

RESUMEN EJECUTIVO

DECISIONES DE POLÍTICA

Política monetaria

En el contexto del esquema de inflación objetivo bajo el cual opera la política monetaria en Colombia, las decisiones de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) sobre el manejo de la tasa de interés, como principal instrumento de política, requieren un detallado análisis de la situación actual y futura de la economía mundial y nacional, con énfasis en el comportamiento y los pronósticos de variables macroeconómicas claves como la inflación y la actividad económica. Todo ello con el propósito de mantener la inflación en la meta del 3% y asegurar un crecimiento sostenible de la economía compatible con su capacidad potencial.

Con base en ese análisis, la autoridad monetaria mantuvo inalterada la tasa de interés de política en un nivel de 3,25% por espacio de trece meses (desde marzo de 2013 a marzo de 2014). Esa postura de política se basaba en un diagnóstico en el cual no se identificaban presiones inflacionarias y en el que el crecimiento de la economía se mantenía por debajo de su capacidad potencial, con lo cual era posible ofrecerle un estímulo mediante una baja tasa de interés de política, que en términos reales se ubicaba por debajo de 1%.

Los resultados de la economía para 2013 fueron coherentes con los objetivos mencionados. El producto interno bruto (PIB) creció 4,7% anual, tasa cercana al crecimiento estimado del PIB potencial, y la inflación fue de 1,94%, ligeramente por debajo del límite inferior del rango meta (2%). El desvío de la inflación obedeció, en parte, al efecto de las favorables condiciones climáticas sobre los precios de los alimentos y a reducciones en los precios de los regulados, lo que tiene un impacto transitorio en la inflación. De hecho, la inflación sin alimentos ni regulados se situó en 2,74% al finalizar 2013, tasa próxima a la meta del 3%.

Durante el primer semestre de 2014 diversos indicadores macroeconómicos sobre el desempeño de la economía fueron señalando la conveniencia de iniciar una reducción del estímulo monetario. Estos mostraban que la actividad económica crecía a un buen ritmo, lo que significaba que los excesos de capacidad que existían en 2013 estaban disminuyendo. Asimismo, la tasa de desempleo continuaba descendiendo principalmente como resultado de la creación de puestos de trabajo

asalariado, lo que a su vez aumentaba la confianza de los consumidores e impulsaba el consumo de los hogares. De manera coherente con lo anterior, hacia finales de marzo el crecimiento del crédito bancario comenzaba a repuntar.

En este contexto la inflación al consumidor empezó a moverse en una senda convergente hacia el 3%, de forma un poco más rápida que la esperada. Fue así como al concluir el mes de marzo se reportó una tasa de inflación de 2,51%, con lo cual el índice de precios al consumidor (IPC) acumulaba un aumento de 1,52% en el primer trimestre, superior al registrado en el mismo período de 2013 (0,95%). Las presiones alcistas se concentraron principalmente en los alimentos y los regulados, cuyos precios comenzaban a normalizarse luego de los bajos niveles registrados en 2013. También, se observó un ligero aumento en la canasta de transables, relacionado con la depreciación acumulada del tipo de cambio durante este período. El promedio de los cuatro indicadores de inflación básica monitoreados por el Banco de la República se situó en marzo en 2,69%, 19 puntos básicos (pb) más que el de finales de 2013; esta aceleración en la inflación básica podría ser producto de una demanda agregada más dinámica. En concordancia con este comportamiento, las expectativas de inflación para 2014 poco a poco fueron revisadas al alza, ubicándose alrededor del 3%. Como resultado de la tendencia creciente de la inflación y de la revisión al alza de sus expectativas, las tasas de interés reales descendieron hasta niveles históricamente bajos.

Al evaluar esta información y teniendo en cuenta los rezagos con que las acciones de política monetaria afectan la inflación y el crecimiento, la JDBR consideró prudente iniciar una progresiva reducción del estímulo monetario. Por tanto, en su reunión del 25 de abril de 2014 decidió aumentar en 25 pb la tasa de interés de intervención. Este primer incremento fue seguido por dos aumentos consecutivos de 25 pb en las sesiones de la Junta Directiva de mayo y junio. De esta manera, la tasa de política pasó de un nivel de 3,25% en marzo a uno de 4% en junio, con lo cual la política monetaria se fue encaminando hacia una postura menos expansiva. En sus comunicados, la Junta subrayó que un ajuste gradual y oportuno de la tasa de política como el que se estaba llevando a cabo reducía la necesidad de ajustes bruscos en el futuro y aseguraba la estabilidad macroeconómica.

