



INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL
CONGRESO DE LA REPÚBLICA

Julio de 2017



ISSN - 1657 - 799X



INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL
CONGRESO DE LA REPÚBLICA

Julio de 2017

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

ISSN - 1657 - 799X

JUNTA DIRECTIVA

Presidente

Mauricio Cárdenas Santamaría
Ministro de Hacienda y Crédito Público

Directores

Gerardo Hernández Correa
Ana Fernanda Maiguashca Olano
Adolfo Meisel Roca
José Antonio Ocampo Gaviria
Juan Pablo Zárate Perdomo

Gerente General

Juan José Echavarría Soto

Bogotá, agosto 3 de 2017

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 consideración del Honorable Congreso de la República un informe donde se señalan los resultados macroeconómicos del primer semestre de 2017 y las perspectivas para lo que resta del año. 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 2017.

Con un atento saludo,



Juan José Echavarría
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 (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. 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 depreciaciones 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 durante el primer semestre de 2017	22
B. Proyecciones para lo restante de 2017 y para 2018	25
II. La economía colombiana: resultados en lo corrido de 2017 y perspectivas para el resto del año	29
A. Actividad económica	30
B. Mercado laboral	37
C. Inflación	43
D. Tasas de interés y sector financiero	49
E. Balance externo y política cambiaria	65
F. Comportamiento de la economía regional de Colombia en 2016	77
Recuadro 1: Comportamiento de la participación en el mercado laboral colombiano	88
Recuadro 2: Transmisión de la tasa de interés de referencia a las tasas de interés del sistema financiero	91
Recuadro 3: Inversionistas extranjeros en mercados financieros locales de América del Sur	97
III. Reservas internacionales	102
A. Composición del portafolio de inversión	104
B. Rentabilidad de las reservas	104
IV. Situación financiera del Banco de la República	106
A. Resultados a junio de 2017	106
B. Estado de situación financiera	110
C. Proyección de ingresos y gastos	112
Anexo: Políticas de administración del portafolio de inversión de las reservas internacionales	117

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Índices de actividad manufacturera	22
Gráfico 2	Tasa de desempleo en algunas economías avanzadas	22
Gráfico 3	Tasa de crecimiento de la formación bruta de capital fijo en varios países	23
Gráfico 4	Inflación anual: economías avanzadas y emergentes	23
Gráfico 5	Índice de precios al productor para algunas economías avanzadas	23
Gráfico 6	Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)	24
Gráfico 7	Evolución de los mercados financieros globales	24
Gráfico 8	Índice de volatilidad financiera (VIX)	24
Gráfico 9	Flujos de portafolio a mercados emergentes	25
Gráfico 10	Producto interno bruto	31
Gráfico 11	Términos de intercambio para algunos países latinoamericanos	31
Gráfico 12	Tasa de desempleo	38
Gráfico 13	Tasa global de participación (TGP) y tasa de ocupación (TO)	39
Gráfico 14	Número de ocupados	40
Gráfico 15	Empleo por tipo de ocupación	41
Gráfico 16	Índices de salarios nominales	43
Gráfico 17	Inflación total al consumidor e inflación básica	43
Gráfico 18	Expectativas de inflación	48
Gráfico 19	Tasa de interés de intervención del Banco de la República, IBR <i>overnight</i> , tasa interbancaria (TIB) y DTF	50
Gráfico 20	Tasas de interés nominales de los créditos	51
Gráfico 21	Tasas de interés reales de los créditos	52
Gráfico 22	Índice de las tasas cero cupón a 10 años para algunos países de Latinoamérica	53
Gráfico 23	Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de subasta de expansión del Banco de la República	53
Gráfico 24	Crecimiento anual del M3, del efectivo y de los pasivos sujetos a encaje (PSE) (total, a la vista y a plazo)	54
Gráfico 25	Crecimiento anual de la cartera por tipo (moneda nacional)	54
Gráfico 26	Crecimiento anual de la cartera en moneda extranjera	56
Gráfico 27	Crecimiento real anual de la cartera riesgosa	58
Gráfico 28	Crecimiento real anual de la cartera vencida	59
Gráfico 29	Indicador de calidad por mora y calidad por riesgo de la cartera bruta	60

Gráfico 30	IRL_R a 30 días	61
Gráfico 31	Crecimiento real anual del pasivo de los establecimientos de crédito y contribución de sus componentes	61
Gráfico 32	VeR de la posición propia del sistema financiero	63
Gráfico 33	VeR para la posición administrada por el sistema financiero	64
Gráfico 34	Flujos de inversión extranjera directa en Colombia por sectores económicos	70
Gráfico 35	Índices de la tasa de cambio nominal frente al dólar de algunos países de América Latina	73
Gráfico 36	Tasa de cambio nominal y precio internacional del petróleo	74
Gráfico 37	Índices de la tasa de cambio multilateral (nominal y real)	74
Gráfico 38	Reservas internacionales netas/M3	76
Gráfico 39	Reservas internacionales netas/amortizaciones del año corriente	76
Gráfico 40	Indicadores de posición adecuada de liquidez externa	77
Gráfico 41	Otros indicadores de reservas internacionales	77
Gráfico 42	Crecimiento real anual del PIB departamental, 2016	78
Gráfico 43	Aporte por departamento al crecimiento real anual del PIB nacional, 2016	79
Gráfico 44	Crecimiento anual del empleo asalariado por ciudad, 2016	82
Gráfico 45	Crecimiento anual de la formalidad laboral por ciudad, 2016	82
Gráfico 46	Crecimiento real del ingreso laboral por ciudad, 2016	82
Gráfico 47	IPC de transables (sin alimentos ni regulados): Cúcuta y Medellín	85
Gráfico 48	IPC de no transables sin alimentos ni regulados, por ciudades	85
Gráfico 49	IPC de regulados, por ciudades	86
Gráfico 50	Remesas internacionales por país de origen	86
Gráfico 51	Composición de las reservas brutas	103
Gráfico 52	Composición del portafolio de inversión por sectores	104
Gráfico 53	Composición del portafolio de inversión por calificación crediticia	104
Gráfico 54	Composición cambiaria del portafolio de inversión	104

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Proyecciones de crecimiento mundial y principales regiones	20
Cuadro 2	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	32
Cuadro 3	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	33
Cuadro 4	Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica	44
Cuadro 5	Transmisión de la tasa de política a las principales tasas de interés nominales del sistema financiero	51
Cuadro 6	Indicadores de riesgo de crédito por modalidad	59
Cuadro 7	Evolución saldo de TES del sistema financiero en posición propia y posición administrada	62
Cuadro 8	Balanza de pagos, primer trimestre de 2016 y 2017	67
Cuadro 9	Balanza de pagos, 2016 y proyección para 2017	71
Cuadro 10	Indicadores de las reservas internacionales de Colombia	75
Cuadro 11	Indicadores del mercado laboral por departamento	81
Cuadro 12	Indicadores de inflación por ciudades	84
Cuadro 13	Remesas internacionales por departamentos y países de origen	87
Cuadro 14	Estado de resultados del Banco de la República, enero a junio de 2017	107
Cuadro 15	Rendimiento de las inversiones de las reservas internacionales	108
Cuadro 16	Estado de situación financiera del Banco de la República clasificado por criterio económico, resultados de diciembre de 2016 a junio de 2017	111
Cuadro 17	Proyección del estado de resultados del Banco de la República, 2017	113

ÍNDICE DE MAPAS

Mapa 1	PIB per cápita departamental, 2016	79
--------	------------------------------------	----

INTRODUCCIÓN

Durante el primer semestre de 2017 la economía colombiana continuó avanzando en el proceso de ajuste macroeconómico que se describió ampliamente en el *Informe al Congreso* de marzo pasado. La información más reciente permite afirmar que este proceso comienza a entrar en su etapa final, a medida que los desequilibrios macroeconómicos resultantes de la combinación de choques recibidos a partir de mediados de 2014 han logrado corregirse en su mayor parte. Esto ha contribuido a reducir las primas de riesgo y ha creado las condiciones propicias para el relajamiento progresivo de la política monetaria.

La primera variable que cabe resaltar es la inflación de precios al consumidor, la cual ha mantenido una tendencia decreciente a partir de julio de 2016, cuando alcanzó un pico de 8,97% anual. Dicha tendencia continuó en junio pasado, al mostrar un registro de 3,99%. La progresiva disminución de la tasa de inflación ha obedecido, en parte, al desvanecimiento de los choques de oferta transitorios, como el fenómeno de El Niño, el paro camionero y la depreciación del peso, que en su momento crearon una fuerte presión al alza sobre el nivel de precios. Por otra parte, el debilitamiento de la demanda interna acentuó la tendencia decreciente de la inflación. Sin embargo, otros factores, como el aumento de los impuestos indirectos y la indexación de precios y salarios, generaron nuevas presiones alcistas a comienzos de 2017. Esto explica que el descenso de la inflación básica haya sido más lento que el de la inflación total, como se observa en la medida de inflación sin alimentos y en el promedio de los indicadores de inflación básica, que a fin de junio continuaban por encima del 5% (5,12% y 5,09% respectivamente).

