Civil de Colombia, se observó un crecimiento superior al del año anterior, al pasar de 8,5% a 11,6% anual. En contraste, la ocupación hotelera, según la Asociación Hotelera y Turística de Colombia (Cotelco), disminuyó 4,5 pp respecto a 2011, perdiendo el predominio regional logrado en los últimos años en este sector, al ubicarse en tercer lugar, después de la región Caribe y Noroccidente.

El comercio exterior de Bogotá registró incrementos anuales tanto en las exportaciones no tradicionales³⁵ (7,1%) como en las importaciones (12,2%), según cifras del DANE. Dentro de las ventas al exterior se destaca el crecimiento de los productos de plástico (29,5%), segundo bien en importancia, los cuales son vendidos principalmente a los Estados Unidos. Por su parte, las ventas de productos químicos, principal rubro de exportación de la región, dirigidas a Ecuador y Venezuela tuvieron un menor ritmo de crecimiento, con una variación de 6,4% en 2011 y 0,2% en 2012. Por otro lado, las importaciones redujeron su crecimiento en 26 pp. Cabe mencionar que los principales bienes de importación, tales como productos químicos y farmacéuticos, y maquinaria industrial, redujeron sus variaciones positivas en 5 pp y 34 pp, en su orden.

En 2012 las principales actividades económicas de la capital del país presentaron incrementos inferiores a los observados en los dos años anteriores.

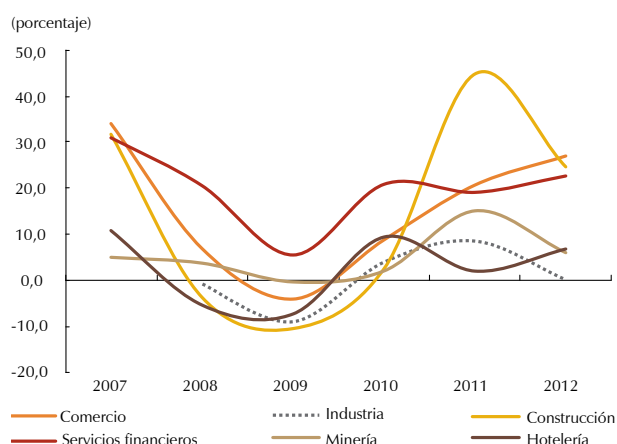
En términos del mercado laboral, según el DANE Bogotá mantuvo su tasa de desempleo en 9,5%, inferior en 1,7 pp al promedio de las trece áreas metropolitanas. Los sectores que ayudaron a mantener esta tasa fueron el comercio, los servicios comunales, sociales y personales, y el transporte. En cuanto a la inflación, en la capital del país (2,43%) fue similar a la nacional (2,44%), aunque se observaron incrementos mayores en los grupos de educación y salud.

35 Excluye café, carbón, ferroníquel y petróleo y sus derivados. Adicionalmente, para el caso de Bogotá no se tiene en cuenta el rubro de producción agrícola.

b. Región Caribe: Bolívar, Atlántico, Magdalena, Cesar, Córdoba, Sucre, La Guajira, y San Andrés, Providencia y Santa Catalina

La información disponible para 2012 muestra una desaceleración en algunas actividades de la región, en comparación con el buen desempeño observado el año anterior. En efecto, la producción industrial, la minería y la construcción crecieron a un menor ritmo. Por su parte, el comercio, la hotelería y el sistema financiero registraron mejores desempeños (Gráfico 47).

Gráfico 47
Variación anual de las principales actividades económicas de la región Caribe



Participación sectorial en el PIB del Caribe, 2011				
Comercio	Industria	Construcción	Servicios financieros	Minería
10,8	12,7	6,5	12,0	15,1

Nota: la actividad industrial incluye información para Barranquilla, Soledad, Malambo, Cartagena y Santa Marta; la minería corresponde a la producción de carbón en Cesar, Córdoba y La Guajira; la hotelería registra datos de la ocupación hotelera de Atlántico, Cartagena, San Andrés Islas y Santa Marta.
Fuentes: para la industria: DANE (producción real, muestra trimestral manufacturera regional); para la minería: Unidad de Planeación Minero Energética (producción de carbón, Servicio Geológico Colombiano); para la construcción: DANE (área aprobada, licencias de construcción); para el sistema financiero: Superintendencia Financiera de Colombia (cartera bruta); para el comercio: Banco de la República (balance del volumen de ventas, encuesta mensual de expectativas económicas); para la hotelería: Cotelco (porcentaje de ocupación hotelera); cálculos del Banco de la República.

La industria en la región Caribe, que venía en recuperación desde el tercer trimestre de 2010, comenzó a perder dinamismo en los primeros tres meses de 2012, creciendo tan solo 0,1% en el acumulado del año. Los mayores descensos en la producción industrial se dieron en plásticos, textiles y minerales no metálicos, los cuales fueron contrarrestados parcialmente con aumentos en la producción de sustancias químicas básicas, bebidas, carnes y pescado.

En el caso de la minería, la extracción del carbón, con una participación del 91,9% de la producción del país, se desaceleró de 15,1% en 2011 a 6,0% en 2012; mientras que la producción de níquel se incrementó 37,4% y recuperó lo perdido en 2011, cuando cayó 23,5% por choques de oferta.

A diferencia de las demás regiones, en el Caribe el área aprobada para construcción creció 24,6%, aunque lo hizo a un menor ritmo que lo observado en 2011. La construcción de vivienda, comercio y hotelería fueron los principales impulsores de este sector. Por el contrario, el área culminada registró una caída de 14,8% anual.

El comercio fue una de las actividades de mejor comportamiento en la región, con un balance positivo en el volumen de ventas, superior a lo registrado en años anteriores. No obstante, el número de vehículos nuevos vendidos (de acuerdo con Econometría S. A.) registró un descenso de 0,8% anual, similar a lo observado en las demás regiones, excepto en Bogotá. La ocupación hotelera estuvo en el 60,4%, superior en 6,3 pp a la del total nacional y en 3,9 pp a la del año anterior. En relación con esta dinámica, la llegada de pasajeros por vía aérea (nacionales e internacionales) y el tráfico de vehículos por peajes crecieron 20,6% y 25,0%, respectivamente.

A diferencia de las demás regiones, en el Caribe el área aprobada para construcción creció 24,6%, aunque lo hizo a un menor ritmo que lo observado en 2011.

De otro lado, en 2012 el sector agropecuario³⁶ presentó un desempeño dispar. Los cultivos de sorgo y maíz, este último con un tercio de la producción nacional, redujeron las toneladas cosechadas en 21,3% y 7,4%, en su orden. En contraste, la producción de yuca, la mayor en el país, y la de aceite crudo de palma, segunda en el ámbito nacional después de Suroriente, alcanzaron crecimientos anuales de 32,3% y 12,3%, respectivamente. En la actividad pecuaria, el inventario de ganado bovino para la región, que representa un 35,0% del nacional, descendió 1,5%, manteniendo la senda decreciente de años anteriores.

La cartera bruta del sistema financiero en el Caribe registró un crecimiento anual de 22,7% en 2012, tasa superior en 3,5 pp a la de 2011. Este comportamiento le permitió ser la región con mayor variación anual, después de registrar la menor expansión un año atrás. El crédito comercial, el de mayor participación en la región (64,5%), exhibió un aumento de 22,8%, superior al año anterior en 7,0 pp, contrario a lo observado en otras regiones, que registraron una menor dinámica.

En términos del comercio exterior, las exportaciones no tradicionales presentaron un crecimiento de 12,8%, en especial las materias plásticas y sus manufacturas, así como los diversos productos de la industria química, que tuvieron como principales destinos Brasil, Perú y Ecuador. Por su parte, las importaciones cayeron en 0,9%, en buena medida por las menores compras externas de combustibles y productos químicos orgánicos de los Estados Unidos y México; aunque se presentó una mayor demanda de materiales derivados de la fundición del acero, hierro y productos cerámicos, originados en Brasil y China.

En el mercado laboral, el desempleo presentó una caída en cinco de las ocho principales ciudades de la región. Barranquilla registró la menor tasa de desempleo (8,3%), seguida de Cartagena, con 9,7%. Por el contrario, en materia de precios, la inflación fue superior al promedio nacional en cinco de las ocho ciudades de la región: Barranquilla y Cartagena fueron las de mayor inflación, al superar en 58 y 54 pb la cifra nacional.

En la región Noroccidente la producción de la industria manufacturera tuvo un buen desempeño, de hecho el más alto de todas las regiones, creciendo 7,1% anual en términos reales.

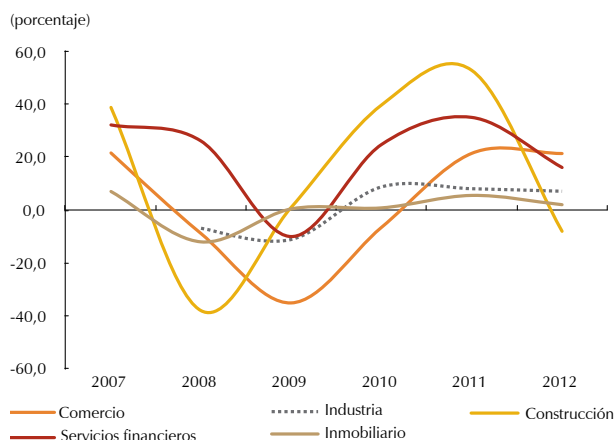
c. Región Noroccidente: Antioquia y Chocó

En 2012 las principales actividades económicas de la región noroccidental presentaron variaciones positivas, aunque en su mayoría estas fueron menores a las registradas el año anterior. En el período analizado la producción de la industria manufacturera (en términos reales) tuvo un buen desempeño; de hecho, el más alto de todas las regiones. El comercio, la actividad inmobiliaria y el sistema

36 El análisis de la actividad agropecuaria en todas las regiones se realiza con base en la información de la encuesta nacional agropecuaria (ENA) del DANE, para caña panelera, café pergamino, papa e inventario bovino. Adicionalmente, se cuenta con la información provisional de algunos gremios, asociaciones y entidades particulares para los demás productos: Asociación de Cultivadores de Caña (Asocaña); Federación Nacional de Cultivadores de Palma (Fedepalma); Federación Nacional de Arroceros (Fedearroz); Federación Nacional de Cafeteros, y Federación Nacional de Cultivadores de Cereales y Leguminosas (Fenalce).

financiero, aunque crecieron, lo hicieron a un ritmo menor que el observado en 2011. Por su parte, el sector de la construcción reportó una caída en su actividad (Gráfico 48).

Gráfico 48
Variación anual de las principales actividades económicas de la región Noroccidente



Participación sectorial en el PIB del Noroccidente, 2011			
Comercio	Industria	Construcción	Servicios financieros
13,0	12,9	9,4	20,7

Nota: la industria incluye información para Medellín y su área metropolitana; el comercio para Medellín e Itagüí; la actividad inmobiliaria para el Valle de Aburrá y el Oriente cercano del departamento de Antioquia. Particularmente esta región es la única con información disponible para este último sector.
Fuentes: para la industria: DANE (producción real, muestra trimestral manufacturera regional); para la construcción: DANE (área aprobada, licencias de construcción); para el comercio: Banco de la República (balance volumen de ventas, encuesta mensual de expectativas económicas); para el sistema financiero: Superintendencia Financiera de Colombia (cartera bruta); actividad inmobiliaria: Lonja de Propiedad de Medellín y Antioquia (número de negocios); cálculos del Banco de la República.

Dentro de la industria manufacturera, que creció 7,1%, sobresalió la producción de vehículos y autopartes, alimentos para animales, y bebidas, hierro y acero. En el comercio por segundo año consecutivo el balance fue positivo. Sin embargo, las ventas de vehículos nuevos se contrajeron 9,1%, luego de haberse expandido en los dos años anteriores. Por su parte, al final de 2012 el saldo de la cartera bruta del sistema financiero se incrementó 16,0%, al igual que la cartera comercial y la de consumo, que representan el 92,8% del total regional, las cuales aumentaron anualmente 15,1% y 17,2%, respectivamente. Cabe resaltar que el ritmo de crecimiento de todas las modalidades de crédito se desaceleró.

En cuanto a la actividad constructora, el área aprobada se contrajo 8,0%. No obstante, se presentó un avance importante en el área culminada (11,8%), después de registrar tres años de descensos. Por su parte, el número de transacciones del sector inmobiliario, aunque aumentó 2,0%, tuvo un incremento inferior al registrado en 2011 (5,5%).

Otra actividad que contribuyó al resultado positivo de la región fue el turismo, con una ocupación hotelera de 59,2%, superior en 1,3 pp a la del año anterior, siendo la segunda región, después del Caribe, con el más alto reporte en este indicador. Adicionalmente, el sector transporte se vio fortalecido por el mayor arribo de pasajeros (nacionales e internacionales) vía aérea, al registrar un crecimiento de 23,9% frente a 8,4% en 2011, y por el aumento en el flujo vehicular, según los peajes de la zona.

La actividad minera, específicamente la extracción de metales preciosos (oro, plata y platino), que tiene una participación de 78,3% en el total nacional, creció 5,7%, de acuerdo con el Servicio Geológico Colombiano (Ingeominas), lo que señala que el proceso de desaceleración de dicho sector, iniciado en 2009, continuó en 2012. Cabe mencionar que en promedio durante los últimos tres años Chocó realizó más de la mitad de la extracción de oro de la región, principal producto minero de esta zona.

La información sobre el mercado externo de la región muestra un incremento tanto de las exportaciones no tradicionales como de las importaciones (12,4% y 6,6%, respectivamente), aunque con una menor dinámica de crecimiento, especialmente

En 2012 varias actividades de la región Suroccidente presentaron desaceleración, como lo indican las cifras de la industria, la construcción y, en menor medida, del sector financiero.