Al momento de realizar los dos primeros incrementos de la tasa de política, en abril y mayo, aún no se conocía el crecimiento de la economía durante el primer trimestre. Esta información solo estuvo disponible a mediados de junio, cuando el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) informó que para el primer trimestre el PIB había crecido 6,4%. Visto en retrospectiva, esto muestra que la decisión de iniciar un ajuste progresivo de la política monetaria hacia una postura menos expansiva a partir del mes de abril fue acertada. Este episodio ilustra las dificultades y riesgos de las decisiones de política monetaria, que deben tomarse con información incompleta sobre el estado de la economía y con base en pronósticos sujetos a incertidumbre, lo cual requiere utilizar información cualitativa. No obstante, la alternativa de esperar a contar con toda la información no sería la adecuada, pues las decisiones se tomarían demasiado tarde, dados los rezagos con los que actúa la política monetaria. El papel contracíclico de esta se

debilitaría, la economía sería mucho más volátil, y el cumplimiento de la meta de inflación se tornaría incierto.

Política cambiaria

Durante los tres primeros meses del año el peso colombiano, al igual que otras monedas en América Latina, mostró una tendencia a la depreciación, asociada con una mayor percepción de riesgo internacional ante la publicación de datos económicos negativos en China, las tensiones geopolíticas en Ucrania y el progresivo desmonte del programa de relajamiento cuantitativo en los Estados Unidos. A medida que los mercados asimilaban esta información y se disiparon los temores sobre posibles sorpresas, se reactivó el apetito de los inversionistas extranjeros por activos de mayor riesgo. Con ello resurgieron las presiones de apreciación de las monedas de la región. No obstante, en el caso del peso colombiano esta se ha dado con más fuerza como resultado del anuncio de JP Morgan del 19 de marzo de incrementar la ponderación de la deuda colombiana denominada en pesos en dos de los índices de bonos más importantes de los mercados emergentes. Esto aumentó los reintegros de divisas al país y generó expectativas de mayores entradas de capitales en los meses siguientes. Adicionalmente, la publicación de datos positivos de empleo y crecimiento superiores a los de otras economías emergentes contribuyeron a fortalecer la demanda por el peso colombiano.

En este contexto, el Banco de la República continuó con el programa de compra de dólares en el mercado cambiario. En la sesión de marzo de 2014 la JDBR decidió seguir acumulando reservas internacionales, al anunciar compras entre abril y junio hasta por US\$1.000 millones (m). Posteriormente, en la sesión de junio decidió incrementar el monto del programa de compras de reservas internacionales durante el tercer trimestre del año para acumular hasta US\$2.000 m entre julio y septiembre.

De esta forma, al cierre de junio las reservas internacionales brutas alcanzaron un saldo de US\$45.507,7 m, lo que permitiría cubrir holgadamente las amortizaciones de deuda y el déficit de la cuenta corriente, en un escenario extremo donde se cerrara por completo el acceso al financiamiento internacional. Asimismo, las reservas internacionales permitirían financiar 9,8 meses de importaciones de bienes, dando un margen apreciable de seguridad ante un cambio abrupto de la balanza comercial. Las reservas internacionales representan el equivalente a 23% del agregado monetario amplio M3, lo que significa una alta capacidad de respuesta de la economía ante salidas de capital provocadas por un ataque especulativo. Estos indicadores son similares o superiores a los de otros países latinoamericanos, a excepción de Perú, que por su condición de economía semidolarizada contabiliza dentro de sus reservas internacionales los depósitos en dólares en los bancos. En el caso colombiano la protección que ofrecen las reservas internacionales a las vulnerabilidades externas se complementa con el acceso a la línea de crédito flexible del Fondo Monetario Internacional, por un valor aproximado de US\$5,98 mil millones (mm).

CONTEXTO INTERNACIONAL

Durante el primer semestre de 2014 la actividad económica global continuó expandiéndose a un ritmo modesto. Esto se explica por un crecimiento de las economías desarrolladas, que aunque ha seguido recuperándose, se mantiene en niveles bajos, y por una pérdida de dinamismo de las economías emergentes, en particular de América Latina. Por su parte, las cotizaciones internacionales de los productos básicos han tenido un comportamiento heterogéneo. Los precios del petróleo han permanecido relativamente estables alrededor de US\$108 por barril para la referencia Brent. Otros minerales, como el níquel, incrementaron fuertemente sus cotizaciones como resultado de las tensiones asociadas con el conflicto de Ucrania. Caso contrario ha ocurrido con el carbón y el cobre, cuyos precios han disminuido en lo corrido del año. Con respecto a los alimentos, los precios del café aumentaron frente al cierre de 2013, debido a las condiciones climáticas adversas que afectaron las cosechas en Brasil, así como a la roya, que tuvo un impacto negativo en la producción centroamericana. Otros bienes de origen agrícola se cotizaron en niveles inferiores a los observados en 2013.