El papel de la política monetaria ha sido fundamental para controlar las presiones inflacionarias. Entre agosto de 2015 y julio de 2016 la tasa de interés de referencia se incrementó de 4,50% a 7,75%. Estos aumentos se transmitieron a las demás tasas de interés, tanto de los depósitos como de los préstamos. En el caso de estas últimas, la transmisión ocurrió con mayor intensidad en las tasas de interés a los créditos comerciales. Este incremento oportuno contribuyó a reducir la demanda y moderar el aumento de las expectativas de inflación, lo cual complementó la influencia bajista de la disolución de los choques de oferta, para lograr el descenso de la tasa de inflación, ya reseñado.

Con respecto al desbalance externo, cabe recordar que la fuerte caída del precio del petróleo y de otros productos básicos de exportación se reflejó en una reducción cercana al 50% del valor de las exportaciones totales entre 2013 y 2016. Lo anterior fue acompañado de una significativa disminución del valor de las importaciones de bienes, debido al debilitamiento de la demanda interna y a la recomposición del gasto hacia bienes de origen nacional, inducida por la fuerte

depreciación de la tasa de cambio real. Por su parte, la renta neta de factores disminuyó debido a las menores utilidades generadas por las empresas mineras con capital extranjero que operan en el país. En este contexto, entre 2014 y 2015 el déficit de la cuenta corriente se amplió de 5,2% a 6,4% del producto interno bruto (PIB). Sin embargo, en 2016 se observó una importante disminución de dicho déficit, al registrar 4,4% del PIB, a medida que la caída de las exportaciones se moderó y que la economía fue avanzando en el proceso de ajuste.

En el primer trimestre de 2017 el déficit corriente continuó con la tendencia decreciente del año anterior, al ubicarse en USD 3.182 m (4,4% del PIB trimestral), frente a USD 3.546 m (5,9% del PIB trimestral) en el mismo período de 2016. Sin embargo, algo que merece destacarse es que en este último período puede identificarse un cambio favorable en el patrón de ajuste de la cuenta corriente observado hasta el momento. En esta oportunidad, el ajuste del déficit obedeció a una recuperación de las exportaciones (24,5%), en contraste con las fuertes caídas del gasto importador de años anteriores. Los mayores ingresos externos coincidieron con un repunte en las tasas de crecimiento de las importaciones (7,1%), principalmente en insumos y bienes de capital. Entre los ingresos corrientes recientes se destaca el aumento del valor exportado del sector minero-energético, como reflejo del repunte del precio del petróleo y otras materias primas y, en menor medida, del agrícola, gracias al incremento en la producción de café, flores y banano, que impulsó el crecimiento de las cantidades vendidas al exterior. En el caso de servicios, su mayor dinámica estuvo jalonada por los ingresos externos obtenidos por las actividades relacionadas con el turismo y el buen comportamiento de la exportación de servicios empresariales (como la prestación de servicios jurídicos y de asesoría contable, y los *call centers*). Los datos preliminares indican que la mejora en la cuenta corriente habría continuado en el segundo trimestre del presente año.

En cuanto al desempeño de la economía en lo corrido del año, ya se conocen los resultados del PIB para el primer trimestre, publicados por el DANE, y se cuenta con indicadores líderes y encuestas, todo lo cual permite hacer una evaluación preliminar para el segundo trimestre. Durante el primer cuarto de año la economía creció 1,1% anual frente a 2,0% para todo 2016. En términos trimestrales, la actividad económica redujo su crecimiento desde 1,6% anual en el último trimestre de 2016 a 1,1% en el primero de 2017. De esta forma, con respecto al cuarto trimestre del año pasado, el PIB se contrajo 0,2%, que corresponde a una tasa anualizada de -0,9%.

Como se detalla en el *Informe*, los sectores productivos que registraron mayor contracción durante este período fueron la minería (-9,4%), la construcción (-1,4%), la industria, excluyendo refinación (-1,1%), los suministros de electricidad, gas y agua (-0,6%), el comercio (-0,5%) y el transporte (-0,3%). Aunque hasta cierto punto este menor desempeño era previsible, dado el debilitamiento de la demanda agregada de la economía, en algunos casos los resultados observados fueron inferiores a lo esperado por el equipo técnico, como ocurrió con las actividades de edificación (-7,1%) y obras civiles (3,5%). De manera similar, la lectura del PIB por el lado de la demanda muestra una desaceleración de rubros tan importantes como

el consumo privado, que en el primer trimestre se expandió a un menor ritmo que el público (1,0% vs. 2,1%), invirtiendo así lo observado en 2016. Por su parte, la formación bruta de capital permaneció prácticamente estancada (0,2%), pero algunos rubros, como la construcción y edificaciones (-7,5%) y maquinaria y equipo (-3,9%), mostraron resultados negativos. En este contexto de debilitamiento de la actividad económica, sobresalió el buen resultado de la agricultura (7,7%) y los servicios financieros (4,4%). El positivo desempeño de la agricultura obedeció al gran dinamismo de la producción cafetera y de otros productos agrícolas que se recuperaron de los efectos del fenómeno de El Niño. Por su parte, la expansión de la intermediación financiera aportó al crecimiento de este sector, y dada su alta participación en el PIB, contribuyó al crecimiento de la economía.

La información disponible para el segundo trimestre sugiere que la economía colombiana habría registrado una expansión baja, similar a la de los tres primeros meses del año. Así lo indica, por ejemplo, la encuesta sobre industria y comercio para mayo publicada por el DANE, que mostró que la producción industrial total para ese mes se contrajo 0,6% y al excluir refinación lo hizo en 0,8%. Para los primeros cinco meses del año la industria decreció 1,3%, y al excluir refinación se contrajo 3,0%. Esa misma encuesta también informó que para el mes de mayo las ventas del comercio total cayeron 0,5%, y la reducción acumulada entre enero y mayo fue de 1,4%. Por otra parte, el índice de confianza del consumidor retrocedió en mayo, al igual que lo hizo el índice de confianza de los industriales. Algo similar sucedió con los indicadores de existencias y de pedidos de la industria, así como con las expectativas de producción a tres meses, de acuerdo con los resultados de la *Encuesta de opinión empresarial*. Finalmente, el área total aprobada para construcción y la producción de cemento también registraron caídas en el acumulado de los primeros cinco meses del año.

Los resultados del PIB para el primer trimestre y la información preliminar para el segundo revelan una desaceleración de la actividad económica superior a la esperada. Si bien la reducción del gasto de la economía hace parte del proceso de ajuste requerido ante una caída permanente del ingreso nacional, las cifras conocidas sugieren que el balance de riesgos entre inflación y crecimiento podría haberse inclinado hacia una mayor desaceleración del producto.

De manera coherente con este diagnóstico, desde diciembre de 2016 la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) ha venido reduciendo paulatinamente la tasa de interés de referencia, a medida que iba verificando la continuidad del descenso de la inflación total y de su pronóstico, la favorable reducción del déficit de la cuenta corriente y el debilitamiento de la actividad económica. En su sesión de fin de junio la Junta decidió acelerar el ritmo del recorte de la tasa de interés de política, al aprobar una rebaja de 50 pb, para llevarla a un nivel de 5,75%, con lo cual se acumula un recorte de 2 puntos porcentuales (pp) frente al nivel de 7,75% que tenía en noviembre de 2016. Esta reducción busca estimular la actividad económica, pero también tiene en cuenta que la inflación aún se sitúa por encima de la meta de 3%. De allí la complejidad del proceso de toma de decisiones de política monetaria, que requiere sopesar los riesgos de una convergencia demasiado lenta

de la inflación a la meta, por un lado, y de una desaceleración excesiva de la actividad económica, por el otro. Los recortes a la tasa de interés de política han permitido un relajamiento importante de la política monetaria, pero su postura aún se sitúa en terreno contractivo frente a lo que se considera una tasa de interés neutral.

En el *Informe* se analiza la transmisión de la reducción de 2 pp de la tasa de interés de política a las tasas de interés del sistema financiero. Para las tasas de captación se observa una reducción más que proporcional de las tasas de interés de los certificados de depósito a término a plazos mayores o iguales a 360 días. Para plazos menores (90 y 180 días), el grado de transmisión alcanzaba el 60%. Con respecto a las tasas de colocación (crédito), la reducción se ha transmitido de manera plena a las tasas de interés de los créditos comerciales. No obstante, la respuesta de las tasas de los créditos a los hogares ha sido lenta. En particular, las tasas de interés para los créditos de consumo y tarjetas de crédito apenas registran reducciones muy moderadas, mientras que las tasas hipotecarias han venido respondiendo en una cuantía levemente superior al 30%.