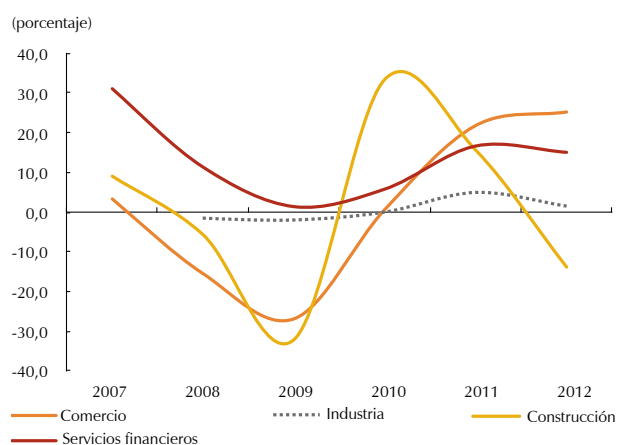
en las compras externas. Las ventas a los Estados Unidos y Venezuela continuaron avanzando, y se contrajeron las efectuadas a Ecuador. Las ventas externas de oro evidenciaron un continuo ascenso en su aporte al total exportado por la región, aunque desde 2008 se han desacelerado. Por su parte, las ventas de banano, el segundo rubro más importante de sus exportaciones, disminuyeron 2,3%, mientras que las de confecciones, que fueron el tercer rubro, crecieron 9,5%. Cabe destacar el fuerte impulso logrado por las ventas externas de vehículos automotores, las cuales triplicaron su valor en 2012. En cuanto a las importaciones, la compra de materias primas y productos intermedios para la industria (que representan cerca del 90% de los bienes intermedios) se redujo 3,9%.

En 2012 la tasa de desempleo promedio anual para Medellín y el Valle de Aburrá fue 12,4% y para la capital de Chocó 17,6%, superando el promedio de las 23 ciudades capitales (11,3%), condición que mantienen desde años atrás. En términos de inflación, en Medellín el incremento anual en los precios se ha mantenido por encima del promedio nacional, con una variación de 2,49% en 2012, y en Quibdó la inflación fue de 2,04%, inferior al registro nacional. Cabe mencionar que en ambas ciudades la mayor variación se presentó en los hogares de ingresos bajos.

d. Región Suroccidente: Valle del Cauca, Nariño, Cauca y Putumayo

En 2012 varias actividades de la región presentaron desaceleración, como lo indican cifras oficiales de la industria, la construcción y, en menor medida, del sector financiero. La excepción fue comercio, el cual mantiene su senda de crecimiento (Gráfico 49).

Gráfico 49
Variación anual de las principales actividades económicas de la región Suroccidente



Participación sectorial en el PIB del Suroccidente, 2011			
Comercio	Industria	Construcción	Servicios financieros
11,8	14,0	6,0	22,3

Nota: la producción real corresponde a Palmira, Cali, Jamundí y Yumbo. Fuentes: para la industria: DANE (producción real, muestra trimestral manufacturera regional); para la construcción: DANE (área aprobada, licencias de construcción); para el comercio: Banco de la República (balance del volumen de ventas, encuesta mensual de expectativas económicas); sistema financiero: Superintendencia Financiera de Colombia (cartera bruta); cálculos del Banco de la República.

Aunque la dinámica de la industria manufacturera fue menor a la de 2011, al crecer 1,5% frente a 5,0%, la producción de alimentos, calzado, confecciones y farmacéuticos fue satisfactoria. Igualmente, se destacaron los subsectores de hierro y acero, otros químicos, productos de papel y cartón, y bebidas. Por el contrario, la producción de caucho y plástico disminuyó, al igual que la de molinería y almidones, y de aparatos eléctricos.

En el sistema financiero el crecimiento de la cartera bruta fue inferior en 1,6 pp al observado en 2011. Esta dinámica se explica, principalmente, por la disminución en el crecimiento del crédito de consumo de 19,5% en 2011 a 16,4% en 2012, compensando el aumento sostenido de la cartera comercial, que pasó de 9,9% a 13,7%. En el comercio se destacó el aumento en el balance positivo del volumen de ventas, a pesar de la reducción en la de vehículos nuevos (-7,8%). En el sector de la construcción se presentó

En 2012 la economía de la región Nororiental mostró un crecimiento inferior al registrado el año anterior. El buen comportamiento del comercio se vio compensado por la desaceleración de sectores como la explotación de petróleo, la industria, la construcción y el sistema financiero.

una caída tanto en el área aprobada, en especial de tipo residencial (-19,7%), como en el área culminada (-12,5%).

El sector agropecuario se caracterizó por la reducción en la producción de caña, que al cierre del año 2012 presentó un declive de 8,4%, así como de la de maíz amarillo, que cayó en similar proporción. En contraste, la de papa se incrementó en 12,5% en el año, después del descenso registrado en 2011. Por su parte, en el sector de turismo la ocupación hotelera (41,2%) se redujo en 1,1 pp, siendo, junto con Bogotá, las dos únicas zonas del país con caídas anuales. Adicionalmente, el flujo de pasajeros por vía aérea (nacional e internacional), a pesar de haber presentado un significativo aumento de 14,1% en comparación con la reducción de 0,9% en 2011, estuvo por debajo del promedio nacional.

En el comercio exterior las exportaciones no tradicionales del Suroccidente se redujeron 3,8% frente al acumulado de 2011, fundamentalmente por las caídas en los despachos de azúcar y llantas. Por su parte aumentaron, las ventas externas de muebles y utensilios para el hogar, tejidos de algodón, y productos químicos y farmacéuticos hacia los Estados Unidos, al igual que a Venezuela, segundo socio comercial de la región. Además, disminuyó el ritmo de crecimiento en los despachos a Ecuador de productos de tocador, químicos y farmacéuticos. Las importaciones cayeron 9,8% en el año, y junto con la Caribe fueron las únicas regiones que presentaron descensos en esta variable. Los resultados fueron atribuidos a menores compras de materias industriales.

En cuanto a la TD, la región Suroccidente continuó registrando altas tasas en sus ciudades. En efecto, en Popayán la TD promedio fue de 17,5%, de las más altas del país, mientras que en Pasto disminuyó a 12,3%. En términos de precios, los datos de inflación para las tres capitales de la región, Cali, Popayán y Pasto, fueron de los más bajos, con variaciones anuales de 1,89%, 1,68% y 1,95%, respectivamente.

e. Región Nororiental: Santander, Norte de Santander, Boyacá y Arauca

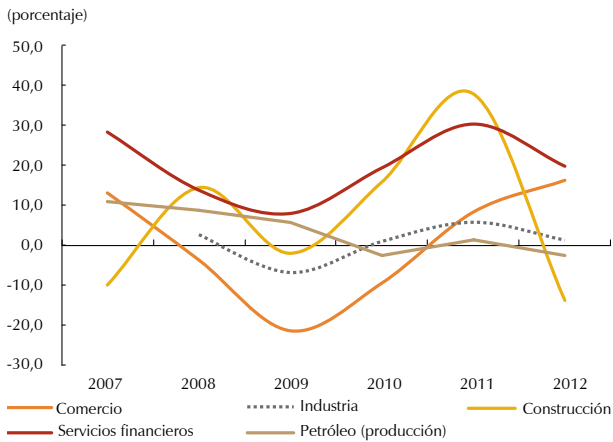
En 2012, de acuerdo con los indicadores disponibles, la economía de la región mostró un crecimiento inferior al registrado el año anterior. El buen comportamiento del comercio se vio compensado por la desaceleración de sectores como la explotación de petróleo, la industria, la construcción y el sistema financiero (Gráfico 50).

La producción industrial³⁷, principal actividad económica de la región, aumentó 1,4%, inferior en 4,5 pp al crecimiento del año anterior. El incremento en la producción de alimentos, bebidas y minerales no metálicos fue compensado parcialmente por las caídas en las actividades de molinería, confecciones y calzado. La explotación de minas y canteras, segundo sector en importancia en la región y que representa el 17,4% del total nacional, se contrajo como consecuencia de la disminución de 2,7% en la producción de petróleo.

La región Centro presentó crecimientos menores durante 2012 en sus diferentes actividades: comercio, sistema financiero y agropecuario. La construcción, por su parte, se contrajo.

37 Sin incluir la refinación del petróleo.

Gráfico 50
Variación anual de las principales actividades económicas de la región Nororiental



Participación sectorial en el PIB del Nororiental, 2011				
Comercio	Industria	Construcción	Servicios financieros	Minería
8,5	19,8	8,8	10,2	13,0

Nota: la industria incluye información de los Santanderes.
Fuentes: para la industria: DANE (muestra trimestral manufacturera regional); para la construcción: DANE (área aprobada, licencias de construcción); para el comercio: Banco de la República (balance del volumen de ventas, encuesta mensual de expectativa económica); para el petróleo: Ministerio de Minas y Energía (producción de petróleo); para el sistema financiero: Superintendencia Financiera de Colombia (cartera bruta); cálculos del Banco de la República.

En 2012 los servicios financieros continuaron creciendo, pero a un menor ritmo. La desaceleración de la cartera bruta se debió a la menor dinámica de la cartera comercial, que pasó de crecer 32,0% en 2011 a 16,6% en 2012, y de la de consumo, que pasó de 25,7% a 21,6% en el mismo período. Por su parte, en la construcción tanto el área aprobada como el área culminada presentaron una reducción; la primera cayó 13,7%, principalmente la destinada a vivienda, comercio, industria y bodegas, y la segunda lo hizo en 15,9%, luego de haber crecido 4,6% en 2011.

En la actividad agropecuaria se destaca el aumento en la producción de caña panelera de 45,9% anual, luego de la reducción observada en 2011, y el incremento de 12,3% en el inventario bovino, única región del país en donde se observó dicho comportamiento. Sin embargo, la producción de papa se desaceleró, al crecer 5,7% en 2012, luego de haberlo hecho a una tasa de 31,9% un año atrás.

El volumen de ventas del comercio continuó mejorando, a pesar de la caída en el rubro de vehículos nuevos (-1,3%). En cuanto al comercio exterior, las exportaciones no tradicionales aumentaron 34,7%, aunque su

participación en el total nacional es menor al 3,0%, y las importaciones crecieron 28,0%. Se destacan las ventas externas de esmeraldas y desechos de cobre con destino a Venezuela y los Estados Unidos, así como la compra de materias primas, productos intermedios y bienes de capital para la industria.

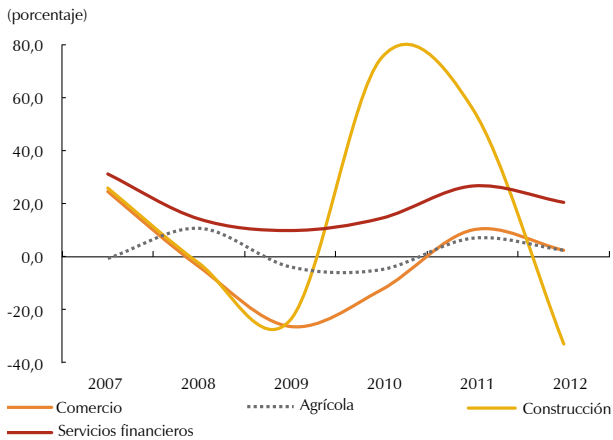
Con respecto al mercado laboral, el área metropolitana de Bucaramanga alcanzó una tasa de desempleo de 9,7%, la más baja de las tres ciudades capitales de la región y la tercera en el ámbito nacional. Por su parte, en Tunja el desempleo fue de 11,9% y en Cúcuta continuó creciendo hasta llegar a 15,9%. En cuanto a la inflación, Bucaramanga fue la ciudad con el mayor incremento en los precios en 2012 (3,48%); donde las comunicaciones, la educación y la vivienda fueron los ítems de mayor incidencia en este comportamiento. Tunja cerró el año con una inflación de 2,2% y Cúcuta con una de 2,0%, valores por debajo del total nacional.

f. Región Centro: Tolima, Huila, Caquetá y Cundinamarca

En 2012 la región presentó crecimientos menores, con respecto a lo observado el año anterior, en sus diferentes actividades económicas³⁸: comercio, sistema

38 Para esta región no se dispone de resultados desagregados de la muestra trimestral de la industria manufacturera del DANE.

Gráfico 51
Variación anual de las principales actividades económicas de la región Centro



Participación sectorial en el PIB del Centro, 2011			
Comercio	Construcción	Servicios financieros	Agropecuario
11,1	7,8	9,5	14,2

Nota: en agrícola, el área cultivada corresponde a Tolima.
Fuentes: para la construcción: DANE (área aprobada, licencias de construcción); para el comercio: Banco de la República (balance volumen de ventas, encuesta mensual de expectativa económica); para el agropecuario: Fedearroz y Fenalce (área cultivada); cálculos del Banco de la República.

financiero y agropecuario. La construcción, por su parte, registró una contracción (Gráfico 51).

En el sector agrícola algunos cultivos presentaron una disminución tanto en su producción como en las áreas sembradas. Así, por ejemplo, la producción de arroz, la cual tiene la mayor participación dentro del total nacional (42,0%), se contrajo en cerca de 8%, debido en buena medida al clima. Así mismo, el sorgo presentó una caída de 64,4%. Por su parte, la producción de maíz, la segunda del país después de la del Caribe, aumentó 5,4%; y la de papa, con una participación de 42,1% en la producción nacional, lo hizo en 13,1%.