Economías desarrolladas

En el primer trimestre de 2014 la actividad económica en los Estados Unidos registró una caída de 2,1% trimestre anualizado (t. a.), lo que significó un notable retroceso frente al cuarto trimestre de 2013, cuando la economía se expandió 3,5% t. a. De acuerdo con los analistas, parte de esta desaceleración se podría explicar por el efecto transitorio que tuvo el fuerte invierno en varios sectores de su economía.

Para el segundo trimestre se observó una fuerte recuperación, y según el primer estimativo, el PIB creció 4,0% t. a., confirmando las señales que habían mostrado algunos indicadores. En particular, los índices de producción industrial, ventas al por menor y exportaciones se expandieron en abril y mayo, los indicadores de sentimiento empresarial en los sectores de manufacturas y servicios se ubicaron en terreno expansivo y el mercado laboral siguió recuperándose hasta alcanzar una tasa de desempleo de 6,1% en junio frente al 6,7% de finales de 2013. Asimismo, el mercado de vivienda, que también se afectó por el fuerte invierno, ha mostrado un mayor dinamismo en los últimos meses. En este contexto a partir de enero la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) ha venido desmontando su programa de relajamiento cuantitativo, con recortes de US\$10 mm en sus compras mensuales de activos financieros. De continuar a este ritmo, hacia octubre de este año dicho programa habrá concluido. Puesto que este retiro ha sido gradual, y anunciado con anticipación, los mercados financieros globales, y en particular los de los países emergentes, no se han visto significativamente afectados.

En la zona del euro el crecimiento del PIB durante el primer trimestre de 2014 fue de 0,8% t. a., ritmo ligeramente inferior al observado en el último trimestre de 2013 (1,2% t. a.). Esto muestra que la recuperación de esas economías prosigue a

un ritmo bastante lento. La expansión de la actividad real en la región estuvo liderada por el comportamiento de Alemania, cuyo crecimiento se aceleró a 3,2% t. a. De igual forma, España completó tres trimestres expandiéndose y en los primeros tres meses del año el incremento de su PIB fue de 1,6% t. a. Por su parte, la producción en Francia se estancó, y en Italia y Portugal se redujo (-0,4% t. a. y -2,8% t. a., respectivamente). La información más reciente muestra síntomas positivos, con una expansión de la industria y las ventas al por menor en abril, así como mejores indicadores de actividad en los sectores de manufacturas y servicios en mayo. Asimismo, los índices de confianza de los empresarios y consumidores presentan una tendencia positiva y la tasa de desempleo dejó de aumentar. No obstante, las diferencias entre países observadas en el primer trimestre parecen mantenerse. Ante la débil recuperación de estas economías y los riesgos de un proceso deflacionario, el Banco Central Europeo (BCE) decidió adoptar medidas adicionales de estímulo, tales como la reducción de su tasa de interés de política, la implementación de tasas de depósito negativas y la ampliación de la liquidez.

En relación con otras economías desarrolladas, como Japón y el Reino Unido, su crecimiento se aceleró en los primeros meses del año. Para el caso de Japón se observó una contribución significativa del consumo de los hogares, aparentemente por el adelanto de gastos de los consumidores ante el anuncio de mayores impuestos a partir de abril; de ser así, este dinamismo del gasto sería transitorio.

Economías emergentes

En China el crecimiento económico continuó desacelerándose, al registrarse una expansión anual de 7,4% y 7,5% durante el primer y segundo trimestres del año, respectivamente; cifras que representan un deterioro frente al último trimestre de 2013 (7,7%). Esta moderación del crecimiento obedece a un menor dinamismo tanto de la demanda interna como de la externa. Por otra parte, los temores sobre una posible burbuja inmobiliaria en China se mantienen y aún se desconocen los efectos que esto podría tener sobre el sistema financiero del país. Para el caso de otras economías de Asia, como Singapur, India e Indonesia, durante el primer trimestre del año se observó alguna estabilización en las tasas de crecimiento del PIB, aunque en niveles inferiores a los presentados en la última década.