El proceso de ajuste de la economía y la reducción de las tasas de interés afectan el pasivo y el activo de las instituciones financieras. Con relación a los primeros, a fin de junio se observaba poco dinamismo de los pasivos sujetos a encaje, con un incremento de 7,0% anual, respecto al cierre de junio de 2016. En cuanto a los activos, a fin de junio la cartera bruta en moneda legal registraba un incremento de 7,0%, inferior al observado en igual fecha de 2016. Esto se explica por la reducción en el ritmo de crecimiento anual de la cartera comercial (3,5% a junio de 2017 vs. 13,5% a junio de 2016), que representa el 57% de la cartera total. Por su parte, los créditos de consumo e hipotecarios mostraban a junio incrementos de 13% anual, ritmo similar al observado en 2016. El menor crecimiento de la cartera comercial (préstamos a las empresas) se debe al entorno de desaceleración económica, que incide negativamente en la demanda de crédito, a pesar de que sus tasas de interés son las que más han respondido a los recortes de la tasa de interés de política.

El informe analiza algunas medidas de riesgo del sistema financiero para determinar cómo han sido afectadas ante las condiciones macroeconómicas actuales. En particular, se hace un seguimiento a los indicadores de calidad por riesgo (ICR) y por mora (ICM) de la cartera de los establecimientos de crédito; los riesgos de liquidez; y los que se derivan del portafolio de TES. En cuanto a los indicadores de calidad, entre abril de 2016 y el mismo mes de 2017 se registraron incrementos superiores a 30% de la cartera riesgosa y de la cartera vencida, lo que al aumentar su participación en la cartera total deterioró ambos indicadores. Esto fue una consecuencia esperable de la desaceleración económica y de choques puntuales a ciertas empresas, lo que afectó la morosidad de la cartera comercial. Con respecto a los riesgos de liquidez, se encontró que el sistema financiero cuenta con recursos líquidos suficientes para atender sus obligaciones contractuales y no contractuales de corto plazo. En relación con el riesgo de mercado del portafolio de TES de los establecimientos financieros, se observó que al 30 de junio el indicador de valor en

riesgo (VeR) promedio mensual de la posición propia de las entidades financieras disminuyó levemente frente al observado seis meses atrás (0,5% frente a 0,6%).

Otro tema que aborda este *Informe* es el desempeño del mercado laboral. El propósito es examinar hasta qué punto la desaceleración de la actividad económica ha impactado el comportamiento reciente de las tasas de desempleo y la informalidad en el país. Del análisis de las cifras se concluye que, a pesar del menor crecimiento económico de los últimos trimestres, el mercado laboral no ha sufrido un deterioro importante. Efectivamente, según los resultados de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) publicada por el DANE, entre enero y mayo la tasa de desempleo nacional no ha presentado cambios de importancia al ubicarse en promedio en 9,3%, valor que también tuvo en igual período de 2016. Para las trece áreas metropolitanas más importantes la tasa de desempleo sí exhibió una tendencia creciente, especialmente al comparar el promedio de las observaciones de marzo, abril y mayo, cuyo valor fue de 10,5% frente a 9,4% para el mismo período de 2016. No obstante, si se tiene en cuenta que la actividad económica pasó de crecer 4,4% en 2014 a 2,0% en 2016, y a 1,1% anual en el primer trimestre de este año, se puede afirmar que incluso este reciente incremento del desempleo urbano luce moderado.

Para entender las razones que explican la relativa estabilidad de las tasas de desempleo, a pesar de la marcada desaceleración de la actividad económica, se analizó el mercado laboral en sus componentes de oferta y demanda. Para ello se examinaron las tendencias de la tasa de ocupación (TO) —que mide la demanda de trabajo—, y de la tasa global de participación (TGP) —que mide la oferta de trabajo—, en los distintos dominios geográficos que cubre la encuesta. Para el total nacional, en lo corrido de 2017, se observaron aumentos moderados tanto en la TO como en la TGP, lo que explica la estabilidad de la tasa de desempleo agregada. Para el caso de las trece áreas metropolitanas, durante este período se presentó una reducción de la TO que no fue compensada por una caída de la TGP, lo que dio lugar a un moderado aumento de la tasa de desempleo. En las cabeceras urbanas, distintas de las trece principales áreas, a partir de marzo se han observado incrementos en la TO que han superado los aumentos en la TGP, lo cual explica que la tasa de desempleo para el promedio enero a mayo en esas ciudades se haya reducido a 8,8% frente a 9,1% en el mismo período de 2016. Las tendencias opuestas de las tasas de desempleo en estos dos últimos dominios geográficos se han compensado, lo que explica la estabilidad de la tasa de desempleo nacional ya mencionada. Finalmente, se observó que las ramas de actividad que más han aportado al crecimiento promedio del empleo nacional en los primeros cinco meses de 2017 fueron industria manufacturera, actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca.

En cuanto a la informalidad, para el trimestre móvil terminado en abril de 2017 se observó que continuó la tendencia decreciente de la tasa de informalidad que se viene registrando desde mediados de 2012, tanto la nacional como la de las trece principales ciudades, para las mediciones de informalidad relacionadas con el cumplimiento del marco regulatorio (cotización a salud y pensiones). Para la

medida de informalidad según el total de personas ocupadas en las empresas — que considera informales a aquellas con plantas de personal de hasta cinco trabajadores, excluyendo a los profesionales independientes y a los empleados del gobierno—, la tasa de informalidad ha permanecido estable en lo corrido del año.

El *Informe* describe las perspectivas para las principales variables macroeconómicas. Para la inflación sin alimentos en lo que resta del año se prevén aumentos de precios significativamente menores que los observados en el primer semestre, debido a que se espera que la demanda continúe débil y no se presenten presiones provenientes de la tasa de cambio. Sin embargo, en el caso de los alimentos, a partir de agosto no se pronostican caídas mensuales tan pronunciadas como las que se observaron en igual período del año pasado. Por ello es factible que la inflación anual al consumidor se ubique nuevamente por encima de 4,0%, y que termine el año entre 4,0% y 4,5%. Para 2018 las proyecciones del equipo técnico indican que la inflación anual al consumidor retomaría la tendencia decreciente hacia la meta del 3,0%.

En cuanto a las perspectivas de crecimiento, los resultados observados para el primer trimestre del año, y la información preliminar sobre el desempeño de la economía en el segundo, sugieren que se estarían materializando algunos riesgos a la baja contemplados en el intervalo de 0,8% al 2,6%, dentro del cual el equipo técnico ha considerado 1,8% como la cifra de crecimiento más probable para 2017¹. Esta estimación es consistente con un mejor desempeño de la actividad económica en el segundo semestre, a medida que el estímulo de la política monetaria, la ejecución de los planes de construcción de carreteras y el mejor desempeño previsto de las economías avanzadas empiecen a reflejarse en el fortalecimiento de la demanda agregada y la recuperación de la confianza de los agentes económicos.

Finalmente, la proyección de la balanza de pagos para el año 2017 indica que el déficit de la cuenta corriente se ubicaría entre 3,3% y 4,2% como porcentaje del PIB, con 3,7% como cifra más probable. Este pronóstico se enmarca en un contexto de mayores precios internacionales de productos básicos que los registrados en 2016. Lo anterior estaría acompañado de una moderada recuperación de la demanda externa, debido al mayor crecimiento esperado de los principales socios comerciales, lo cual, sumado a la depreciación real acumulada del peso colombiano, favorecería las exportaciones no tradicionales del país.

1 Este pronóstico se revisará en el próximo *Informe sobre Inflación*.

I. CONTEXTO INTERNACIONAL

Desde mediados de 2016 se inició una fase de recuperación de la actividad económica mundial, que ha continuado durante el primer semestre de 2017.

Para la segunda mitad de 2017 y todo 2018 se prevé que se mantenga dicha recuperación. No obstante, estaría enmarcada dentro de una gran incertidumbre que hace que predominen los riesgos a la baja.

Si bien existen expectativas de unas condiciones financieras internacionales más estrictas en el futuro cercano, sigue siendo plausible un escenario en donde se mantengan bajas tasas de interés en las economías avanzadas, junto con una amplia liquidez internacional que incentive los flujos de capital a las economías emergentes.

Los organismos internacionales mencionados en este informe proyectan un crecimiento económico mundial a precios de mercado de 2,8% para 2017, superior al 2,3% de 2016.