La actividad edificadora se redujo de manera importante, debido en gran parte a la disminución del área aprobada (-32,9%), tanto para proyectos de vivienda de interés social (VIS) como para los diferentes a VIS. También descendió, aunque en menor medida, la superficie aprobada para actividades de comercio y educación. De la misma manera, el área culminada se contrajo 1,2%, luego de haber crecido 19,0% en 2011.

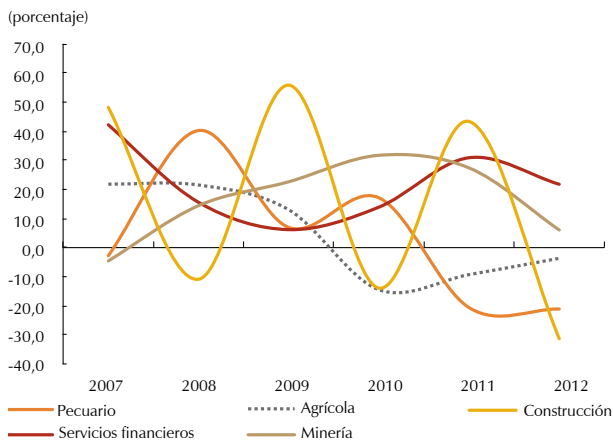
Aunque el balance de las ventas del comercio continuó siendo positivo, fue menor a lo observado en 2011. Por su parte, las ventas de vehículos nuevos registraron una reducción de 7,7%. En lo que respecta al sector financiero, la cartera bruta aumentó 20,5%, resultado de los incrementos en los créditos de consumo (23,9%) y comercial (10,2%), los cuales, sin embargo, fueron menores a los registrados en 2011, cuando dichos créditos crecieron 26,3% y 23,1%, respectivamente.

El turismo y el transporte aéreo crecieron a un ritmo menor al del año anterior. La ocupación hotelera fue de 44,7% y la salida de pasajeros nacionales vía aérea aumentó 11,4%. El transporte terrestre se redujo debido a las restricciones en las vías secundarias y terciarias por labores de tipo correctivo y preventivo.

En el sector minero la producción de petróleo registró una reducción cercana al 7%, dada la menor extracción en los departamentos de Huila y Cundinamarca. Es de mencionar que en 2011 este sector pesaba 8,3% en el producto de la región y su contribución al crecimiento fue negativa.

En cuanto al mercado laboral, Ibagué mostró una tasa de desempleo anual de 13,3%, el promedio más alto de la región, mientras que en Neiva fue de 12,1% y en Florencia de 12,8%, todas ellas superiores a la tasa promedio de las trece áreas metropolitanas. En términos de la inflación, estas ciudades se ubicaron por debajo del dato nacional; así, en Neiva fue 2,42%, en Ibagué 2,33% y en Florencia 1,19%.

Gráfico 52
Variación anual de las principales actividades económicas de la región Suroriente



Participación sectorial en el PIB del Suroriente, 2011				
Agropecuario	Servicios financieros	Minería	Construcción	Minería
6,6	3,1	67,8	5,6	13,0

Nota: la cobertura del petróleo, la construcción y la información agrícola corresponde a Meta y Casanare.
Fuentes: para el agrícola: Fedearroz (producción de arroz); para el pecuario: DANE (inventario ganadero); para el sistema financiero: Superintendencia Financiera de Colombia (cartera bruta); para la minería: Ministerio de Minas y Energía (producción de petróleo); para la construcción: DANE (área aprobada, licencias de construcción); cálculos del Banco de la República.

g. Región Suroriente: Meta, Casanare, Amazonas, Guainía, Guaviare, Vaupés y Vichada

El balance de las principales actividades económicas de la región Suroriente continuó mostrando un menor crecimiento (Gráfico 52). La minería, concentrada en la producción de petróleo, y que representa más del 60% del total nacional, se desaceleró, principalmente en el departamento del Meta. En efecto, en los últimos tres años el número de barriles diarios producidos³⁹ por la región creció a tasas del 31,9%, 27,3% y 6,1%.

En la actividad financiera, aunque el saldo de la cartera bruta aumentó 21,8%, jalonado por la de consumo (31,0%) y la comercial (12,0%), lo hizo a un ritmo menor al observado un año atrás. En contraste, la región mostró descensos en el área aprobada para construcción y en la venta de vehículos nuevos.

En el sector agrícola, el cultivo de maíz duplicó su producción, especialmente en el Meta. La producción de aceite de palma descendió 0,7%, luego de crecer 45,1% en 2011 (de acuerdo con la clasificación de

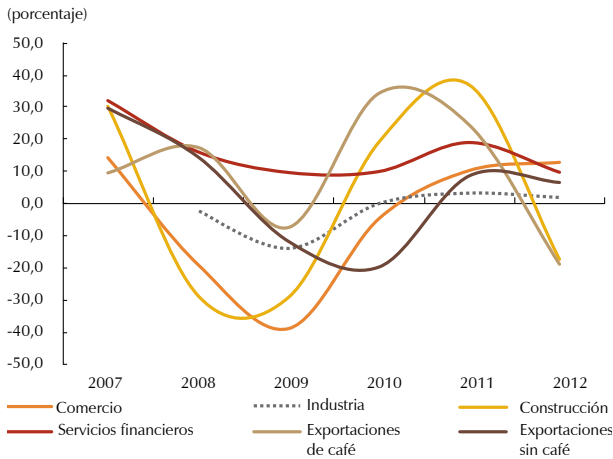
zona oriental de Fedepalma que incluye Meta y Casanare, entre otros). Este comportamiento se explicó, en parte, por problemas fitosanitarios en el último año y por el auge productivo de 2011 resultado del aumento de áreas sembradas en períodos anteriores. La producción de arroz, segunda en el ámbito nacional después de la del Centro, continuó disminuyendo por tercer año consecutivo (-3,7%), aunque a un ritmo menor al de los dos años anteriores. Adicionalmente, el área sembrada en el departamento del Meta cayó como consecuencia del bajo rendimiento de las cosechas en 2011, junto a problemas climáticos y fitosanitarios.

El volumen de las ventas del comercio fue superior al registrado un año atrás, mientras que las ventas de vehículos fueron inferiores en 2,4% a las reportadas en 2011, cuando crecieron 58,9%. Por su parte, el área aprobada para construcción presentó una disminución de 31,3%, sobresaliendo la caída en la destinada a vivienda (-20,6%). Así mismo, el área culminada se contrajo 4,9%, menor a la reducción presentada el año anterior.

En el mercado laboral, la tasa de desempleo de Villavicencio fue de 11,8%, ligeramente superior al promedio nacional. En lo relacionado con la inflación, esta ciudad presentó un incremento de 2,78% en el nivel general de precios, siendo superior al nacional.

39 Tasa promedio anual de barriles por día calendario (bpdc).

Gráfico 53
Variación anual de las principales actividades económicas del Eje Cafetero



Participación sectorial en el PIB del Eje Cafetero, 2011			
Comercio	Industria	Construcción	Servicios financieros
11,9	11,4	9,7	16,5

Fuentes: para la industria: DANE (producción real, muestra trimestral manufacturera regional); para la construcción: DANE (área aprobada, licencias de construcción); para el comercio: Banco de la República (balance del volumen de ventas, encuesta mensual de expectativa económica); para el sistema financiero: Superintendencia Financiera de Colombia (cartera bruta); para las exportaciones: DANE y DIAN (Exportaciones FOB); cálculos del Banco de la República.

h. Región del Eje Cafetero: Caldas, Quindío y Risaralda

En 2012 la economía del Eje Cafetero mostró un ritmo de crecimiento menor al de un año atrás, principalmente en actividades relacionadas con la industria y el sistema financiero. Por su parte, el comercio y el turismo fueron los únicos sectores que registraron incrementos anuales superiores a los de años atrás. En cuanto al área aprobada para construcción y las ventas externas de café, estas experimentaron comportamientos negativos (Gráfico 53).

Al igual que en períodos anteriores, en 2012 el área cultivada de café presentó una disminución (-1,9% anual), aunque inferior a la registrada un año atrás (-7,9%). Cabe anotar que aunque el Eje Cafetero ha reducido su dependencia del cultivo del café, este continúa siendo importante para la actividad económica de la región, al representar el 57% de sus exportaciones.

En cuanto al balance promedio de las ventas de los empresarios de la región, luego de tres años de reducción, el incremento observado en 2011 se acentuó en 2012. No obstante, la venta de vehículos nuevos mostró una caída de 8,8% en el último año, una de las más altas entre las regiones del país, después de haber presentado notables crecimientos. La actividad constructora exhibió una reducción anual de 17,3% en el área aprobada para construir vivienda y otros destinos, contrario a lo observado un año atrás, cuando creció 36,9%. Así mismo, el área culminada cayó 16,6%, después de haber aumentado 22,8% en 2011.

En lo concerniente al sector financiero, el saldo de la cartera bruta creció 9,2 pp menos que el 19,0% alcanzado en 2011, evidenciando una mayor desaceleración en el crédito comercial y el microcrédito. Por el contrario, en el turismo la región experimentó un incremento anual superior al de 2011, al pasar la ocupación hotelera de crecer 44,6% a 46,4%, según cifras de Cotelco.

En cuanto al mercado laboral, se evidenció una leve disminución en la tasa de desempleo para las tres capitales del Eje Cafetero. Mientras que Manizales presentó una tasa de 12,3%, Pereira y Armenia aún registraron las tasas más altas del país, con 16,1% y 15,4%, respectivamente. En relación con los precios, la inflación en Manizales (2,43%), Pereira (2,19%) y Armenia (1,92%) se ubicó por debajo del promedio nacional.

Recuadro 3

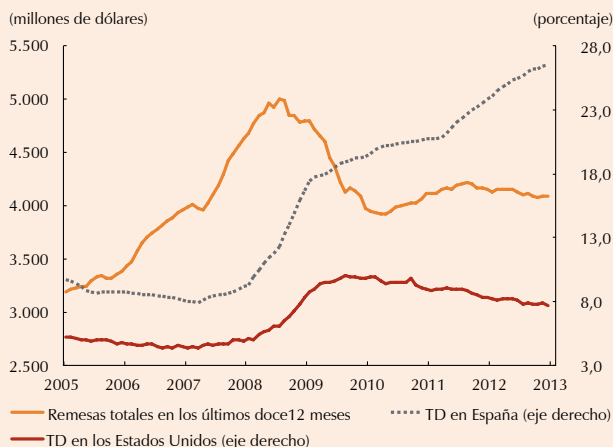
CONSIDERACIONES SOBRE LAS REMESAS Y LOS MERCADOS LABORALES LOCALES

Uno de los canales de transmisión de la crisis financiera internacional a la economía colombiana ha sido el de los menores ingresos por remesas. La caída en la demanda por trabajo en las economías industrializadas está relacionada con una reducción significativa de los ingresos por remesas en los países de origen de los trabajadores migrantes. Este recuadro realiza algunas consideraciones al respecto para Colombia.

El incremento del desempleo en las economías desarrolladas puede afectar el mercado laboral colombiano por dos vías relacionadas con las remesas. En primer lugar, al participar en un mercado laboral más holgado, disminuye la probabilidad de que un migrante consiga (o mantenga) un trabajo con una remuneración dada. Al presentarse episodios cada vez más frecuentes y prolongados de desempleo, los migrantes se verán obligados a enviar, en promedio, menos dinero a sus hogares. En Colombia, como muestra el Gráfico R3.1, el incremento reciente de la tasa de desempleo en España y los Estados Unidos coincide con una reducción en los ingresos por remesas. La caída en los ingresos de los hogares receptores de remesas podría incrementar los incentivos a participar en el mercado laboral local.

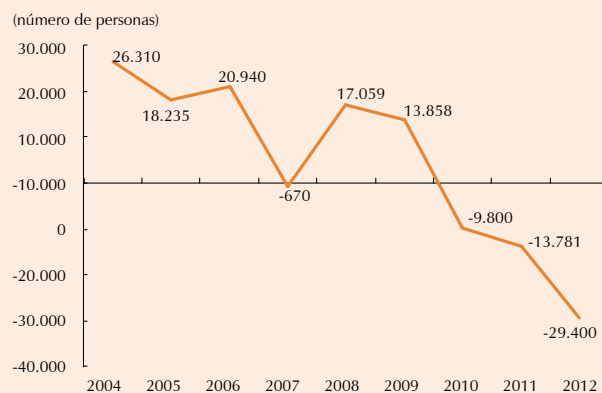
En segundo lugar, si el ingreso laboral en el exterior disminuye por debajo del ingreso esperado de volver a Colombia, el trabajador regresará a buscar empleo en el país. Este retorno no solo disminuye el ingreso por remesas, sino que también amplía la fuerza laboral en Colombia. Como era de esperarse, se ha observado una reversión de los flujos migratorios entre Colombia y España desde 2009 (Gráfico R3.2).

Gráfico R3.1
Ingreso de remesas a Colombia y tasa de desempleo (TD) de los Estados Unidos y España



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística de España, BLS y Banco de la República.

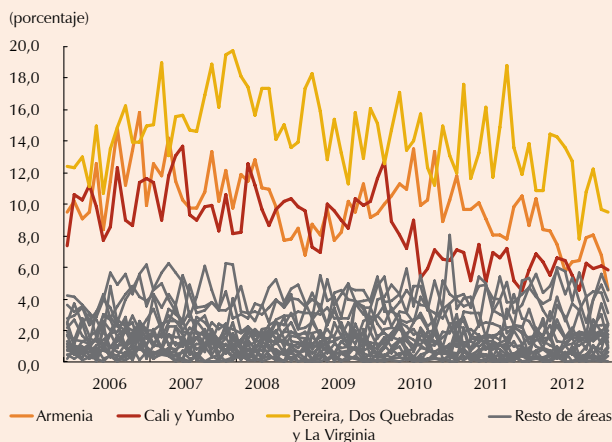
Gráfico R3.2
Flujo neto de ciudadanos colombianos en España (entradas menos salidas)



Fuente: Eurostat.