En relación con América Latina, en los primeros tres meses del año el crecimiento económico se desaceleró en varios países de la región, como Brasil, Chile y Perú, mientras que en el caso de México la expansión de la actividad real se mantuvo a un ritmo bajo. Colombia fue la excepción, al registrar una expansión de 6,4% en el primer trimestre, superior a la esperada y mayor a la observada en el último trimestre de 2013 (5,3%). Las cifras preliminares para el segundo trimestre evidencian que el dinamismo sigue moderándose en Brasil, Perú y Chile.

Con respecto a la inflación, esta se ha acelerado en varias economías de la región, lo cual coincidió con la depreciación de las monedas locales observada en los

primeros meses del año. En los casos de Brasil, Perú y Chile la inflación anual se ubica en o por encima del límite superior del rango fijado por la autoridad monetaria; en México es mayor a la meta puntual, pero aún dentro del intervalo propuesto por su banco central. En Colombia, por su parte, la inflación se encuentra ligeramente por debajo de la meta establecida por el Banco de la República.

Proyecciones para el resto de 2014

Se espera que la recuperación de las principales economías desarrolladas continúe en lo que resta del año y que el crecimiento de los países emergentes se estabilice en tasas inferiores a las observadas en el período 2010-2012. Para el caso de los Estados Unidos, el comportamiento negativo del primer trimestre llevó a varios analistas, incluidos el FMI y el Banco Mundial, a revisar a la baja sus pronósticos de crecimiento para 2014. Por su parte, en la zona del euro se sigue previendo una recuperación moderada con tasas de expansión del 1,0%. En esta región la dinámica del PIB estaría liderada por Alemania y, en menor medida, por la salida de la recesión de algunas economías de la periferia, como España.

Para el caso de las economías emergentes, se sigue estimando una desaceleración moderada en China, con tasas de crecimiento ligeramente inferiores a la meta del 7,5% fijada por el Gobierno. La menor expansión de este país se daría por factores tanto internos como externos.

Por su parte, para América Latina la actividad económica estaría afectada por la desaceleración en la demanda externa, el deterioro de los términos de intercambio y el menor aporte del gasto interno a la demanda total. Por estas razones se esperan tasas de crecimiento menores a las observadas durante el período 2010-2012. En particular, la expansión del PIB continuaría a un ritmo bajo en Brasil, Chile y México, y otras economías como Venezuela y Argentina seguirían enfrentando un deterioro en su actividad real. La excepción a este sombrío panorama son Perú y Colombia. En el caso de Perú, aunque su crecimiento se desaceleró en el primer trimestre, continúa a un ritmo favorable del orden de 5% anual. En el caso de Colombia, la expansión de la demanda interna, liderada en especial por la inversión, ayudaría a compensar el debilitamiento de la demanda externa, tal como se observó en el resultado del primer trimestre. Ello permitiría esperar una aceleración de la tasa de crecimiento en 2014 frente al año pasado.

LA ECONOMÍA COLOMBIANA

Actividad económica

En el primer trimestre del año el PIB se expandió a una tasa anual de 6,4%, superior a lo registrado en el último trimestre de 2013 (5,3%), y por encima de lo esperado por el mercado y por el equipo técnico del Banco de la República.

Este buen resultado obedeció en gran medida al dinamismo de la demanda interna, y hasta cierto punto también refleja el efecto estadístico de un mayor número de días hábiles en el primer trimestre de este año frente al mismo período de 2013. Dentro de la demanda interna se destacó el impulso originado por la inversión, principalmente aquella relacionada con la construcción de obras civiles, la cual se expandió a una tasa anual de 25,4%. Como resultado, la formación bruta de capital fijo se incrementó por encima del promedio para 2013, alcanzando el mayor crecimiento de los últimos nueve trimestres. La inversión en maquinaria y equipo también registró un desempeño por encima del resto de la economía, gracias, entre otras cosas, al mayor dinamismo del sector industrial.

A este buen desempeño también contribuyó el consumo privado, el cual creció a tasas anuales superiores a su promedio desde 2001. Este dinamismo ocurrió gracias a unas condiciones económicas favorables de los consumidores, un buen ritmo de crecimiento del crédito de los hogares y un nivel de empleo que aumentó durante los primeros meses del año. Igualmente, el consumo final del Gobierno se aceleró y registró la mayor expansión de los últimos dieciocho trimestres.