Desde mediados de 2016 inició una fase de recuperación de la actividad económica mundial, que ha continuado durante el primer semestre de 2017. De acuerdo con las más recientes estimaciones por parte de algunos organismos internacionales, se espera que el crecimiento global para 2017 sea superior al del año previo. El promedio de las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial y la Organización de Naciones Unidas (ONU), a precios de mercado proyectan un crecimiento de 2,8% para 2017, superior al 2,3% de 2016 (Cuadro 1). Esta recuperación ha estado caracterizada por: 1) condiciones macroeconómicas más favorables en los países desarrollados, fruto del aumento en el consumo, la producción industrial, el comercio exterior y la inversión; 2) una mejora en la perspectiva de los países emergentes exportadores de materias primas por cuenta de las expectativas de crecimiento de economías importadoras (como China) y del aumento en el precio de estas con respecto al año anterior², a pesar de presentarse una corrección a la baja en el precio del petróleo³ en el segundo trimestre del año, y 3) unos mercados financieros al alza.

2 Según el índice de precios de las materias primas reportado por el FMI, sus cotizaciones iniciaron una tendencia alcista hacia mediados del primer trimestre de 2016, después de un fuerte descenso durante 2015. Para el caso de las materias primas diferentes a los combustibles, el incremento entre el primer trimestre de 2016 y el segundo trimestre de 2017 ha sido de 12,03%, mientras que el precio del petróleo ha aumentado 51,21% en este período. Entre el primero y segundo trimestre del año el petróleo ha caído alrededor de 6% (promedio del precio *spot* de las referencias Brent, Dubai y WTI).

3 Promedio del precio *spot* del Brent, Dubai y WTI.

Cuadro 1
Proyecciones de crecimiento mundial y principales regiones
(porcentaje)

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

a/ Paridad de poder adquisitivo.

b/ Estimado.

Fuentes: Banco Mundial, FMI y ONU.

No obstante, la recuperación de la economía mundial está enmarcada dentro de una gran incertidumbre. Por una parte, existen aspectos políticos que pueden afectar la implementación de medidas económicas, el comercio mundial y los procesos de integración (por ejemplo, la salida del Reino Unido de la Unión Europea, o *brexit*). En segundo lugar, existe una alta incertidumbre en relación con el impacto potencial que pueda tener la normalización de las tasas de interés de los Estados Unidos y las decisiones de la nueva administración de dicho país sobre la economía mundial. Por último, pero no menos importante, no hay certeza sobre las dificultades que la economía China pueda enfrentar para reducir los niveles de deuda, manteniendo niveles altos de crecimiento, y generar políticas que permitan garantizar una transición suave hacia la generación de crecimiento por medio de un aumento del consumo interno y una disminución de la inversión.

Existen también obstáculos estructurales que continúan restándole ímpetu a la recuperación observada y que hacen que los riesgos se inclinen a la baja, especialmente en el mediano plazo. Algunos riesgos, resaltados en el *Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales (BPI)* del año 2016, siguen estando presentes en las perspectivas de la economía global: 1) un crecimiento de la productividad excepcionalmente bajo⁴; 2) unos niveles de endeudamiento históricamente altos⁵, y

4 Según un informe reciente de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) sobre productividad, se calcula que para los años recientes la productividad total de los factores (PTF) promedio en los países de la OCDE era 2% menor que el nivel precrisis en 2007. En particular, se evidencia debilidad en la zona del euro, Reino Unido, Australia, Canadá y Nueva Zelanda. También, señala que las economías emergentes presentan bajos niveles de PTF aun antes de la crisis financiera internacional. Se proyecta que el crecimiento anual de la PTF caiga de 1,1% en la década de 2030 a 1,0% en la de 2040 y a 0,9% para 2050 —OCDE (2015). *The Future of Productivity*, Müge Adalet McGowan, Dan Andrews, Chiara Criscuolo y Giuseppe Nicoletti—.

5 De acuerdo con una nota preparada por el BPI, la deuda total mundial en 2016 alcanzó un máximo histórico de 220% del producto interno bruto (PIB) mundial (en 2007 representaba un 180%). —*Recent Developments of the Global Economy* (2017). Basilea, 24 de junio—.

3) un margen de maniobra de política estrecho⁶. Un claro síntoma de esta compleja coyuntura se refleja en la persistencia de tasas de interés excepcionalmente bajas, en particular en las economías avanzadas.

Desde la perspectiva de los países emergentes, y en particular de América Latina, existen síntomas que sugieren que un escenario de bajas tasas de interés internacionales puede continuar, lo que generaría las condiciones necesarias para que se mantengan flujos de capital hacia estos países. Por una parte, las interrupciones recientes en torno a los flujos de financiamiento externo han sido bajas y de carácter temporal. Contrario a escenarios previos de contracción económica en la región, los flujos de capital hacia América Latina han permanecido en niveles positivos, los inversionistas internacionales han ganado participación en los mercados financieros locales de la región (Recuadro 3), y la inversión extranjera directa (IED) se mantiene como una fuente importante de financiamiento. Además, algunos indicadores sugieren que la liquidez internacional se mantiene en niveles históricamente altos⁷.

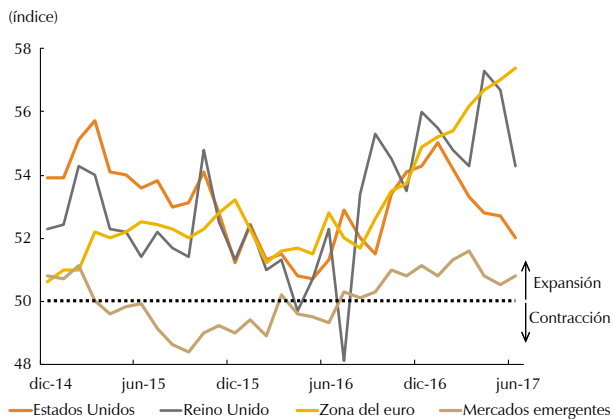
Existen señales que sugieren que puede continuar un escenario de bajas tasas de interés internacionales, favoreciendo los flujos de capital hacia las economías emergentes.

Todo esto implica que es plausible un escenario de bajas tasas de interés en economías avanzadas, junto con una amplia liquidez internacional y una importante dinámica de entradas de capital hacia las economías emergentes, en particular hacia América Latina. Lo anterior, dentro de un contexto de normalización gradual de la política monetaria que se viene dando en algunas economías desarrolladas. A continuación se analiza el desempeño reciente de la economía global con un énfasis en los aspectos más relevantes para Colombia, y luego se plantean las perspectivas para el final del año y 2018.

6 Según una nota preparada por el BPI, el espacio de maniobra de la política monetaria está restringido en las economías emergentes por presiones cambiarias, las cuales pueden afectar la credibilidad de las autoridades monetarias en alcanzar sus metas de inflación. En relación con el espacio de la política fiscal, si bien los niveles de endeudamiento público no suelen ser tan altos, su participación con respecto al PIB se ha duplicado en los últimos años, en especial para las economías emergentes. Se resaltan también las limitaciones que surgen a partir de altos niveles de endeudamiento privado — *Risks Facing Emerging Market Economies in 2017* (2016). Basilea, 21 de diciembre—.

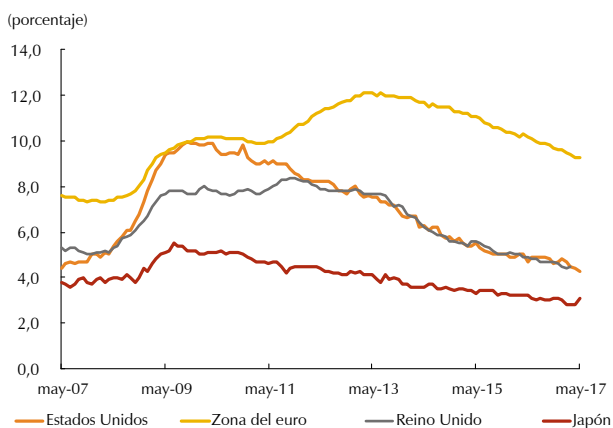
7 Una forma de evaluar la liquidez global es mediante el comportamiento de los créditos bancarios transnacionales. La lógica detrás de esta medición que realiza el BPI sostiene que una mayor liquidez internacional se debería reflejar en una mayor cantidad de créditos bancarios transnacionales. De acuerdo con la información más reciente de las estadísticas bancarias internacionales del BPI, la tasa de crecimiento de estos créditos a diciembre de 2016 fue de 3,9%, la cual es similar al promedio de los últimos cinco años.

Gráfico 1
Índices de actividad manufacturera
(PMI: *purchasing managers index*)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 2
Tasa de desempleo en algunas economías avanzadas



Fuente: Eurostat.