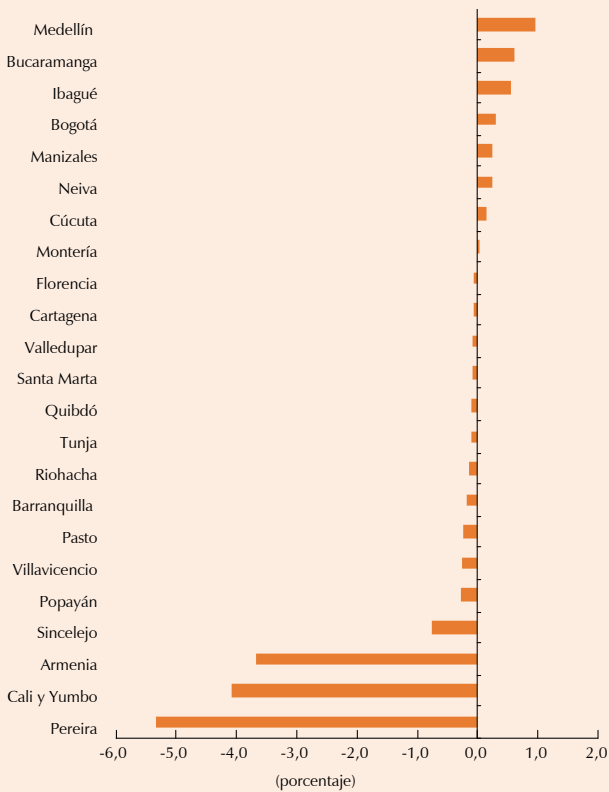
Al analizar el impacto de estas variables sobre el mercado laboral colombiano, debe tenerse en cuenta que la importancia de las remesas en los mercados laborales locales varía, pues no todas las regiones son igualmente dependientes de estos ingresos. El Gráfico R3.3 muestra la distribución del porcentaje de hogares que recibió remesas en cada una de las 23 áreas metropolitanas. Saltan a la vista Armenia, Cali y Pereira, donde una porción importante de los hogares recibe remesas y, por ende, es en estas tres ciudades donde este porcentaje ha caído más entre 2008 y 2012 (Gráfico R3.4). Adicionalmente, el número de hogares involucrados fue significativo: entre 2008 y 2012 el número de hogares receptores cayó en aproximadamente 3.000 en Armenia, 7.000

Gráfico R3.3
Porcentaje de hogares que reciben remesas (23 áreas)



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

Gráfico R3.4
Variación en el porcentaje de hogares que reciben remesas, 2008-20012 (23 áreas metropolitanas)

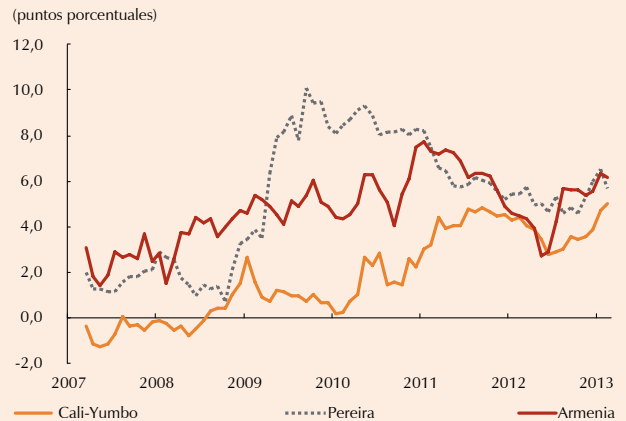


Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

en Pereira y 22.000 en Cali. Cabe resaltar que en 2008 Cali fue la ciudad donde más hogares recibían remesas (cerca de 65.000). En 2012 Cali pasó a ser la segunda en importancia después de Medellín, con 42.000 familias receptoras de remesas.

Como sugiere lo anterior, en estas tres ciudades se ha observado un deterioro de los indicadores del mercado laboral. El Gráfico R3.5 muestra la diferencia entre las tasas de desempleo de cada una de estas ciudades frente a las demás veinte áreas para las que hay información disponible. Esta diferencia ha venido creciendo desde 2009, cuando empezaron a caer los ingresos por remesas.

Gráfico R3.5
Diferencias con las tasas de desempleo (TD) del resto de las áreas metropolitanas (23 áreas, desestacionalizada)



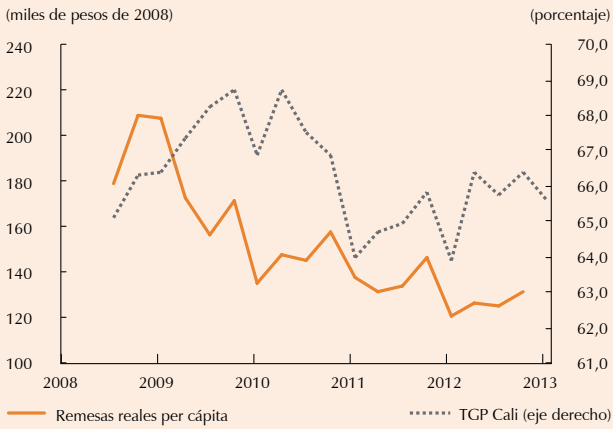
Nota: a la TD de cada una de las áreas metropolitanas se le resta la TD de las otras 20 áreas para las cuales hay información de TD.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Por otro lado, el impacto de la caída de este ingreso es más fuerte en los hogares de estas tres ciudades, específicamente en cuanto a su salario de reserva¹ se refiere. Un menor ingreso familiar incrementa los incentivos a participar en el mercado laboral. Por este motivo, se encuentra una alta correlación negativa entre las remesas de estos departamentos y la tasa global de participación de su respectiva capital, en los casos de Pereira-Risaralda y Armenia-Quindío (-77% y -79%, respectivamente) (Gráfico R3.6). En el caso de Cali-Valle la correlación es positiva (31%), lo que puede indicar que, a pesar de que el Valle del Cauca es uno de los departamentos que más remesas recibe, la dinámica de su mercado laboral puede responder más a otros factores; como por ejemplo, al comportamiento de sectores económicos como la industria y la agricultura.

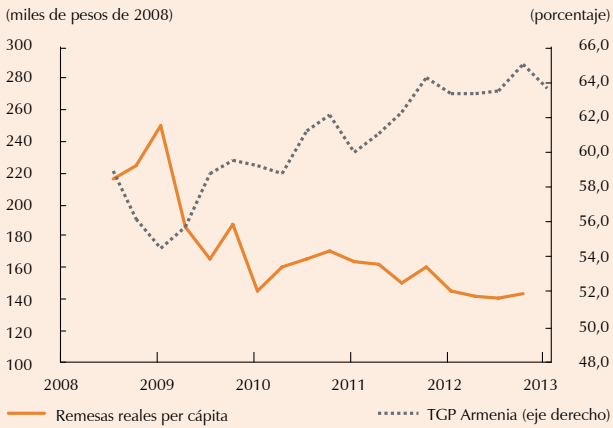
1 El salario de reserva es la tasa salarial más baja a la que un trabajador está dispuesto a trabajar. Una oferta de trabajo de características similares, con un menor salario, no sería aceptada por el trabajador.

Gráfico R3.6
Remesas y tasa global de participación (TGP)
(capital-departamento)

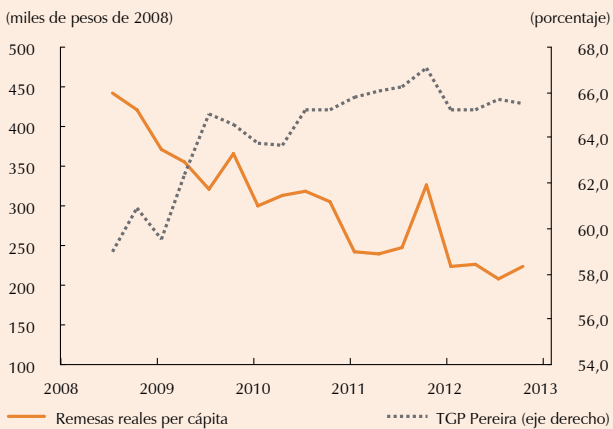
A. Cali-Valle



B. Armenia-Quindío



C. Pereira-Risaralda



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

III. RESERVAS INTERNACIONALES

A junio de 2013 las reservas internacionales netas totalizaron US\$40.816,75 millones, cuantía superior en US\$3.350,14 millones al saldo registrado en diciembre de 2012. Durante dicho período, la rentabilidad en dólares de las reservas fue negativa (-1,34%), obedeciendo a unas bajas tasas de interés internacionales, a la apreciación del dólar de los Estados Unidos frente a las principales monedas de otros países desarrollados y a los menores precios del oro. Al descontar los efectos de la apreciación del dólar y de la disminución del precio del oro, el rendimiento de las reservas fue -0,03%.

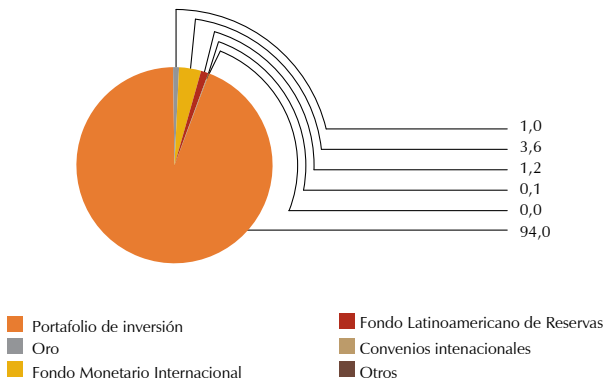
De acuerdo con la Ley 31 de 1992, el Banco de la República administra las reservas internacionales conforme al interés público, al beneficio de la economía nacional y con el propósito de facilitar los pagos del país en el exterior. La ley define que la inversión de los activos de reserva se hará con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

A junio de 2013 las reservas internacionales netas totalizaron US\$40.816,75 m, cuantía superior en US\$3.350,14 m al saldo registrado en diciembre de 2012.

A junio de 2013 las reservas internacionales netas totalizaron US\$40.816,75 m, cuantía superior en US\$3.350,14 m al saldo registrado en diciembre de 2012⁴⁰. 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 94% del total de las reservas brutas (US\$38.378,35 m). El saldo restante está distribuido en: i) la posición en el FMI y derechos especiales de giro (DEG) (US\$1.486,31 m); ii) aportes al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) (US\$501,22 m); iii) las inversiones en

⁴⁰ Las reservas internacionales netas son iguales al total de las reservas internacionales, o reservas brutas, menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera con agentes no residentes. Las reservas internacionales brutas ascendieron a US\$40.820,99 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron US\$4,25 m.

Gráfico 54
Composición de las reservas brutas



Fuente: Banco de la República.

oro (US\$400,49 m); iv) los aportes al convenio internacional con la Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi: US\$42,8 m), y v) otros (US\$11,82 m)⁴¹. El Gráfico 54 presenta la composición de las reservas internacionales.

A. POLÍTICAS DE ADMINISTRACIÓN DEL PORTAFOLIO DE INVERSIÓN

El Banco de la República sigue las mejores prácticas internacionales con respecto a la administración de las reservas. De acuerdo con el FMI, se debe procurar: i) contar con suficiente liquidez en moneda extranjera; ii) tener políticas estrictas para la gestión de los diferentes

riesgos que enfrentan las operaciones, y iii) generar retornos razonables ajustados por riesgo, sujeto a la liquidez y otras restricciones⁴².

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

- **Riesgo de liquidez:** se invierte en activos financieros que cuentan con demanda permanente en el mercado secundario, con el fin de tener la capacidad de convertir los activos de reserva en efectivo de una manera rápida y a bajo costo. El portafolio también se divide en tramos, para que algunos de ellos se puedan liquidar más rápidamente.
- **Riesgo de mercado:** mediante las clases de activos elegibles y límites estrictos de inversión, se busca que el valor del portafolio tenga una baja sensibilidad a movimientos de los precios de los títulos en el mercado.
- **Riesgo crediticio:** solamente se invierte en activos que cuenten con altas calificaciones crediticias, según las principales agencias calificadoras, dado que estas inversiones tienen una baja probabilidad de incumplimiento en sus pagos⁴³. Adicionalmente, se limitan las exposiciones por sector y por emisor, con el fin de acotar el impacto de eventos crediticios sobre el valor del portafolio.
- **Riesgo cambiario:** el Banco establece la “Reserva para fluctuación de monedas” de que trata el numeral 3 del artículo 61 del Decreto 2520 de 1993 (Estatutos del Banco de la República), la cual aumenta en los períodos cuando

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

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

42 El documento “Directrices para la administración de las reservas internacionales”, producido por el FMI, puede ser consultado en el vínculo <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2013/pr13138.htm>

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

las monedas se fortalecen frente al dólar y disminuye en los años en que se debilitan. A diciembre de 2012 dicha reserva ascendía a \$2,27 b.

- Riesgo de contraparte: para disminuir el riesgo de pérdida si las contrapartes con las que se realizan operaciones incumplen, la negociación de papeles se realiza por medio de mecanismos “pago contra entrega” con entidades financieras que sean creadoras de mercado y las divisas se negocian con entidades que cuenten con altas calificaciones crediticias⁴⁴.