En cuanto a la demanda externa, las exportaciones se expandieron a una tasa menor que la del cuarto trimestre de 2013 como reflejo del pobre desempeño de nuestros principales socios comerciales. Las importaciones, por su parte, registraron el crecimiento más alto de los últimos dos años, debido a la mayor demanda de material de construcción y de productos refinados.

Desde el punto de vista de las ramas de actividad, se destacó el comportamiento de la construcción y de los servicios sociales, comunales y personales. La actividad industrial mostró un crecimiento positivo, a diferencia del retroceso de los últimos dos años. Por su parte, la minería presentó alguna recuperación, en particular, en la producción de carbón. Otros sectores como el comercio, el financiero y el agropecuario mantuvieron un fuerte dinamismo en los primeros meses del año. De igual forma, el rubro relacionado con los impuestos exhibió una importante expansión.

Perspectivas de la actividad económica para el resto de 2014

Debido a los buenos resultados del primer trimestre, el equipo técnico del Banco de la República revisó al alza los pronósticos de crecimiento para 2014. Para el año completo se proyecta una expansión del producto entre 4,2% y 5,8%, con 5,0% como valor más probable. Antes de conocerse las cifras del primer trimestre, las proyecciones del PIB para el año completo por parte del Banco estaban alrededor de 4,3%.

Dado el débil entorno internacional que se prevé para lo que resta del año, matizado posiblemente por un mejor desempeño de la economía de los Estados Unidos, el crecimiento de la economía colombiana dependerá en especial del dinamismo de la demanda interna, tal como ocurrió en el primer trimestre del año.

Al respecto, la información reciente sugiere que la expansión de la demanda interna podría continuar en el corto y mediano plazos. En efecto, los indicadores coyunturales del comercio minorista y de las expectativas de los consumidores revelan que el gasto de las familias habría continuado mostrando un dinamismo notable. De igual forma, se siguen observando mejorías en las condiciones laborales y los ingresos familiares. Las proyecciones para este año (y para 2015) dependen también del comportamiento de la formación bruta de capital, en particular en lo relacionado con la construcción de edificaciones y de obras civiles, donde será crucial la ejecución de los programas de vivienda social que adelanta el Gobierno, al igual que el avance en los distintos proyectos de infraestructura.

Por el lado de la oferta, podría mantenerse un patrón similar al observado durante el primer trimestre del año, en el cual la construcción y los servicios sociales, personales y comunales alcanzaron el mayor dinamismo. Para otros sectores, como el comercio, los servicios financieros y los impuestos, también se proyectan tasas de expansión significativas. La minería crecerá a una tasa similar a la de 2013, en tanto que para la industria se espera una tasa positiva, luego de dos años consecutivos de contracción. Finalmente, el sector de impuestos reportaría una aceleración frente a 2013 en caso de cumplirse la meta de recaudo establecida por el Gobierno para el año en curso.

Mercado laboral

Durante la primera mitad del año la tasa de desempleo continuó descendiendo, siguiendo con la tendencia que se viene observando desde hace algunos años. De esta manera, para el trimestre móvil terminado en mayo la tasa nacional de desempleo se ubicó en 9,2% frente a 10% para el mismo período de 2013. Un descenso similar se registró en las trece principales áreas metropolitanas, donde el desempleo se redujo de 10,9% a 9,9% entre los mismos períodos. La tendencia decreciente de la tasa de desempleo se comprueba con las series desestacionalizadas, tal como se muestra en el *Informe*. Dicho comportamiento obedece al crecimiento de la demanda de trabajo, representada por la tasa de ocupación, la cual ha aumentado más que la oferta, expresada por la tasa global de participación. Las ramas de actividad que más aportaron al aumento promedio del empleo en los primeros cinco meses de 2014 fueron servicios, comercio y construcción.

Por otra parte, según el DANE los indicadores relacionados con la calidad del empleo continuaron mejorando, en especial en lo referente a empleo asalariado y formal. Entre enero y mayo de 2014 la mayoría del empleo generado ha sido asalariado, mientras que el no asalariado se ha estancado. En buena medida esto puede atribuirse a políticas implementadas para incrementar la formalización laboral, en particular, las reducciones en las contribuciones obligatorias a cargo del empleador introducidas en la reforma tributaria de 2012, que se han reflejado en un menor costo de la mano de obra, a pesar de que se continúen observando incrementos en salarios. Los crecimientos en la formalidad y el empleo asalariado sugieren avances en la calidad del empleo, al estar asociados con una mayor estabilidad laboral,

remuneraciones más altas y un acceso más fácil al crédito, lo cual contribuye a incrementar los niveles de confianza y consumo de los hogares.