A. DESEMPEÑO DURANTE EL PRIMER SEMESTRE DE 2017

Durante el primer semestre de 2017 la economía mundial experimentó una ligera recuperación, sustentada por el aumento de la actividad⁸ de los países avanzados⁹ y de los emergentes (Gráfico 1), lo que produjo un incremento en la creación de empleo, en especial en las economías avanzadas (Gráfico 2). De acuerdo con el FMI, el crecimiento global se ubicaría en 3,5% en el segundo trimestre, lo que contrasta con un nivel cercano a 3,0% en el primer trimestre¹⁰. La recuperación que sugieren los indicadores de empleo manufacturero ha sido especialmente marcada en las economías de la zona del euro, Japón, los Estados Unidos, India y Rusia.

El comercio global ha tenido una leve mejoría explicada por el fortalecimiento de la inversión, el incremento en los flujos comerciales desde y hacia China, y por un aumento en la demanda de materias primas. Los indicadores de comercio señalan que en la zona del euro el comercio ha seguido su proceso de profundización, y la suma de exportaciones e importaciones como proporción del PIB alcanzó máximos históricos de 93,1% en el primer trimestre de 2017, mientras que un año atrás esta razón era de 89,6% y en 2009 de 70,21%. La inversión tanto en países emergentes, especialmente en Asia, como en los avanzados, ha tenido una recuperación explicada por el mayor gasto de capital en maquinaria y equipo, y en equipo industrial electrónico. Asimismo, el índice de nuevas órdenes de

manufacturas y servicios continúa con una tendencia alcista, en especial en países emergentes (Gráfico 3). El crecimiento en el precio de las acciones, como se ilustra más adelante, y de la rentabilidad corporativa sugieren que la inversión podría ser mayor en los próximos meses.

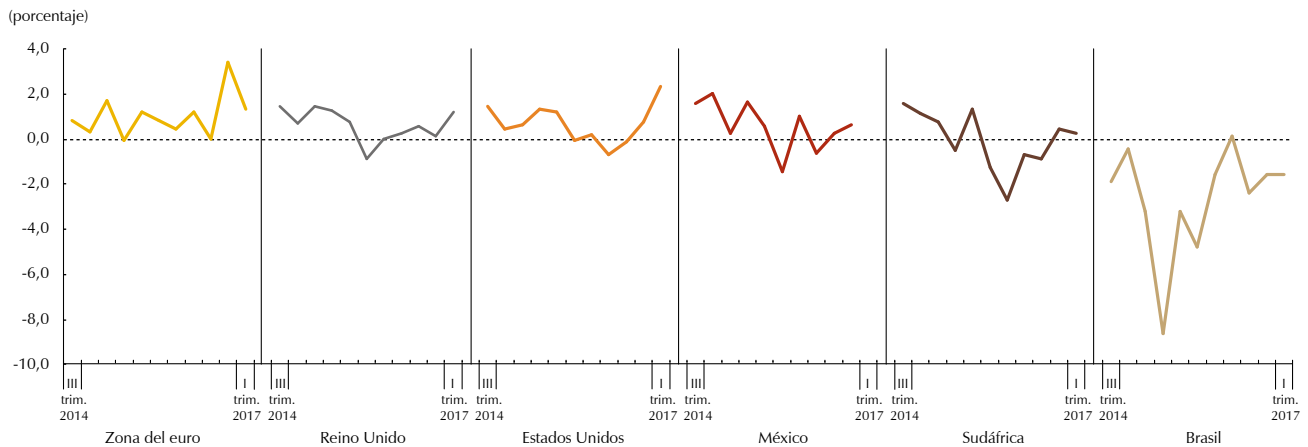
Con respecto a la dinámica de la inflación, durante 2016 y el primer trimestre de 2017 esta comenzó a converger hacia los objetivos de los bancos centrales. En el caso de los países emergentes, la inflación cedió como resultado de la relati-

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

9 En la zona del euro en abril el indicador PMI alcanzó el máximo en seis años y el crecimiento del empleo alcanzó el máximo en 10 años.

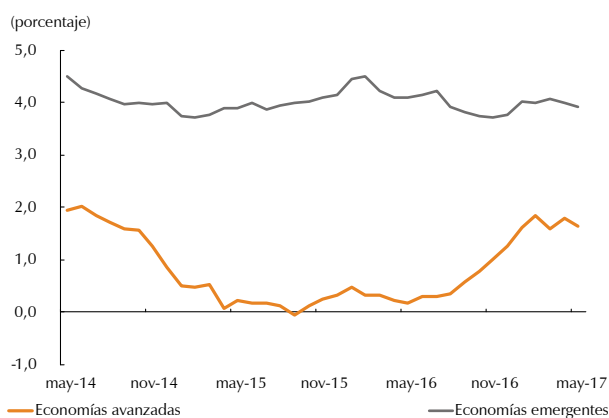
10 Pronósticos realizados por el FMI con ajuste por paridad de poder adquisitivo (PPA).

Gráfico 3
Tasa de crecimiento de la formación bruta de capital fijo en varios países



Fuente: OCDE.

Gráfico 4
Inflación anual: economías avanzadas y emergentes



Fuente: OCDE.

Gráfico 5
Índice de precios al productor para algunas economías avanzadas



Fuente: OCDE.

va estabilidad de las tasas de cambio y los precios de las principales materias primas. En cuanto a los países avanzados, la inflación se ha incrementado, reduciendo los riesgos deflacionarios (Gráfico 4).

Los índices de precios al productor siguen en aumento (Gráfico 5), como respuesta a la tendencia alcista en el precio de las materias primas, en especial del petróleo, cuyo precio alcanzó los USD 57,10 por barril (para la referencia Brent) a principios de 2017, después de los acuerdos emitidos por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) para limitar la producción. Sin embargo, desde abril de 2017 ha aumentado la volatilidad y ha descendido el precio a niveles de USD 47,08 al cierre de junio, resultado principalmente de la expansión de la producción por parte de países que no hacen parte de los convenios (p. e.: Libia y Nigeria) y de la producción de petróleo y gas de esquisto (*shale oil and gas*) por parte de los Estados Unidos¹¹ (Gráfico 6).

En los mercados financieros, los índices accionarios alcanzaron niveles máximos en relación con los últimos años, impulsados por incrementos en los ingresos corporativos y una mayor confianza por parte de los

11 Según la Administración de Información de Energía de Estados Unidos (EIA, por su sigla en inglés), la producción de petróleo de esquisto aumentará a más de seis millones de barriles al día en la próxima década, lo que correspondería a la mayoría de la producción de petróleo de los Estados Unidos.

Gráfico 6
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)

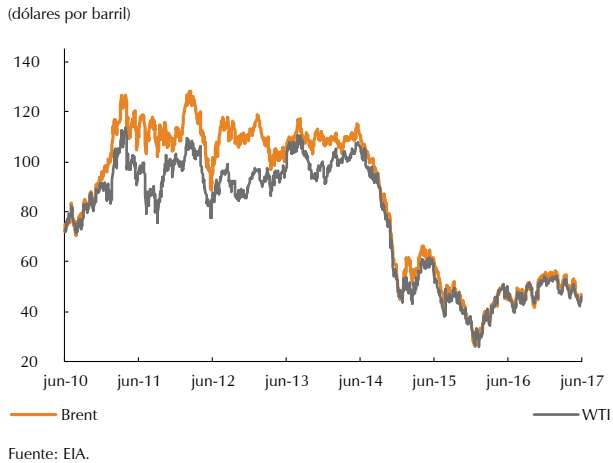
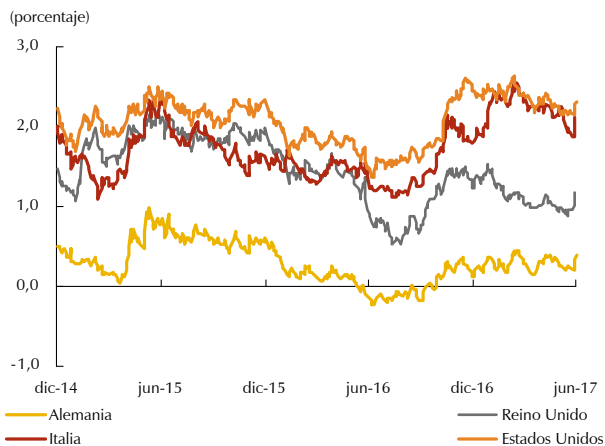
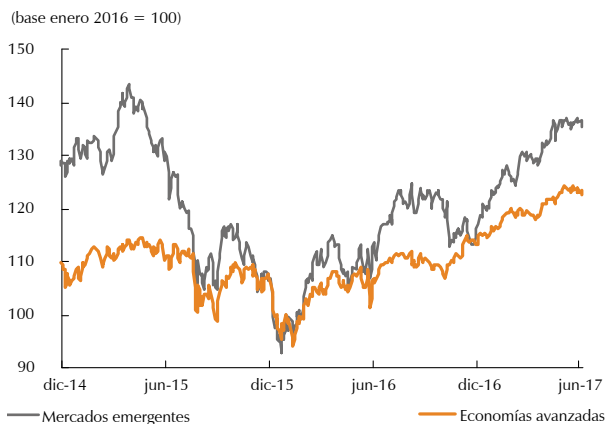