El portafolio de inversión de las reservas, 94% 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 m⁴⁵. A junio de 2013 el valor del capital de trabajo era US\$558,32 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 junio de 2013 el valor del tramo de inversión ascendía a US\$37.820,03 m.

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

Para administrar el tramo de inversión de las reservas, el Banco de la República define un portafolio teórico o índice de referencia⁴⁶. Este índice sirve como referente para medir la gestión de cada uno de los portafolios.

44 Los mecanismos “pago contra entrega” buscan que el intercambio de papeles por efectivo se haga simultáneamente con el fin de eliminar la posibilidad de que una de las partes del negocio incumpla. Las contrapartes de divisas deben tener una calificación crediticia mínima de A- si cuentan con un contrato marco establecido por la International Swaps and Derivatives Association (ISDA). Si no se cuenta con dicho contrato, la calificación mínima es A+. El contrato marco establecido por la ISDA tiene como objetivo establecer los términos y condiciones que rigen sobre los derivados sobre el mostrador negociados entre entidades.

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

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

La composición cambiaria de las reservas internacionales de Colombia busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país.

El primer paso para construir el índice de referencia es determinar la composición cambiaria. Al 30 de junio de 2013 la composición cambiaria objetivo del tramo de inversión era: 87% dólares de los Estados Unidos, 5% dólares canadienses, 4% dólares australianos, 2% libras esterlinas, 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 en el exterior, derivada de los movimientos de las tasas de cambio⁴⁷.

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 cambiario⁴⁸. El resultado es un portafolio conservador, el cual se presenta en el Cuadro 17. Todos los emisores del índice de referencia cuentan con calificación AAA de al menos una de las principales agencias calificadoras.

Como se mencionó, teniendo en cuenta los diferentes objetivos de liquidez 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.

- 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, Reino Unido, Suecia, Australia y Nueva Zelanda. 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 de este tramo 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 junio de 2013 el valor de este tramo ascendía a US\$26.711,20 m (69,60% 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

De esta manera, las reservas intentan cubrir la volatilidad de los pagos en el exterior, derivada de los movimientos de las tasas de cambio.

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

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

Cuadro 17
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		
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		
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		
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		
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		

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.

definidas frente al índice en su composición cambiaria, en la participación de los instrumentos y en los emisores y tipos de activos⁴⁹. 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 definidos por el Banco. A junio de 2013 el tramo no indexado tenía un valor de US\$11.108,83 m (28,95% del portafolio de inversión).

El Banco de la República gestiona directamente el capital de trabajo, el tramo indexado y uno de los portafolios del tramo no indexado, lo cual ascendía a

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

El propósito de contratar administradores externos es generar retornos superiores al índice de referencia y capacitar a los funcionarios del Banco en la gestión de inversiones internacionales.

US\$28.873,27 m (75,23% del portafolio de inversión). El resto de los recursos del tramo no indexado es gestionado por administradores externos de portafolios.

El programa de administración externa ascendía a US\$9.401,39 m (24,5% del portafolio de inversión) al cierre de junio de 2013. El propósito de contratar administradores externos es generar retornos superiores al índice de referencia y capacitar a los funcionarios del Banco en la gestión de inversiones internacionales. Las firmas escogidas para participar en el programa tienen una alta capacidad de análisis de los mercados financieros y una infraestructura sofisticada que pueden ser aprovechadas en la definición de estrategias de inversión. Los recursos que manejan los administradores externos se encuentran en cuentas que gestiona el Banco de la República y los contratos se pueden cancelar cuando se considere necesario. En la actualidad las firmas que participan en el programa de administración externa son 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. Las firmas que participan en el programa son escogidas mediante procesos competitivos y son evaluadas de manera permanente. Adicionalmente, el Banco también 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\$103,69 m⁵⁰.

Los títulos valores del portafolio se encuentran depositados en entidades financieras conocidas como custodios. En la actualidad la calificación crediticia mínima de los custodios es A+.

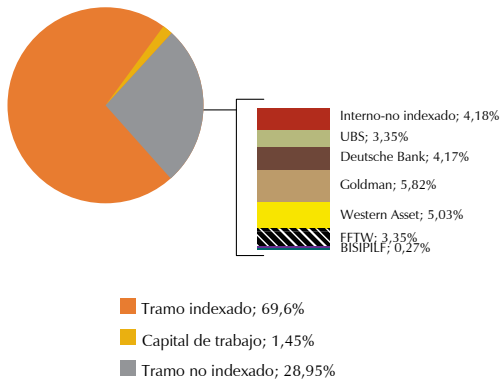
B. COMPOSICIÓN DEL PORTAFOLIO DE INVERSIÓN

En el Gráfico 55 se presenta la composición del portafolio de inversión a junio de 2013, cuando cerca del 96% estaba invertido en papeles emitidos por gobiernos o cuasi-gobiernos y acuerdos de recompra con la Reserva Federal (Gráfico 56).

El Gráfico 57 permite observar la calidad crediticia del portafolio de inversión. El Banco utiliza como referencia la menor calificación otorgada por al menos dos de las tres principales agencias calificadoras (S&P, Moody's y Fitch Ratings). Se observa que el 13,5% de las inversiones están calificadas como AAA, el nivel más alto, y el 86,1% como AA. La alta participación de los títulos AA se explica por la alta concentración del portafolio en deuda emitida por el gobierno de los Estados Unidos, cuya calificación crediticia se encuentra en AA+ de acuerdo con S&P. Estas cifras evidencian la alta calidad de los activos en que invierte este tipo de portafolio.

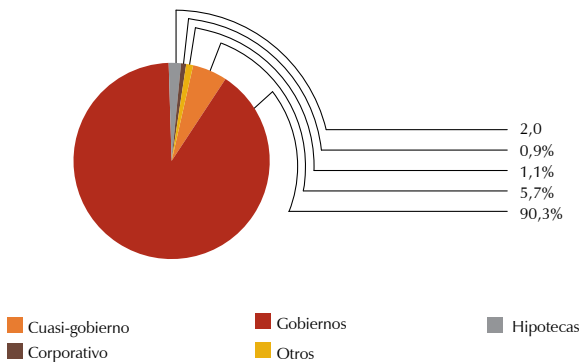
50 Este fondo de inversión del BIS, al cual solamente tienen acceso los bancos centrales y entidades multilaterales, busca tener un rendimiento igual o superior a los títulos emitidos por el Tesoro de Estados Unidos indexados a la inflación. Las políticas de inversión de este fondo aplican por igual a todos los inversionistas. Esta inversión forma parte del tramo no indexado.

Gráfico 55
Composición del portafolio de inversión



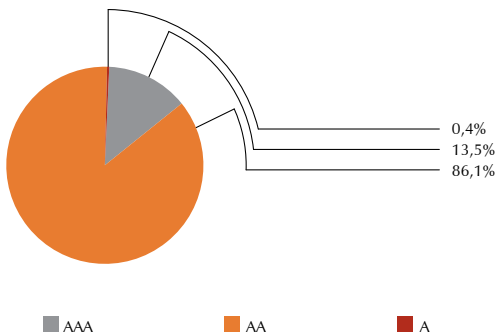
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 56
Composición del portafolio de inversión por sectores



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 57
Distribución de las inversiones por calificación crediticia



Fuente: Banco de la República.

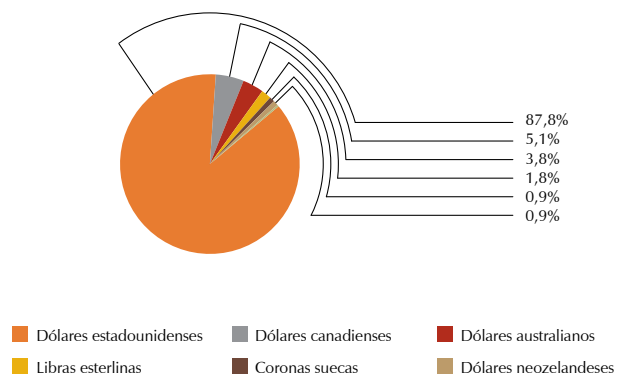
Por último, el Gráfico 58 muestra la composición cambiaria que tenía el portafolio de inversión al 30 de junio de 2013, la cual difiere en forma leve del objetivo, ya que se incluye el capital de trabajo, que únicamente invierte en dólares. Adicionalmente, se permite, dentro de límites estrictos, que el portafolio activo registre ligeras desviaciones y que se realicen inversiones en otras monedas de países desarrollados como el euro, el yen, la corona noruega y el franco suizo.

Como medida preventiva frente a un aumento de las tasas de interés en las economías desarrolladas, el tramo de inversión tenía una baja duración efectiva en junio de 2013 (0,81)⁵¹. Esto ha permitido que el aumento de las tasas de interés internacionales en los meses de mayo y junio de 2013 haya tenido un impacto limitado en el portafolio.

C. RENTABILIDAD DE LAS RESERVAS

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

Gráfico 58
Composición cambiaria del portafolio de inversión



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

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

La decisión de tener un portafolio con un perfil de riesgo conservador implica recibir una rentabilidad baja.

menor riesgo, su rentabilidad esperada será menor. En determinadas circunstancias especiales, como las observadas durante los últimos años, el Banco de la República está dispuesto a sacrificar rentabilidad a cambio de mayor seguridad y liquidez de las inversiones.

En lo corrido de 2013 la rentabilidad de las reservas en dólares ha sido -1,34%⁵², debido a tres factores:

- Las tasas de interés en los principales países desarrollados se mantienen en niveles históricamente bajos, aunque han aumentado en los últimos meses, lo cual ha provocado que los rendimientos percibidos por el portafolio de inversión hayan sido bajos. Al descontar los efectos de la disminución del precio del oro y de la apreciación del dólar, el rendimiento de las reservas ha sido -0,03%.
- El dólar de los Estados Unidos se ha apreciado frente a las principales monedas de los países desarrollados⁵³. Al estar las inversiones valoradas en dólares de los Estados Unidos, la rentabilidad por efecto cambiario ha sido -0,92%. Como se mencionó, el Banco tiene una reserva para fluctuación de monedas para ser utilizada en estos eventos.
- El precio del oro ha presentado la mayor disminución porcentual desde 1997, lo cual ha tenido un impacto en la rentabilidad total de -0,39%. El Banco de la República tiene una proporción baja de oro en las reservas (1%), no hace ajustes frecuentes a estas tenencias y las valora a precios de mercado.

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

En 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.

Como se ha informado en los pasados informes al Congreso de la República, a finales de 2008 se presentaron dos eventos crediticios relacionados con las reservas internacionales: i) un título de Lehman Brothers Holding Inc. (en adelante LBHI) 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 dentro del programa de préstamo de títulos administrado por Bank of New York Mellon Asset Servicing, B.V. A continuación se presenta una actualización sobre el estado de las reclamaciones adelantadas por el Banco.

52 Esta tasa se obtiene al dividir la rentabilidad observada en dólares por el promedio del valor de las reservas el 31 de diciembre de 2012 y el 30 de junio de 2013. Es una tasa sin anualizar.

53 El índice DXY ha aumentado 5,3% en el año. Este se construye promediando las tasas de cambio entre el dólar y las principales monedas del mundo. El Intercontinental Exchange elabora este índice utilizando las tasas provistas por cerca de quinientos bancos.

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

El Banco de la República tiene la calidad de acreedor reconocido dentro del Proceso de Reestructuración de LBHI. En dicho proceso, el 6 de diciembre de 2011 el Juez aprobó el Plan de Reestructuración presentado por LBHI, en el cual se estableció que los acreedores de la clase 3, a la cual pertenece el Banco de la República, recibirían un porcentaje de distribución estimado en 21,1% del valor de su acreencia.

El Banco ha recibido tres pagos dentro de dicho proceso, como sigue: i) uno el 17 de abril de 2012, por US\$162.770,15, equivalente a un 6,02% del valor total de su acreencia; ii) otro el 1 de octubre de 2012, por US\$103.533,91 correspondiente al 3,83% del valor total de su acreencia, y iii) el más reciente el 4 de abril de 2013, por US\$134.987,18, monto que corresponde al 4,99% del valor total de su acreencia. La siguiente distribución, de acuerdo con el cronograma del Plan de Reestructuración, tendrá lugar el 30 de septiembre de 2013 y se estima que la etapa de distribución se pueda extender durante varios años.

2. Demanda del Banco de la República en contra de BNYM⁵⁴

En relación con el Proceso judicial instaurado por el Banco de la República en contra de BNYM, el 28 de septiembre de 2012 se llevó a cabo una audiencia en la cual el Juez dio por concluida la etapa probatoria (o de *Discovery*) 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. A su vez, los memoriales de oposición a la petición de sentencia sumaria se radicaron en la Corte por ambas partes el 8 de febrero de 2013 y las respectivas réplicas a los memoriales de oposición se presentaron el 7 de marzo de 2013.

Posteriormente, el 12 de marzo de 2013 tuvo lugar una audiencia en la cual el Juez escuchó los argumentos presentados tanto por el Banco, como por BNYM en los memoriales de la etapa de sentencia sumaria, señalados en el párrafo anterior. A la fecha, el proceso está al despacho del Juez, quien deberá pronunciarse en relación con la petición de sentencia sumaria, sin que exista un término perentorio para el efecto.

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

IV. SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

Entre enero y junio de 2013 el Banco de la República registró un resultado operacional negativo de \$1.498,9 mm, y para todo el año se estima que ascienda a -\$1.650,0 mm, producto de ingresos por -\$54,0 mm y egresos por \$1.595,9 mm. El comportamiento de los ingresos se explica, principalmente, por unos menores rendimientos de las reservas internacionales y una disminución en el ingreso por las operaciones de liquidez. Esto último se debe tanto a la baja tasa de intervención del Banco de la República como al menor volumen de operaciones repo.