Inflación

En el transcurso del primer semestre de 2014 la inflación anual al consumidor tendió a converger al punto medio del rango meta (3,0%) a una velocidad más rápida que la prevista por los analistas del mercado y por el equipo técnico del Banco de la República. Algo similar sucedió con la inflación básica, la cual también aumentó en lo corrido del año, aproximándose al 3,0%.

Varios factores explican esta tendencia. El primero de ellos es la reversión de algunos choques de oferta transitorios, tales como unas condiciones climáticas óptimas, que llevaron los precios de los alimentos a niveles inusualmente bajos en 2013. A partir de diciembre esta situación se revirtió y los precios de los alimentos tendieron a normalizarse. Un segundo factor fue la desaparición del efecto bajista producido por la reducción de impuestos indirectos que se llevó a cabo en 2013. En su momento esta medida redujo por una sola vez los precios de varios artículos de las subcanastas de alimentos y de regulados. Un tercer factor que ejerció presiones al alza sobre los precios fue el aumento de la tasa de cambio entre el segundo semestre del año pasado y marzo de 2014. Pese a que se ha presentado una apreciación del tipo de cambio a partir de abril, hacia finales de junio esta aún no se había transmitido a los precios al consumidor.

El aumento de la inflación en la primera mitad de año también resulta coherente con la aceleración de la demanda interna, hecho que se observó en las cifras del PIB del primer trimestre. Por otra parte, aunque la tasa de desempleo ha continuado disminuyendo, y a junio se encontraba en niveles mínimos desde el año 2000, los salarios aún se ajustan a tasas relativamente bajas y compatibles con la meta de inflación. Por ello las presiones sobre los precios provenientes de los costos laborales se mantuvieron bajo control en la primera mitad del año.

Para el segundo semestre del año el equipo técnico del Banco pronostica un aumento adicional de la inflación anual al consumidor, que la situaría ligeramente por encima de la meta de largo plazo (3,0%). Los principales factores que explican esta proyección serían el incremento en los precios de los alimentos y regulados, como resultado de la normalización de los choques de oferta del año pasado, así como los efectos de un posible fenómeno de El Niño, que aunque se espera que sea de intensidad moderada, podría tener incidencia sobre los precios de los alimentos y la energía hacia fines del presente año y durante 2015.

Por otra parte, en un horizonte un poco más largo, de mantenerse el dinamismo de la demanda interna y la progresiva reducción de la tasa de desempleo, se podrían acentuar las presiones de demanda sobre los precios. En este contexto,

de presentarse un episodio de depreciación, se observaría una transmisión más fuerte de la tasa de cambio a la inflación. Lo anterior podría agudizarse si el fenómeno de El Niño presionara al alza las expectativas de inflación.

En este contexto, y como se explicó al comienzo de este resumen, la JDBR decidió emprender oportunamente la reducción progresiva del estímulo monetario que venía recibiendo la economía, con el fin de mantener la inflación ajustada a la meta de largo plazo.

Tasas de interés y crédito

Como ya se anotó, durante el segundo trimestre de 2014 la JDBR aumentó la tasa de interés de política en 75 pb, de un nivel de 3,25% en marzo a 4,0% en junio. Para que este cambio se transmita a las tasas de interés del mercado, el Banco de la República suministra la liquidez primaria al sistema financiero de tal forma que la tasa de interés interbancaria a un día (TIB) se mantenga en línea con la tasa de política. Es así como a finales de junio de 2014 el nivel de la TIB fue 4%, superior en 75 pb al observado en marzo. De esta manera, el primer eslabón de la cadena de transmisión funciona adecuadamente. De allí en adelante existe un rezago para que las demás tasas de interés comiencen a ajustarse. Es por ello que al concluir el segundo trimestre del año la respuesta de las tasas de interés de captación (tasas pasivas) y de préstamos (tasas activas) de los establecimientos de crédito no ha ocurrido completamente.

Los cambios en la tasa de interés de política monetaria también se transmiten a las tasas de interés de los títulos de deuda pública, en particular a las de los títulos de corto plazo, que a junio han tenido un incremento similar al de la tasa de política. Las tasas de interés de los TES de mediano y largo plazos responden a otros factores locales e internacionales, por lo cual su coincidencia con los movimientos de la tasa de interés de política monetaria es menor.