Gráfico 7
Evolución de los mercados financieros globales

A. Rendimientos de los bonos soberanos a 10 años en algunas economías avanzadas



B. Índices accionarios ^{a/}

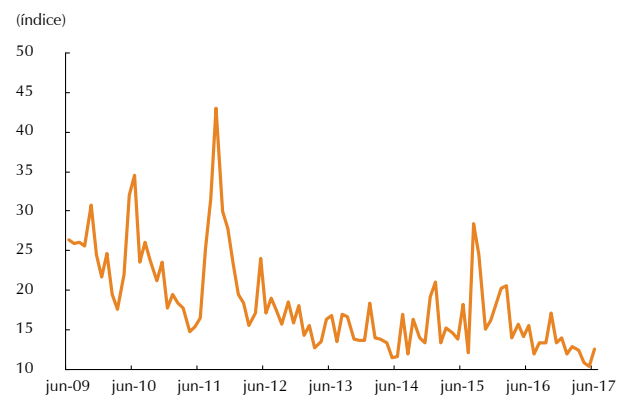


a/ Corresponden a los índices de Morgan Stanley Capital International (MSCI) para economías avanzadas (G7) y mercados emergentes. Fuentes: BPI y Bloomberg.

inversionistas. Unas condiciones caracterizadas por una amplia liquidez internacional, junto con unas expectativas de mayor actividad económica, y de posibles reformas impositivas en países como los Estados Unidos, han favorecido una mayor toma de riesgo relativo por parte de los inversionistas. Las tasas de interés de los bonos soberanos, por su parte, han bajado en los últimos meses en los principales mercados, lo que contrasta con las expectativas de unas condiciones monetarias menos expansivas. La incertidumbre en torno al ritmo de recuperación de la economía mundial, junto con la consecuente expectativa en torno a la velocidad de normalización de las condiciones monetarias en el mundo desarrollado, podrían estar detrás de las caídas en las tasas de interés de largo plazo de las economías desarrolladas (Gráfico 7, panel A). Las condiciones descritas propician que los inversionistas internacionales sigan dispuestos a tomar un mayor riesgo relativo, impulsando la demanda en instrumentos emitidos por las economías emergentes. De hecho, el aumento en los precios de las acciones en los mercados emergentes ha sido más pronunciado que en las economías avanzadas a lo largo de 2017 (Gráfico 7, panel B).

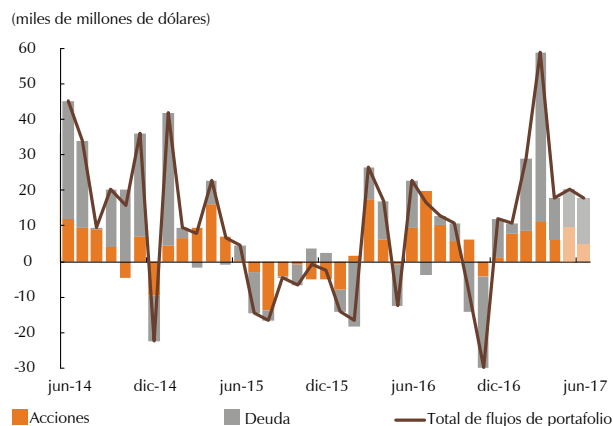
A pesar de la alta incertidumbre política mundial, los mercados financieros exhiben niveles históricamente mínimos de volatilidad (Gráfico 8) y alto apetito por instrumentos de economías emergentes. De acuerdo con la información reportada por el Institute of International Finance (IIF), las entradas de capital de portafolio a economías emergentes han seguido exhibiendo

Gráfico 8
Índice de volatilidad financiera (VIX)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 9
Flujos de portafolio a mercados emergentes^{a/}



a/ Estimaciones a partir de mayo de 2017.
Fuente: IIF.

una dinámica importante, después de una contracción puntual en noviembre de 2016, que coincide con los resultados de las elecciones en los Estados Unidos (Gráfico 9)¹². El comportamiento de los mercados sugiere que aún persisten las condiciones que derivarían en lo que se denomina *búsqueda de rentabilidad* (*search for yield*) de los inversionistas internacionales, lo que genera una mayor toma de riesgo relativo y mayor demanda por activos de economías emergentes. Este escenario es el resultado de: 1) las bajas tasas de interés que persisten en las economías avanzadas; 2) la existencia de una amplia liquidez global, que facilita el apalancamiento y la toma de riesgos a través de operaciones transfronterizas por parte de inversionistas internacionales y, 3) la recuperación económica mundial que genera condiciones más favorables para el surgimiento de nuevas alternativas de inversión.

La política monetaria de los países avanzados ha continuado siendo divergente a lo largo de 2017. En los Estados Unidos, durante este año el Federal Open Market Committee (FOMC) ha aumentado el rango objetivo de la tasa de los fondos federales en 50 puntos básicos (pb) a un nivel entre 1,00% y 1,25%. Estos incrementos ocurrieron en las reuniones de marzo y junio. Adicionalmente, anunció que espera empezar a implementar un programa de normalización de su balance, lo que puede ocasionar una reducción en la tenencia de bonos. Por el contrario, el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón han mantenido su tasa de interés de intervención inalterada, lo que indica que podría mantenerse en niveles bajos por un tiempo más prolongado. Para los países emergentes, las diferencias en torno a las condiciones económicas han llevado a que algunos bancos centrales reduzcan sus tasas de intervención (p. e.: Chile, Perú, Brasil y Colombia), mientras que otros opten por incrementarlas (p. e.: México).

B. PROYECCIONES PARA LO RESTANTE DE 2017 Y PARA 2018

Para la segunda mitad de 2017 y todo 2018 se prevé que continúe la recuperación de las condiciones económicas mundiales. El crecimiento de las economías avanzadas será impulsado principalmente por los Estados Unidos y Europa. Según los organismos internacionales mencionados, las economías avanzadas crecerán alrededor de 1,8% en 2017, impulsadas por la recuperación cíclica del sector manufacturero global y el fortalecimiento de la confianza (Cuadro 1). La consolidación de la recuperación en países como España y Portugal, donde se esperan tasas de

12 Según el IIF, del total de flujos de capital que han ingresado a las economías emergentes durante el primer trimestre del año 2017, el 20% corresponden a flujos de capital hacia China.

Para la segunda mitad de 2017 y todo 2018 se prevé que continúe la recuperación de las condiciones económicas mundiales.

crecimiento para 2017 de 2,6% y 1,7%¹³, es positiva para las perspectivas de la zona del euro. No obstante, como se resalta en el informe más reciente del World Economic Outlook (WEO) del FMI, estos pronósticos están rodeados de una alta incertidumbre, asociada con los posibles cambios en la orientación de políticas económicas (principalmente en los Estados Unidos) y sus efectos de contagio a escala internacional.

Por su parte, el crecimiento en las economías emergentes, proyectado por los organismos internacionales mencionados, asciende, en promedio, a 4,3% en 2017 y 4,6% en 2018 (Cuadro 1). Este repunte en las expectativas de crecimiento es en gran parte el resultado de la recuperación económica de algunos exportadores de materias primas, que habían sufrido una contracción en años anteriores, y por la aceleración de la economía india, que contrasta con la desaceleración de la economía china.

A pesar de una mejora en las perspectivas de las economías emergentes en el agregado, existen factores que pueden afectar de manera negativa el desempeño de corto y mediano plazo de estas economías, y puede generar una gran heterogeneidad en su comportamiento. Por ejemplo, la adaptación de los países a una situación de precios de materias primas más bajos, que se viene presentando desde el segundo trimestre de 2017, con efectos sobre el ingreso permanente de estas economías y las cuentas fiscales, será un factor diferenciador importante. Los niveles de endeudamiento público y privado de las economías emergentes también son heterogéneos, lo que genera retos de estabilidad financiera ante un eventual endurecimiento de las condiciones financieras y limitan el margen de maniobra para adoptar políticas contracíclicas.

Con relación a las perspectivas para América Latina, estas se han venido corrigiendo a la baja. Las últimas proyecciones de los organismos internacionales considerados en este informe señalan un crecimiento esperado promedio de 1,0% en 2017 y de 2,0% para 2018 (Cuadro 1) (0,8 y 0,6 puntos porcentuales (pp) menos en relación con las proyecciones de 2016)¹⁴. Existe una gran diversidad en los pronósticos para los países de la región, lo que sugiere que las características y factores idiosincrásicos serán de gran relevancia en la dinámica de los próximos años. Las perspectivas de la dinámica de la inversión en México se han corregido a la baja por la amenaza de políticas comerciales restrictivas de la nueva administración de los Estados Unidos. No obstante, las reformas estructurales aplicadas a los sectores de la energía, el mercado laboral y las telecomunicaciones podrían favorecer el crecimiento en el mediano plazo. En Brasil se espera que se consolide la recuperación del período

Las perspectivas de crecimiento económico para América Latina se han venido corrigiendo a la baja.