A. ESTRUCTURA FINANCIERA 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 30 de junio de 2013, frente a los saldos registrados el 31 de diciembre del año anterior (Cuadro 18).

1. Activo

Los activos del Banco de la República registraron un saldo de \$88.831 mm al cierre de junio de 2013. Esta cifra es superior en \$12.853 mm (16,9%) al saldo observado en diciembre de 2012, cuando los activos ascendieron a \$75.978 mm. Las principales variaciones de las cuentas del activo se explican por:

Los activos del Banco de la República registraron un saldo de \$88.831 mm al cierre de junio de 2013, cifra superior en 16,9% a lo observado en diciembre de 2012.

- *Reservas internacionales:* al cierre de junio de 2013 las reservas internacionales brutas, valoradas a precios de mercado, fueron \$78.744 mm (US\$40.821 m), superiores en \$12.481 mm (18,8%) con respecto al dato observado el 31 de diciembre de 2012. Esta variación es explicada principalmente por: i) las compras de divisas realizadas por el Banco de la República, que incrementaron el valor en pesos de las reservas internacionales en \$7.521 mm (US\$4.119 m); ii) el ajuste de cambio, resultado de la depreciación del peso con respecto al dólar, que aumentó el saldo neto en

Cuadro 18
Balance del Banco de la República clasificado por criterio económico
(resultados de diciembre de 2012 a junio de 2013)
(miles de millones de pesos)

Cuentas	Diciembre de 2012		Junio de 2013		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	75.978	100,0	88.831	100,0	12.853	16,9
Reservas internacionales brutas	66.263	87,2	78.744	88,6	12.481	18,8
Aportes en organismos internacionales	2.564	3,4	2.662	3,0	98	3,8
Inversiones	899	1,2	24	0,0	-875	(97,4)
Sector público (regulación monetaria)	899	1,2	24	0,0	-875	(97,4)
Cartera de créditos	0	0,0	0	0,0	-0	(31,1)
Otros créditos	1	0,0	1	0,0	-0	(15,1)
Provisión	(1)	(0,0)	(1)	(0,0)	0	(10,2)
Pactos de reventa (apoyos transitorios de liquidez)	2.529	3,3	3.599	4,1	1.070	42,3
Cuentas por cobrar	31	0,0	44	0,0	12	38,8
Otros activos netos	3.692	4,9	3.759	4,2	67	1,8
Pasivo y patrimonio	75.978	100,0	88.831	100,0	12.853	16,9
Pasivo	70.263	92,5	78.170	88,0	7.906	11,3
Pasivos en M/E que afectan las reservas internacionales	13	0,0	8	0,0	(5)	(38,1)
Base monetaria	56.463	74,3	53.587	60,3	(2.876)	(5,1)
Efectivo	34.699	45,7	32.257	36,3	(2.442)	(7,0)
Reserva	21.764	28,6	21.331	24,0	(434)	(2,0)
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	647	0,9	427	0,5	-220	(34,0)
Depósitos por endeudamiento externo e inversión de portafolio de capital del exterior	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Otros depósitos	63	0,1	157	0,2	94	148,1
Gobierno nacional (DGCPTN M/N)	6.353	8,4	12.029	13,5	5.676	89,3
Gobierno nacional (DGCPTN M/E)	491	0,6	151	0,2	(339)	(69,2)
Depósitos remunerados de control monetario	2.041	2,7	7.352	8,3	5.310	260,1
Obligaciones con organismos internacionales	3.565	4,7	3.720	4,2	155	4,4
Otros	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Cuentas por pagar	56	0,1	180	0,2	124	220,6
Otros pasivos	571	0,8	558	0,6	(14)	(2,4)
Patrimonio total	5.715	7,5	10.661	12,0	4.947	86,6
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Reservas estatutarias	2.384	3,1	2.276	2,6	(108)	(4,5)
Superávit	3.658	4,8	9.871	11,1	6.213	169,8
Liquidación de cuenta especiales de cambio (CEC)	453	0,6	453	0,5	0	0,0
Ajuste cambiario desde 1993 en adelante y superávit	1.759	2,3	7.965	9,0	6.206	352,9
Otros	143	0,2	150	0,2	7	4,7
Valorizaciones de bienes y donaciones	1.303	1,7	1.303	1,5	0	0,0
Resultados	(341)	(0,4)	(1.499)	(1,7)	(1.158)	340,2
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	(341)	(0,4)	(1.499)	(1,7)	(1.158)	340,2

Fuente: Banco de la República.

Las reservas internacionales brutas ascendieron a \$78.744 mm (US\$40.821 m), superiores en \$12.481 mm (18,8%) a lo registrado al finalizar 2012.

pesos de las reservas internacionales en \$6.206 mm⁵⁵, y iii) el rendimiento por intereses, causado durante el primer semestre de 2013, por \$418 mm. Lo anterior se compensó parcialmente con: i) la valoración por precios de mercado y el diferencial cambiario, que produjeron una disminución del saldo de las reservas por \$1.397 mm⁵⁶, y ii) la disminución de los depósitos en moneda extranjera de la DGCPTN en el Banco de la República por \$339 mm.

- *Portafolio de inversiones en moneda nacional:* su saldo valorado a precios de mercado fue de \$24 mm en junio de 2013, inferior en \$875 mm con respecto al cierre del año anterior. Esto fue el resultado del traslado de TES por parte del Gobierno al Banco de la República por \$239 mm y de la valoración a precios de mercado de su portafolio por \$24,2 mm, lo que se compensó por ventas del portafolio de TES por \$1.111,4 mm y vencimientos de portafolio de TES por \$27,1 mm. Así, el resultado final fue una reducción en el saldo de estos títulos en poder del Banco de la República.
- *Operaciones repo utilizadas para otorgar liquidez transitoria:* presentaron un saldo de \$3.599 mm al finalizar junio de 2013, lo que significó un incremento de \$1.070 mm con respecto al cierre de 2012.

2. Pasivo

A 30 de junio de 2013 el saldo de los pasivos fue de \$78.170 mm, superior en \$7.906 mm (11,3%) al registrado al finalizar el año 2012. A continuación se presentan las principales fuentes de variación:

- *Base monetaria:* el 30 de junio de 2013 el saldo de la base monetaria ascendió a \$53.587 mm, inferior en \$2.876 mm (5,1%) al registrado al cierre de 2012.
- *Los depósitos en pesos del gobierno nacional,* constituidos mediante la DGCPTN en el Banco de la República, tuvieron un saldo de \$12.029 mm al cierre de junio de 2013. Este monto es superior en \$5.676 mm (89,3%) al registrado en diciembre de 2012.
- *Los depósitos remunerados de control monetario,* constituidos desde el año 2012, alcanzaron un saldo de \$7.352 mm al cierre de junio de 2013, mayor en \$5.310 mm (260,1%) al registrado en diciembre de 2012. Este incremento se explica principalmente por colocaciones de TES de control monetario por \$8.108 mm, compensadas parcialmente con vencimientos de \$2.798 mm.

A 30 de junio de 2013 el saldo de los pasivos fue \$78.170 mm, superior en \$7.906 mm (11,3%) al observado en diciembre de 2012.

55 El ajuste de cambio corresponde al efecto contable sobre el saldo neto de las reservas internacionales, generado por la depreciación o apreciación del peso frente al dólar.

56 La valoración por precios de mercado corresponde a los ajustes de precio de los títulos que conforman el portafolio de reservas y del oro en los mercados internacionales. Por su parte, el diferencial cambiario se refiere al efecto contable generado por la depreciación o apreciación del dólar frente a las monedas que conforman el portafolio de las reservas internacionales.

El patrimonio ascendió a \$10.661 mm en junio de 2013, presentando un aumento de \$4.947 mm (86,6%) con respecto a la cifra de diciembre de 2012.

3. Patrimonio

El patrimonio ascendió a \$10.661 mm en junio de 2013, presentando un aumento de \$4.947 mm (86,6%) con respecto a la cifra observada en diciembre de 2012. Este incremento se explica principalmente por la variación de la cuenta de ajuste de cambio, la cual aumentó en \$6.206 mm (352,9%) y refleja el incremento en el saldo en pesos de las reservas internacionales registrado en el activo como resultado de la depreciación del peso con respecto al dólar. Esto se compensó en parte por el resultado operacional del ejercicio por -\$1.498,9 mm y por la reducción de las reservas estatutarias por \$108 mm.

B. ESTADO DE RESULTADOS A JUNIO DE 2013

Entre enero y junio de 2013 el Banco de la República registró un resultado operacional negativo de \$1.498,9 mm, producto de ingresos por -\$699,6 mm y egresos por \$799,3 mm (Cuadro 19). A continuación se describen los principales rubros del estado de resultados a junio de 2013.

Los ingresos totales fueron -\$699,6 mm, registrando una disminución de \$1.030,7 mm frente a igual período del año anterior. Los egresos, por su parte, totalizaron \$799,3 mm, registrando una variación anual de \$74,2 mm.

El comportamiento de los ingresos se explica principalmente por:

- El rendimiento de las reservas internacionales fue -\$979,3 mm, inferior en \$1.019,0 mm frente al primer semestre de 2012 (\$39,7 mm). Este resultado contablemente se explica por: i) el rendimiento por intereses causados de \$417,7 mm; ii) las variaciones por precios de mercado de -\$731,6 mm, dentro de las cuales la del portafolio de inversión explica -\$447,1 mm, en parte generada por la caída del precio de los bonos en los cuales están invertidas las reservas internacionales, tras los anuncios de la Reserva Federal de una posible reducción paulatina del plan de estímulo monetario (Gráfico 59), junto con la desvaloración de las inversiones en oro monetario, por -\$284,5 mm, debido a la caída del precio internacional del metal (Gráfico 60), y iii) el resultado negativo del diferencial cambiario de -\$665,4 mm, producto de la depreciación frente al dólar de las monedas que componen el portafolio de inversión (Gráfico 61). A junio de 2013 la rentabilidad promedio del portafolio de inversión fue de -0,96% frente a 0,05% en igual período de 2012⁵⁷.

Entre enero y junio de 2013 el Banco de la República registró un resultado operacional negativo de \$1.498,9 mm.

57 Sin incluir el diferencial cambiario ni las variaciones por precios la rentabilidad promedio del portafolio de inversión fue de 0,62% en el primer semestre de 2013 frente a 0,78% en igual periodo de 2012.

Cuadro 19
 Estado de resultados del Banco de la República (enero a junio de 2013)
 (miles de millones de pesos)

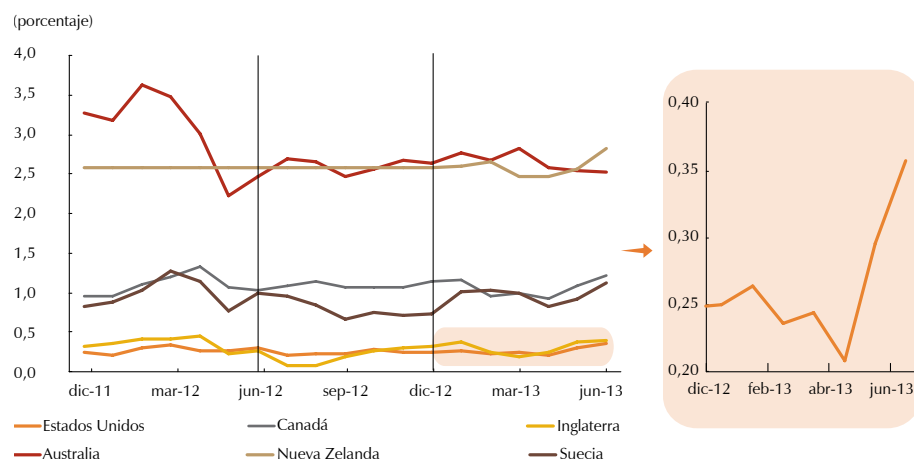
	Ejecutado a:		
	2012	Junio de 2012	Junio de 2013
1. Ingresos del P y G	1.149,9	331,1	(699,6)
A. Ingresos monetarios	1.015,7	270,3	(763,4)
1. Intereses y rendimientos	874,9	197,8	(901,5)
Reservas internacionales	468,5	39,7	(979,3)
Intereses	900,2	426,3	417,7
Variaciones por precios	(547,1)	(277,9)	(731,6)
Diferencial cambiario	115,4	(108,7)	(665,4)
Operaciones de liquidez	312,1	113,5	53,5
Valorización de TES	94,0	44,5	24,2
Otros intereses	0,4	0,2	0,1
2. Diferencias en cambio	66,9	44,6	105,6
3. Moneda metálica	46,3	26,1	28,8
4. Otros	27,6	1,7	3,8
B. Ingresos corporativos	134,2	60,8	63,8
1. Comisiones	113,2	52,4	55,3
Servicios bancarios	54,5	23,7	24,8
Negocios fiduciarios	58,6	28,6	30,6
2. Oro no monetario	0,3	0,1	(0,1)
3. Otros	20,7	8,4	8,5
2. Egresos del P y G	1.490,4	725,1	799,3
A. Egresos monetarios	1.118,6	513,1	445,6
1. Intereses y rendimientos	874,1	353,8	361,7
Remuneración a las cuentas de la DGCPTN	805,5	320,7	185,1
Depósitos remunerados de control monetario (DRCM)	10,5	0,0	145,8
Comisión de compromiso flexible con el FMI	25,7	13,0	9,1
Gastos en administración de las reservas internacionales	24,1	16,4	8,0
Gastos en operación de contracción monetaria	8,3	3,8	13,7
2. Diferencias en cambio	126,6	111,6	37,5
3. Costo de emisión y distribución de especies monetarias	117,7	47,7	46,3
4. Otros	0,2	0,1	0,1
B. Egresos corporativos	375,5	186,0	195,0
1. Gastos de personal	240,6	119,3	129,2
2. Gastos generales	54,9	24,9	26,1
3. Recuperación del IVA descontable (CR)	(2,0)	(0,9)	(1,3)
4. Impuestos	7,1	4,7	5,4
5. Seguros	5,7	2,7	2,9
6. Contribuciones y afiliaciones	4,6	3,1	3,2

Cuadro 19 (continuación)
 Estado de resultados del Banco de la República (enero a junio de 2013)
 (miles de millones de pesos)

	Ejecutado a:		
	2012	Junio de 2012	Junio de 2013
7. Gastos culturales	9,1	3,7	3,8
8. Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros (incluye diferido del software)	55,5	28,4	25,8
C. Gastos de pensionados	(3,6)	26,0	158,6
3. Resultado operacional (1 - 2)	(340,5)	(394,0)	(1.498,9)

n.a.: no aplica.
 Fuente: Banco de la República.