La cartera de crédito bancario ha venido mostrando un dinamismo creciente, lo cual se explica por la mayor demanda de crédito asociada con el buen desempeño de la actividad económica. Es así como en junio de 2014 el saldo de la cartera bruta del sistema financiero presentó una variación anual de 15,7% y su saldo a final de dicho mes ascendió a \$280.786 mm. Por tipo de cartera, los créditos a las empresas (comercial + microcrédito) continuaron acelerándose, y en junio de 2014 alcanzaron una tasa de crecimiento promedio de 15,9% anual, frente al 13,7% registrado en el último trimestre de 2013. De igual manera, la variación anual de la cartera hipotecaria ajustada por titularizaciones aumentó, al pasar de 15,0% en promedio en el último trimestre del año anterior a 17,0% en promedio en junio de 2014. La cartera de consumo dejó de desacelerarse y durante lo corrido de 2014 su tasa de crecimiento se estabilizó en cerca de 11,7%.

Riesgos del sistema financiero

La evaluación periódica de la exposición de los principales intermediarios financieros a los riesgos en los mercados de TES y de crédito, al igual que al riesgo de liquidez, es una labor a la que el Banco dedica especial atención, con el fin de contribuir a preservar la estabilidad financiera. Este *Informe* presenta dicha evaluación actualizada. Allí se destaca que en lo corrido de 2014 la tenencia de TES del sistema financiero aumentó, a pesar de lo cual las posibles pérdidas que podría enfrentar en un horizonte de un día se redujeron con respecto a las de 2013. En el mercado de crédito, tanto los indicadores de mora sin y con castigos como el indicador de calidad, presentaron un leve deterioro. Por su parte, el indicador de liquidez sugiere que el sistema financiero cuenta con los recursos líquidos para atender de forma suficiente sus obligaciones contractuales y no contractuales de corto plazo.

Balance externo y perspectivas para 2014

En el primer trimestre de 2014 la economía colombiana registró un déficit en la cuenta corriente de 4,6% del PIB de dicho periodo, el cual fue superior al de un año atrás (3,6% del PIB trimestral). Este mayor desbalance se explica por la caída del valor de las ventas externas del país debido a la reducción del promedio de los precios de exportación de los principales productos. Lo anterior coincidió con un incremento de las importaciones, jalonadas por el crecimiento del PIB. Como resultado, durante este periodo se produjo un déficit comercial de bienes, el cual alcanzó un valor de US\$249 m, en contraste con el superávit de US\$708 m obtenido un año antes. No obstante, este saldo negativo fue compensado de manera parcial por una reducción en el déficit de renta de los factores, dada la menor remisión de utilidades, principalmente de las actividades mineroenergéticas, transporte y comunicaciones, y establecimientos financieros.

El déficit corriente del país fue financiado con entradas netas de capital de la cuenta financiera, equivalentes a 5,1% del PIB del trimestre (incluyendo las reservas internacionales). Este resultado obedece principalmente a los flujos netos de inversión extranjera directa (US\$2.514 m) y de inversión de cartera (US\$2.552 m). Los mayores receptores de inversión extranjera fueron los sectores de petróleo y minería (43%), la industria manufacturera (20%), y el transporte (19%). Por su parte, la inversión de cartera se concentró en entradas de capitales extranjeros dirigidos a la adquisición de títulos emitidos por el sector público, tanto en mercados nacionales como internacionales.

Para el año 2014 se prevé un déficit en la cuenta corriente entre 3,8% y 4,2% del PIB, lo que significa una ampliación frente al déficit registrado en 2013 (3,3% del PIB). Este pronóstico incorpora cierta desaceleración de la demanda externa que, sumada a problemas de oferta en el sector mineroenergético, determinarán

una disminución en las ventas externas del país. Adicionalmente, se proyecta un mayor dinamismo de las importaciones asociado con el crecimiento de la demanda interna y con elevadas compras externas de bienes de capital. Por otra parte, se espera que las condiciones de financiamiento continúen siendo favorables para el país, gracias a recursos de inversión extranjera directa y de portafolio. Estos últimos han sido impulsados recientemente por el anuncio de JP Morgan de recomponer sus índices de deuda pública emergente en favor de Colombia.

Comportamiento de la economía regional

Sujeto a la información disponible, en este *Informe* se consideró relevante analizar el comportamiento económico regional para los años 2012 y 2013 en lo relacionado con la actividad de la construcción. Esta ha sido una de las ramas más dinámicas de la economía colombiana durante los últimos años, y su contribución a la generación de empleo ha sido significativa.