13 Según estimaciones del FMI, las cuales se ajustan por PPA.

14 Promedio entre las proyecciones de crecimiento realizadas por los tres organismos internacionales considerados. La ONU redujo en 1,7 pp y 1,4 pp los pronósticos de crecimiento para América Latina de los años 2017 y 2018, con respecto a las proyecciones realizadas el año anterior. Así mismo, el FMI y el Banco Mundial redujeron sus proyecciones de crecimiento en 0,5 pp y en 0,2 pp con respecto a 2016, para los años 2017 y 2018, respectivamente.

Las condiciones financieras internacionales seguirán afectadas por una divergencia en la política monetaria de los países desarrollados.

de recesión (pronósticos del FMI en 0,2% para 2017 y 1,7% para 2018)¹⁵; no obstante, la gran incertidumbre política generada recientemente por escándalos de corrupción puede retrasar esta recuperación, que venía impulsada, en parte, por el repunte de los precios de las materias primas. La crisis económica en Venezuela es profunda y no tiene precedentes en la historia del vecino país. El FMI estima una contracción del PIB venezolano del orden de 7,4% en 2017, junto con una inflación de 720% para finales de este año.

Para Centroamérica¹⁶, las proyecciones de crecimiento se reducen con relación al año anterior. El FMI espera que el crecimiento en la región para este año disminuya, en promedio, a 4,3%, desde un 4,5% en 2016¹⁷. El entorno de incertidumbre internacional representa el mayor riesgo para los países de la región. En particular, las decisiones que tome el nuevo gobierno de los Estados Unidos y su evolución macroeconómica son de especial importancia para la región, dada su exposición comercial, migratoria y de remesas con ese país. Al igual que para las otras regiones, estos pronósticos cambiarían si se ralentiza la recuperación de las economías avanzadas o si se presenta algún revés en el comercio internacional. Adicionalmente, algunos países como El Salvador han enfrentado dificultades fiscales importantes que se han visto reflejadas en un deterioro de su calificación crediticia¹⁸.

En relación con las condiciones financieras internacionales, estas seguirán afectadas por una divergencia en la política monetaria de los países desarrollados, lo que puede generar mayores flujos de recursos entre países. Las expectativas de normalización de la política monetaria en los Estados Unidos se fortalecen en un ambiente de mayor actividad económica, sugiriendo la posibilidad de unas condiciones financieras internacionales más restrictivas en el mediano plazo. Adicionalmente, como lo resalta el más reciente reporte anual del BPI (2017-2018), el alto endeudamiento de los hogares, especialmente presente en los países emergentes, podría convertirse en un obstáculo para la demanda, en particular si el incremento de las tasas de interés genera aumentos significativos en la carga financiera de los

15 Estimaciones del FMI, las cuales se ajustan por PPA.

16 El seguimiento a las economías de Centroamérica es importante, ya que los activos de bancos colombianos en la región alcanzan los USD 55.675 m con participaciones en siete países de esta región.

17 Estimaciones del FMI se calculan con PPA. Según la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), para 2017 las economías de Centroamérica crecerán en promedio 3,7%, utilizando precios de mercado.

18 Tras un impago de algunas obligaciones con los fondos de pensiones, el gobierno de El Salvador sufrió una disminución en la calificación de su deuda soberana de largo y corto plazos. Teniendo en cuenta este evento y argumentando desequilibrios políticos que dificultan el manejo fiscal, Fitch Ratings situó la calificación de la deuda de largo plazo de El Salvador en CCC y medidas similares fueron tomadas por Moody's (Caa1) y Standard & Poor's (CC) en días posteriores. La reducción de la calificación soberana fue seguida, a su vez, por revisiones sobre la calificación de algunos bancos comerciales en El Salvador. El Banco Agrícola y el Banco Davivienda salvadoreño sufrieron reducciones de su calificación de riesgo de largo plazo de BB- a B- con perspectiva estable por parte de Fitch Ratings.

La recuperación de la economía mundial viene acompañada de señales relativamente claras, no obstante, existe una incertidumbre alta.

hogares. Además, la deuda corporativa elevada, junto con un débil crecimiento de la productividad, podría afectar la dinámica reciente de la inversión.

Según el FMI, se espera que la economía china crezca un 6,6%¹⁹ durante 2017, como resultado de políticas enfocadas al aumento del crédito y la inversión pública, con el fin de alcanzar las metas de crecimiento. Sin embargo, las perspectivas de mediano plazo indican que la expansión será menor y el riesgo de una corrección fuerte (*hard landing*) podría ser mayor si el país no implementa reformas que contengan el aumento de la deuda y controlen las vulnerabilidades asociadas con la inversión financiada mediante crédito²⁰ y con una sobrecapacidad productiva.

En síntesis, la recuperación de la economía mundial viene acompañada de señales relativamente claras. No obstante, existe una gran incertidumbre, en especial con respecto a la adopción de políticas económicas en países desarrollados y sus posibles efectos sobre la economía mundial. Si bien existen expectativas de unas condiciones financieras internacionales más estrictas en el futuro cercano, hay factores que pueden retrasar dicho ajuste. Un escenario en donde se mantengan bajas tasas de interés en las economías avanzadas, junto con una amplia liquidez internacional que incentive los flujos de capital a las economías emergentes, sigue siendo plausible.

19 Estimaciones del FMI, las cuales se ajustan por PPA.

20 De acuerdo con información del BPI, entre 2008 y 2017 el endeudamiento privado no financiero en China como porcentaje del PIB se duplicó. Esta razón asciende a 211% según el dato más reciente, lo cual está explicado principalmente por la deuda del sector corporativo (166% del PIB). Se espera que la deuda total de China alcance el 300% del PIB en 2017, cifra sin precedentes para un país de su nivel de ingresos. Además, el grado de sensibilidad de su sector privado ante choques en la tasa de interés es particularmente alto. Ejercicios realizados por el BPI en su más reciente informe anual señalan que un incremento de 250 pb en las tasas de interés aumentaría la razón entre pagos de deuda sobre ingresos (*debt to service ratio*) hasta un nivel de 8,8% (se considera un umbral riesgoso si esta razón supera el 6%). Según el ejercicio, China es uno de los países más expuestos ante un choque de esta naturaleza entre un grupo amplio de economías.

II. LA ECONOMÍA COLOMBIANA: RESULTADOS EN LO CORRIDO DE 2017 Y PERSPECTIVAS PARA EL RESTO DEL AÑO

La desaceleración de la economía colombiana en lo corrido de 2017 refleja la continuación del ajuste macroeconómico que se ha tenido que hacer ante los choques externos recibidos desde mediados de 2014.

En el primer semestre del año la inflación siguió disminuyendo, en gran medida por la disolución de los choques de oferta que la habían desviado de la meta y por las acciones de política monetaria realizadas hasta julio de 2016, encaminadas a anclar las expectativas de inflación y a reducir posibles presiones de demanda sobre los precios.

Dado el proceso de convergencia de la inflación y sus expectativas hacia la meta del 3%, junto con una desaceleración económica, la Junta consideró adecuado reducir la tasa de interés desde finales del año pasado.

Como se ha explicado en informes anteriores, desde mediados de 2014 Colombia enfrentó varios choques externos²¹ que deterioraron el ingreso nacional, la inversión y el crecimiento potencial de la economía en un contexto de bajo crecimiento mundial. Ante estos choques adversos, era previsible que en 2017 continuara registrándose una desaceleración del gasto; no obstante, el menor crecimiento económico ha sido más acentuado que el previsto. Al tiempo, la inflación siguió disminuyendo, en gran medida por la disolución de los choques de oferta que la habían desviado de la meta²² y las acciones de política monetaria realizadas hasta julio de 2016, encaminadas a anclar las expectativas de inflación y a reducir posibles presiones de demanda sobre los precios. Dado el proceso de convergencia de la inflación y sus expectativas hacia la meta del 3%, junto con una desaceleración económica que se ha reflejado

21 Entre junio de 2014 y enero de 2016 el precio del petróleo de referencia Brent descendió desde USD 112 por barril hasta USD 32. En las mismas fechas los términos de intercambio descendieron fuertemente y se registró una depreciación cercana al 74%. A su vez, el crecimiento de los socios comerciales pasó de 1,7% en 2014 a 0,5% en 2016.