Gráfico 59
 Tasas de interés de los bonos a dos años



Fuente: Bloomberg.

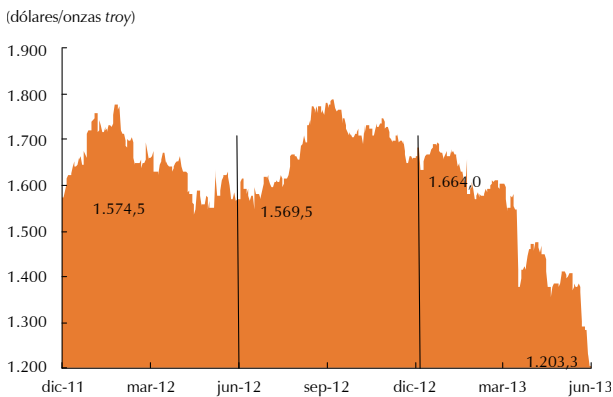
En el Gráfico 59 se muestra el aumento de las tasas de interés de los bonos a dos años de los gobiernos de los Estados Unidos, Canadá, Inglaterra, Nueva Zelanda y Suecia, lo que explica la caída en el precio de estos títulos⁵⁸.

Por otra parte, las inversiones en oro monetario registraron una desvalorización de \$284,5 mm, generada por la caída en el precio internacional del metal, el cual pasó de US\$1.664,0 por onza *troy* en diciembre de 2012, a US\$1.203,3 por onza *troy* al cierre de junio de 2013 (Gráfico 60)⁵⁹.

58 Existe una relación inversa entre la tasa de rendimiento de los títulos de renta fija (bonos) y su precio; es decir, cuando las tasas de interés suben, el precio de los títulos cae, y viceversa.

59 Cabe anotar que entre 2001 y 2012 el oro incorporado a las reservas generó ingresos por \$761,6 mm.

Gráfico 60
Precio internacional del oro



Fuente: SIC.

Como se observa en el Gráfico 61, entre enero y junio del presente año las monedas de reserva que componen el portafolio de inversión se devaluaron frente al dólar, así: dólar canadiense, 5,6%; dólar australiano, 11,8%; libra esterlina, 6,7%; dólar neozelandés, 6,4%, y corona sueca, 3,6%. Esto afectó significativamente el resultado del diferencial cambiario, el cual registró pérdidas por \$665,4 mm a junio de 2013.

Se debe mencionar que, según los Estatutos del Banco, las pérdidas originadas por el diferencial cambiario entre el dólar estadounidense y las monedas del portafolio de inversión de las reservas internacionales se cubren con la reserva estatutaria *fluctuación de monedas*, la cual fue creada para este fin y que asciende en la actualidad a \$2.276 mm.

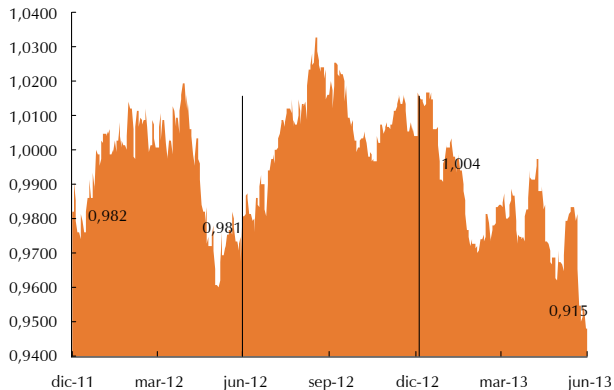
Así mismo, según dichos estatutos, la variación de las reservas internacionales originadas por el diferencial cambiario entre el peso y el dólar se contabiliza en la cuenta del superávit patrimonial *ajuste de cambio*. Durante el primer semestre de 2013 esta cuenta registró una variación positiva de \$6.206 mm por la depreciación del peso, superando así el rendimiento negativo de las reservas internacionales y el resultado operacional obtenido.

- El resultado neto de los ingresos y egresos originados en las diferencias en cambio del peso frente al dólar sobre los activos y pasivos en moneda extranjera diferentes a las reservas internacionales fue positivo en \$68,1 mm, producto de la devaluación del peso frente al dólar a junio de 2013 (9,1%).
- Las comisiones recibidas por el Banco ascendieron a \$55,3 mm, superiores en \$3,0 mm (5,7%) a las obtenidas a junio de 2012, crecimiento relacionado con la administración de los TES y los servicios bancarios.
- Las operaciones de liquidez mediante repos generaron ingresos por \$53,5 mm, inferiores en \$60,0 mm (52,9%) a los registrados un año atrás, resultado del menor volumen de operaciones repo y de la menor tasa de remuneración promedio anual⁶⁰.
- La puesta en circulación de moneda metálica generó un ingreso por \$28,8 mm, superior en 10,5% frente al primer semestre de 2012, explicado principalmente por la colocación de la nueva moneda de mil pesos.

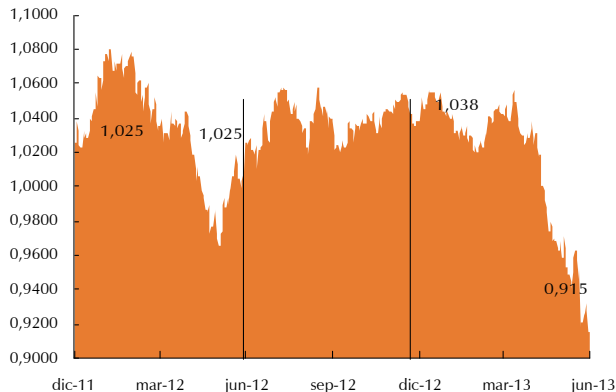
60 El volumen promedio de estas operaciones pasó de \$4.499,4 mm en el primer semestre de 2012 a \$2.973,4 mm en 2013; la tasa de interés de remuneración pasó de 5,1% efectivo anual (ea) a 3,7% ea en iguales periodos.

Gráfico 61
Comportamiento de las monedas de reservas frente al dólar estadounidense

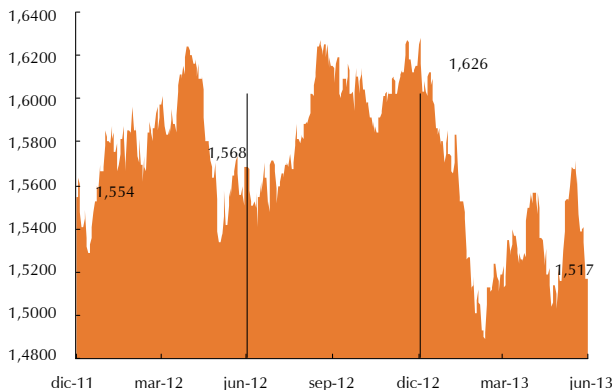
A. Dólar canadiense (US\$/CAD)



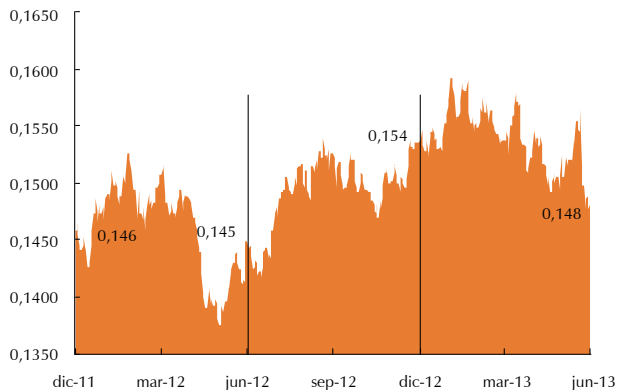
B. Dólar australiano (US\$/AUD)



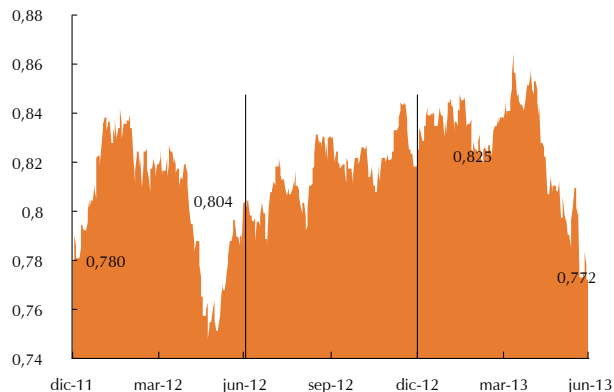
C. Libra esterlina (US\$/GBP)



D. Corona sueca (US\$/SEC)



E. Dólar neozelandés (US\$/NZD)



- Los ingresos por valoración del portafolio de TES en poder del Banco fueron \$24,2 mm, inferiores en 45,5% frente a junio de 2012, resultado de la reducción de dicho portafolio y del comportamiento de las tasas de negociación de referencia del mercado.

En relación con los egresos, se destaca:

- La remuneración a los depósitos de control monetario que ascendió a \$145,8 mm⁶¹. Este

Fuente: The World Markets Company PLC (WM).

61 Estos depósitos los constituyó la DGCPN 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 en 2013 se estiman en \$1.595,9 mm, con un crecimiento anual de \$105,5 mm (7,1%).

concepto constituye la principal explicación del aumento de los egresos del Banco durante el primer semestre de 2013.

- Por su parte, la remuneración de los depósitos de la DGCPN en el Banco fue de \$185,1 mm, inferior en \$135,6 mm (42,3%) frente a la registrada en el primer semestre de 2012, resultado de su menor saldo promedio diario y de la menor tasa de interés⁶². La menor remuneración de estos depósitos compensó parcialmente el mayor pago de intereses al Gobierno por los depósitos de control monetario, señalados anteriormente.
- Los costos por emisión y distribución de especies monetarias totalizaron \$46,3 mm, registrando una reducción de 2,8%, resultado del menor costo de producción de la nueva familia de monedas.
- Los egresos corporativos se situaron en \$195,0 mm, registrando un crecimiento de 4,8% (2,7% en términos reales).
 - Los gastos de personal presentaron un incremento real de 5,9%, resultado del aumento en los salarios⁶³ y por el efecto estadístico del reemplazo paulatino de empleados que se pensionaron hasta julio de 2010⁶⁴, el cual continúa generando impacto en 2013⁶⁵. Estos rubros representan el 66,2% de los gastos corporativos.
 - Los gastos generales que representan el 13,4% de los corporativos, totalizaron \$26,1 mm y registraron un incremento real de 2,5%, resultado de contratos que se ajustaron de acuerdo con el salario mínimo y de los gastos asociados con el mantenimiento y adecuación de los inmuebles del Banco.
 - Los gastos culturales fueron de \$3,8 mm, con un crecimiento real de 0,6%.
 - Los impuestos, seguros, contribuciones, afiliaciones, depreciaciones, provisiones, amortizaciones, IVA descontable y otros gastos operacionales y no operacionales en conjunto sumaron \$35,9 mm y presentaron una reducción en términos reales de 7,4%.

62 El saldo promedio diario de estos depósitos pasó de \$12.778,5 mm en el primer semestre de 2012, a \$10.218,8 mm en 2013; la tasa de interés promedio anual de remuneración pasó de 5,1% ea a 3,7% ea en iguales periodos.

63 Según la Convención Colectiva vigente, los salarios se incrementaron 5,0% (meta de inflación de 3% más 2 pp por productividad).

64 Producto del Acto Legislativo 1 de 2005.

65 Entre 2006 y 2010 se pensionaron 530 personas de los 556 empleados que cumplieron requisitos de pensión. De los ingresos de personal de 2012, el 70,0% se realizó en el segundo semestre.

Para 2013 se estima un resultado operacional negativo de \$1.650,0 mm.

- Por último, el gasto de pensionados presentó un resultado neto de \$158,6 mm, producto de los ingresos por los rendimientos del portafolio constituido con recursos del pasivo pensional por -\$43,3 mm, los intereses por los créditos de vivienda por \$4,1 mm y los gastos de pensionados por \$119,5 mm. Este rubro registró un aumento de \$132,7 mm frente a igual período del año anterior, producto de los menores rendimientos del portafolio, dado el comportamiento de las tasas de negociación de los TES en el mercado secundario.

C. PROYECCIÓN DE INGRESOS Y GASTOS PARA EL AÑO 2013

Para 2013 se estima un resultado operacional negativo de \$1.650,0 mm, producto de ingresos por -\$54,0 mm y egresos por \$1.595,9 mm (Cuadro 20).

Se proyecta que a finales de 2013 las tasas de cambio de las monedas en las que se invierten las reservas internacionales y los precios internacionales del oro se mantengan en los niveles promedio observados en junio, lo que afectaría de manera negativa el estado de resultados⁶⁶.