Este análisis muestra resultados interesantes. Se observa, por ejemplo, una reducción en la concentración de la actividad constructora del país en los últimos cinco años, que le ha permitido a algunos departamentos, como Santander, Bolívar, Huila, Cundinamarca y Meta, aumentar su participación en el PIB nacional del sector de la construcción, mientras que se redujo para Bogotá, Antioquia y Valle. También, es llamativa la comparación regional de las actividades que conforman el sector de la construcción. Mientras que para el total nacional la edificación y las obras civiles tienen aproximadamente la misma importancia en el PIB de este sector, en lo regional existen diferencias significativas. Por ejemplo, según cifras para 2012, se destaca la mayor participación de la actividad edificadora en Bogotá, D. C., Cundinamarca y Atlántico, mientras que en Santander, Meta y Huila sobresalen las obras civiles. En los casos de Antioquia, Bolívar y Valle se mantuvo una distribución más proporcional entre las dos actividades, similar al patrón observado en el total nacional.

Adicionalmente, se destaca el papel de la actividad de la construcción en el empleo, al generar en promedio 633.000 puestos de trabajo durante 2013, lo que representó el 6,2% del total de ocupados. De estos, el 83,0% se concentró en seis territorios, en su orden: Bogotá, Antioquia, Valle del Cauca, Atlántico, Bolívar y Santander. Durante 2013 Bogotá fue la única región que redujo su aporte al total de ocupados en este sector.

El análisis regional también incluye una comparación de la situación del mercado laboral para las veintitrés ciudades incluidas en la encuesta del DANE. En dieciocho de estas ciudades la tasa de desempleo presentó, en promedio, disminuciones en los últimos cinco años, explicadas, en varios casos, por aumentos en la tasa de ocupación.

MANEJO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

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

La administración de las reservas internacionales de Colombia se realiza dentro de un marco estricto de control de riesgos, dentro del cual se destacan las medidas encaminadas al manejo del riesgo de mercado, con el fin de que el valor de las inversiones no se vea significativamente afectado por cambios en las tasas de interés internacionales, y al manejo del riesgo crediticio, con el propósito de tener una probabilidad muy baja de enfrentar eventos de incumplimiento de los pagos. Mediante estas medidas de control de riesgo se busca que las reservas mantengan un alto nivel de seguridad y liquidez.

A junio de 2014 las reservas internacionales netas totalizaron US\$45.502 m, cuantía superior en US\$1.869 m al saldo registrado en diciembre de 2013. El 94,4% de las reservas internacionales corresponde al portafolio de inversión, conformado por inversiones en instrumentos financieros en el mercado internacional. Dentro de estas inversiones, el 87% estaba invertido en dólares de los Estados Unidos, el 94% en papeles emitidos por gobiernos o cuasigobiernos y el 97,7% contaba con calificaciones AAA y AA.

SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

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

El estado de pérdidas y ganancias del Banco está determinado, en gran medida, por los ingresos y egresos monetarios, los cuales se asocian con sus funciones de banca central y dependen, fundamentalmente, de variables determinadas por la economía mundial. A junio de 2014 el resultado operacional del Banco fue de \$196,1 mm, el cual se explica principalmente por el rendimiento de las reservas internacionales, que registró una significativa recuperación, al pasar de -\$979,3 mm en el primer semestre de 2013 a \$626,8 mm a junio de 2014. Este resultado es producto de la apreciación de las monedas de reserva frente al dólar, del incremento del precio del oro (9,3% durante el primer semestre) y del mayor rendimiento del portafolio de inversión. Asimismo, durante el primer semestre se registró una

valorización del portafolio de TES en poder del Banco como resultado del comportamiento de las tasas de interés en el mercado.

Para 2014 se estima un resultado operacional negativo de \$489,6 mm, que incorpora ingresos por \$1.068,2 mm y egresos por \$1.557,8 mm. Los ingresos incluyen una estimación del rendimiento de las reservas internacionales de \$544,1 mm, el cual supone que las tasas de cambio de las monedas en que se invierten las reservas internacionales y el precio internacional del oro se mantendrán en los niveles promedio registrados en junio. En el segundo semestre no se esperan valorizaciones por movimientos de las tasas de interés externas, como se observó en el primero. Cabe anotar que el retorno del portafolio de reservas puede verse afectado si el comportamiento de estas variables difiere frente a estos supuestos, afectando el estado de resultados. La dinámica de los egresos se explica, principalmente, por los mayores costos de emisión y por las operaciones de contracción necesarias para contrarrestar la expansión monetaria originada en las mayores compras de divisas.