Se estima que los ingresos ascenderán a -\$54,0 mm, con una reducción anual de \$1.203,9 mm. Los principales rubros son los siguientes:

- Los rendimientos de las reservas internacionales se estiman en -\$540,2 mm, inferiores en \$1.008,7 mm a los observados el año anterior. Se proyecta que la rentabilidad promedio del portafolio de reservas sea de -0,52%, mientras que el año anterior fue de 0,64%. Este resultado incorpora pérdidas por diferencial cambiario por \$428,2 mm frente a los ingresos registrados en 2012 por \$115,4 mm, y una desvalorización en las inversiones en oro.
- El ingreso por las operaciones de liquidez mediante repos se estima en \$91,3 mm, inferior en \$220,8 mm (70,7%) frente a 2012. Esta reducción obedece a la menor tasa de intervención del Banco de la República y al menor volumen de operaciones repo, puesto que la expansión monetaria se está realizando, principalmente, con las compras de divisas. En la medida en que la expansión monetaria se realice mediante estas compras, las cuales superan el crecimiento estimado de la base monetaria, se reducirán los ingresos por repos y se aumentará el costo por operaciones de contracción monetaria⁶⁷.
- Los ingresos por valoración de títulos de deuda pública (TES) en poder del Banco se calculan en \$25,1 mm, inferiores en 73,3% frente a 2012. Esta reducción está relacionada con el menor saldo promedio estimado de estos títulos de deuda pública.

Se proyecta que los ingresos ascenderán a -\$54,0 mm, con una reducción anual de \$1.203,9 mm.

66 Si estos supuestos no se confirman los retornos del portafolio de inversión se verían afectados.

67 Se estima la compra de divisas por \$11,2 b y el crecimiento de la base monetaria por \$4 b.

Cuadro 20
Proyección del estado de resultados del Banco de la República, 2013
(miles de millones de pesos)

	Ejecutado	Proyectado	Variaciones anuales	
	2012	2013	Porcentuales	Absolutas
1. Ingresos del P y G	1.149,9	(54,0)	-	(1.203,9)
A. Ingresos monetarios	1.015,7	(193,7)	-	(1.209,4)
1. Intereses y rendimientos	874,9	(423,7)	-	(1.298,6)
Reservas internacionales	468,5	(540,2)	-	(1.008,7)
Rendimientos y valoraciones	353,1	(112,0)	-	(465,1)
Diferencial cambiario	115,4	(428,2)	-	(543,6)
Operaciones de liquidez	312,1	91,3	(70,7)	(220,8)
Valorización de TES	94,0	25,1	(73,3)	(68,9)
Otros intereses	0,4	0,1	(67,9)	(0,3)
2. Diferencias en cambio	66,9	98,2	46,8	31,3
3. Moneda metálica	46,3	105,5	127,9	59,2
4. Otros	27,6	26,3	(4,6)	(1,3)
B. Ingresos corporativos	134,2	139,7	4,1	5,5
1. Comisiones	113,2	109,5	(3,2)	(3,7)
Servicios bancarios	54,5	49,1	(10,0)	(5,5)
Negocios fiduciarios	58,6	60,4	3,0	1,8
2. Oro no monetario	0,3	0,0	(100,0)	(0,3)
3. Otros	20,7	30,2	46,0	9,5
2. Egresos del P y G	1.490,4	1.595,9	7,1	105,5
A. Egresos monetarios	1.118,6	953,7	(14,7)	(164,9)
1. Intereses y rendimientos	874,1	794,5	(9,1)	(79,6)
Remuneración a las cuentas de la DGCPTN	805,5	390,5	(51,5)	(415,0)
Depósitos remunerados de control monetario (DRCM)	10,5	343,1	3.166,0	332,6
Comisión de compromiso flexible con el FMI	25,7	22,9	(10,9)	(2,8)
Gastos en administración de las reservas internacionales	24,1	20,9	(13,6)	(3,3)
Gastos en operación de contracción monetaria	8,3	17,1	106,8	8,9
2. Diferencias en cambio	126,6	36,8	(71,0)	(89,9)
3. Costo de emisión y distribución de especies monetarias	117,7	122,3	3,9	4,5
4. Otros	0,2	0,2	8,8	0,0
B. Egresos corporativos	375,5	404,7	7,8	29,2
1. Gastos de personal	240,6	261,0	8,5	20,4
2. Gastos generales	54,9	59,8	8,8	4,8
3. Recuperación del IVA descontable (CR)	(2,0)	(3,3)	64,6	(1,3)
4. Impuestos	7,1	7,2	1,1	0,1
5. Seguros	5,7	6,1	8,1	0,5
6. Contribuciones y afiliaciones	4,6	5,9	29,8	1,4
7. Gastos culturales	9,1	9,9	8,4	0,8
8. Depreciaciones, provisiones, amortizaciones y otros (incluye diferido del software)	55,5	58,1	4,8	2,6
C. Gastos de pensionados	(3,6)	237,5	-	241,2
3. Resultado operacional (1 - 2)	(340,5)	(1.650,0)	-	(1.309,4)

Fuente: Banco de la República.

- Se estima una mayor circulación de moneda metálica, lo cual generará ingresos por \$105,5 mm, superior en 127,9% frente a 2012. Este crecimiento está asociado, principalmente, con la puesta en circulación de la nueva moneda de mil pesos.
- Las comisiones recibidas por el Banco, principalmente por la administración de los TES, el Depósito Central de Valores (DCV) y las operaciones en el SEN ascenderán a \$109,5 mm, con una disminución anual de 3,2%.

Los egresos en 2013 se estiman en \$1.595,9 mm, con un crecimiento de \$105,5 mm (7,1% anual), así:

- Se proyecta que la remuneración a los depósitos de la DGCPTN en el Banco ascenderá a \$390,5 mm, con una reducción anual de 51,5%. Este resultado es producto del menor saldo promedio esperado de estos depósitos y de una menor tasa de interés⁶⁸.
- Se estima que la remuneración a los depósitos de control monetario constituidos con los recursos provenientes de la colocación de TES para regular la liquidez de la economía ascenderán a \$343,1 mm, con un incremento de \$332,6 mm frente a 2012.
- Los costos por la emisión y distribución de las especies monetarias se calculan en \$122,3 mm, con una variación anual de 3,9% (\$4,5 mm). Este resultado se explica por la demanda y puesta en circulación de billetes y monedas durante 2013, especialmente la prevista para la nueva moneda de mil pesos. En 2013 se prevé producir más piezas de esta moneda frente a lo fabricado el año anterior, por cuanto se deja de producir el billete de la misma denominación. En la producción de la moneda de mil se incurre en un mayor costo de fabricación frente al del billete de la misma denominación, pero se obtiene un efecto positivo para el Banco en el corto plazo gracias al ingreso por señoreaje generado por la moneda, y en el mediano plazo por la menor necesidad de reemplazo, dada la mayor vida útil del metálico.
- Los egresos corporativos se proyectan en \$404,7 mm, de los cuales \$261,0 mm corresponden a gastos de personal y \$59,8 mm a gastos generales.
 - Los gastos de personal se estiman con un aumento anual de 5,3% real, explicado por: i) el incremento salarial real de 3,0%, según 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 continúa generando impacto en 2013; iii) el aumento de planta para atender la reapertura de la biblioteca

68 Los volúmenes promedio diarios proyectados para 2013 son \$11.474,5 mm frente a \$16.297,3 mm en 2012. La tasa de interés proyectada para 2013 es 3,46% ea frente a 5,07% ea en 2012.

de la Agencia Cultural de Neiva, y iv) por los proyectos de modernización administrativa y de gestión documental.

Como se puede apreciar en el Gráfico 62, en los últimos años los gastos de personal han registrado una fuerte reducción.

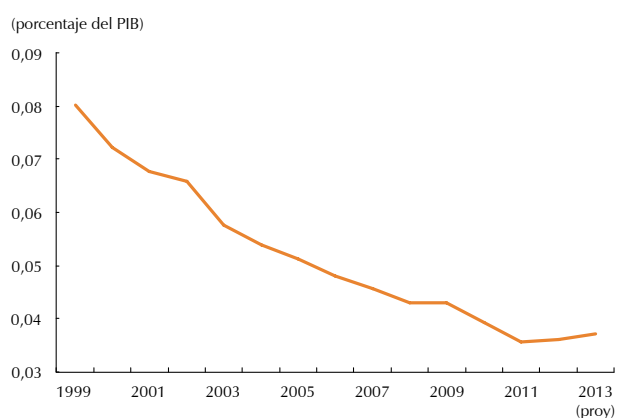
-En cuanto a los gastos generales, se estima que estos ascenderán a \$59,8 mm, con un aumento real de 5,7%. El incremento estimado para 2013 se explica, principalmente, por gastos adicionales, tales como: i)

la ejecución del plan de adecuación de la infraestructura física del Banco, la cual presenta un marcado deterioro (contribución a la variación de 3,0 pp); ii) implementación de las normas internacionales de información financiera (NIIF) (contribución de 1,3 pp); iii) gastos asociados con la reapertura de la Agencia Cultural en Neiva (contribución de 0,4 pp), y iv) la alta participación de contratos que se ajustan de acuerdo con el salario mínimo (contribución de 1,0 pp). Como se observa en el Gráfico 63, en los últimos años los gastos generales han presentado una importante reducción como resultado de la implementación de programas de racionalización, campañas de ahorro y gestiones administrativas.

- Otros gastos corporativos tales como impuestos, seguros, depreciaciones, provisiones, amortizaciones, IVA descontable, contribuciones y afiliaciones, se estiman en \$74,1 mm, con un crecimiento de 1,5% real.

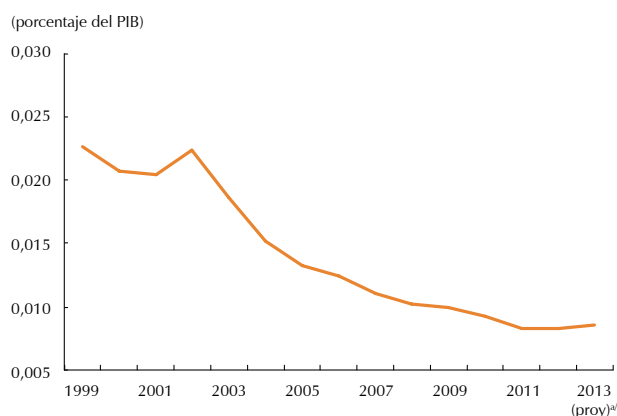
- Por último, se estima que el gasto de pensiones ascenderá a \$237,5 mm con un aumento anual de \$241,2 mm, resultado de los menores ingresos proyectados por rendimientos del portafolio de TES constituido con recursos del pasivo pensional. En 2012 se registró un rendimiento de \$220,1 mm, principalmente por valorizaciones de TES, y para 2013 se estiman desvalorizaciones por \$3,6 mm.

Gráfico 62
Gastos de personal como proporción del PIB



(proy): proyectado.
Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico 63
Gastos generales como proporción del PIB



a/ Proyección de 2013 con base en la meta de inflación.
Fuente: Banco de la República.

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 sus siglas en inglés). De acuerdo con la autorización conferida, el Banco suscribió 3.000 acciones del BIS por un valor de 65.712.000 derechos especiales de giro (DEG), equivalente 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 financiero cerrado en marzo de 2013¹, el Banco recibió por concepto de dividendos US\$1.422.346,65, lo cual equivale a una rentabilidad anual del 1,4%².

La incorporación del Banco de la República al BIS ha permitido su participación en el Consejo Consultivo para las Américas (CCA)³, el cual orienta las actividades del BIS en asuntos de interés para la región y fomenta proyectos de investigación cooperativa entre bancos centrales. Se destaca la contribución del Banco en la red de investigación sobre Efectos de la intervención cambiara en las Américas, y su participación en un nuevo proyecto que busca incorporar consideraciones de estabilidad financiera en los modelos de política monetaria de los bancos centrales, el cual inició en

enero de 2013. Adicionalmente, su participación como ponente en la conferencia de investigación sobre estabilidad financiera, la política macroprudencial y el intercambio de tarifas, donde presentó un documento sobre la evidencia reciente de los determinantes de los flujos de capitales en países emergentes.

Como socio del BIS el Banco participa en las reuniones periódicas organizadas por la entidad en las cuales se examinan los acontecimientos económicos más recientes, las perspectivas de la economía mundial y los mercados financieros, y se fomenta el debate en temas que son de especial relevancia para los bancos centrales. Se destaca la Reunión de Gobernadores en la cual se abordaron, entre otros, temas de regulación y desarrollo de los mercados financieros, y se orientaron las actividades del Comité Irving Fisher de Estadísticas de Bancos Centrales. Así mismo, la participación como observador en la reunión Global Economy Meeting, la cual congrega a los gobernadores de los treinta bancos centrales miembros del BIS de las principales economías avanzadas y de los mercados emergentes, que tiene como propósito efectuar un seguimiento y evaluación de la evolución, riesgos y oportunidades de la economía y el sistema financiero mundiales, y orientar la actividad de los comités de Sistemas de Pago, Mercados y Sistema Financiero Global. Así mismo, apoya las reuniones de los grupos de trabajo sobre política monetaria, política fiscal, administración de las reservas internacionales y finanzas de los bancos centrales.

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 El ejercicio financiero corresponde al período abril de 2012 a marzo de 2013.
 - 2 La Asamblea General del BIS aprobó el pago de un dividendo de 315 DEG por acción. La rentabilidad corresponde a la razón entre el dividendo recibido y el precio de suscripción por acción (en este caso, 21.904 DEG).
 - 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, los Estados Unidos y México.