22 La depreciación nominal, el fenómeno de El Niño y el paro camionero, principalmente.

La economía colombiana continúa atravesando un proceso de ajuste macroeconómico, originado por los choques externos recibidos desde mediados de 2014.

en una brecha de producto más negativa, la Junta consideró adecuado reducir la tasa de interés de referencia desde 7,75% en noviembre de 2016 hasta 5,75% en junio de 2017. Similar a lo registrado históricamente, esta reducción se ha transmitido rápidamente a las tasas de interés de los créditos comerciales, y en menor medida a las tasas de interés cobradas a los hogares (ver Recuadro 2).

Con respecto al déficit de la cuenta corriente, se espera que este disminuya desde 4,3% del PIB en 2016 hasta 3,7% del PIB en 2017, esto por cuenta de un aumento de los ingresos de la economía, asociado con la recuperación de los términos de intercambio, que superaría el aumento de los egresos externos. Así el ajuste durante este año estaría más relacionado con un incremento del ingreso nacional que con una reducción del gasto agregado.

A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

Como se mencionó en el informe de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) al Congreso de la República de marzo pasado, en 2017 la economía colombiana continúa atravesando un proceso de ajuste macroeconómico que se originó como respuesta a la fuerte caída de los precios del petróleo iniciada a mediados de 2014, y a sus efectos acumulados de segunda ronda sobre las cuentas de comercio exterior, el crecimiento de las economías vecinas, las primas de riesgo y la dinámica del ingreso nacional. Este proceso, que ha generado una desaceleración del crecimiento económico desde 2015, debería consolidarse en buena parte del año en curso, razón por la cual se espera un crecimiento modesto de la economía colombiana durante este período. Como resultado del ajuste se ha observado una depreciación real, y una recomposición del gasto y de las actividades económicas entre los sectores transables y no transables. Esto, además, implica un menor crecimiento potencial de la economía, como se podría concluir, dadas las caídas en la acumulación de capital que se han observado en los últimos siete trimestres.

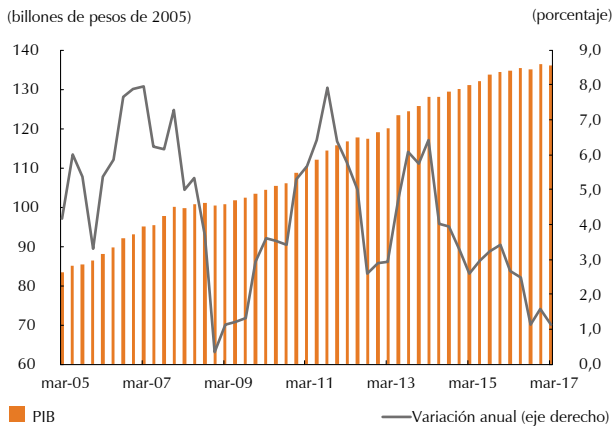
Las cifras del PIB para el primer trimestre de 2017, junto con varios indicadores de actividad económica del segundo trimestre, revelan que dicho proceso de ajuste sigue su marcha, pero que aún no se ha completado, algo que se espera suceda en lo que resta del año. Lo anterior, junto con unos términos de intercambio que estarían por debajo de lo previsto inicialmente, además de una inversión en construcción (obras civiles y edificaciones) que muestra un desempeño más débil que el esperado, explica la baja dinámica del PIB en 2017. Aun así, la recomposición proyectada del gasto permitiría observar expansiones menos dispares para los diferentes renglones de la economía frente a lo registrado el año pasado.

Las cifras observadas para la primera mitad del año revelan que el proceso de ajuste sigue su marcha, y que se espera concluya en lo que resta del año.

1. Resultados para el primer trimestre de 2017

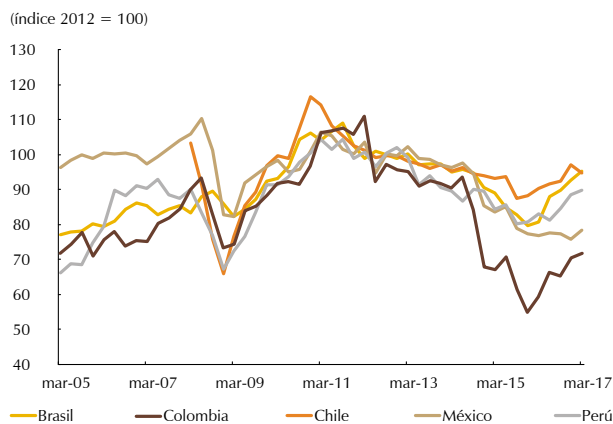
De acuerdo con la publicación más reciente del PIB por parte del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), durante el primer trimestre del año la actividad económica registró una expansión anual de 1,1% (Gráfico 10).

Gráfico 10
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 11
Términos de intercambio para algunos países
latinoamericanos



Fuente: Datastream.

Esta cifra fue menor que la reportada para el último trimestre de 2016 (1,6%). En términos trimestrales, se registró una leve contracción de 0,2%, lo que correspondió a una caída trimestral anualizada de 0,9%.

Factores externos e internos contribuyeron a la desaceleración del crecimiento de la economía colombiana en el primer trimestre de 2017. Con respecto al contexto internacional, como se explicó en el capítulo I, las economías de nuestros principales socios comerciales de la región han mostrado una débil actividad económica. Al tiempo, los términos de intercambio se mantuvieron en niveles bajos en comparación con el promedio calculado entre 2010 y 2014. Este fenómeno también es compartido por otras economías de la región (Gráfico 11).

En el contexto interno, por su parte, a lo largo del primer trimestre la entrada en vigencia de la reforma tributaria y con esto el aumento del impuesto al valor agregado (IVA), los efectos rezagados del endurecimiento de la postura de política monetaria entre septiembre de 2015 y julio de 2016, el choque a la demanda originado por la menor dinámica del ingreso nacional, y el deterioro en la confianza de los hogares, generaron una desaceleración del consumo privado. Adicionalmente, la depreciación acumulada del peso produjo de nuevo un cambio de los precios relativos, lo que propició una reconfiguración del gasto en favor de los bienes y servicios no transables.

Pese al bajo dinamismo del crecimiento del PIB, puede afirmarse que el ajuste de la economía ante el choque a los términos de intercambio sigue siendo ordenado. Así, durante los primeros tres meses de 2017 la demanda interna creció 1,1% (Cuadro 2), luego de la marcada tendencia a la baja mostrada en años anteriores, relacionada con el choque mencionado (en 2014 creció 6,0%, 3,6% en 2015 y 0,3% en 2016). Con respecto al comercio exterior, tanto las exportaciones como las importaciones en términos reales continuaron cayendo, siendo más pronunciada la del primer rubro que la del segundo.

Al desagregar en mayor detalle el comportamiento de los diferentes renglones que componen el PIB por el lado del gasto, el consumo privado se expandió a un menor ritmo que el público (1,0% y 2,1%, respectivamente). En el primer caso, se observaron desaceleraciones en la mayoría de sus componentes. En particular, el consumo de bienes semidurables y de durables registró crecimientos más bajos que los observados a finales del año pasado, lo que quizá obedece a la anticipación

Cuadro 2
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto
(porcentaje)

	2016				2016	2017
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.
Consumo total	3,1	2,3	0,9	1,8	2,0	1,4
Consumo de hogares	2,9	2,1	0,9	2,1	2,0	1,0
Bienes no durables	3,3	2,4	1,3	1,2	2,1	1,2
Bienes semidurables	0,9	1,0	(1,4)	(0,4)	0,0	(3,1)
Bienes durables	(4,4)	(5,9)	(3,8)	11,4	(0,8)	4,0
Servicios	3,5	3,2	1,7	2,4	2,7	1,4
Consumo final del Gobierno	3,9	3,1	0,2	0,2	1,8	2,1
Formación bruta de capital	(3,8)	(4,8)	(6,2)	(3,3)	(4,5)	0,2
Formación bruta de capital fijo	(4,0)	(4,0)	(3,6)	(2,9)	(3,6)	(0,7)
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	6,0	7,4	4,2	(0,5)	4,2	3,9
Maquinaria y equipo	(15,2)	(12,3)	(18,8)	(13,9)	(15,1)	(3,9)
Equipo de transporte	(20,6)	(7,2)	(14,6)	(4,8)	(11,9)	10,1
Construcción y edificaciones	10,8	1,1	10,6	0,7	5,6	(7,5)
Obras civiles	(1,1)	0,8	3,8	6,1	2,4	3,7
Servicios	3,1	(1,5)	4,4	1,3	1,8	3,7
Demanda interna	1,4	0,5	(1,1)	0,5	0,3	1,1
Exportaciones totales	0,7	2,1	(3,0)	(3,3)	(0,9)	(3,6)
Importaciones totales	(5,8)	(3,5)	(10,9)	(4,3)	(6,2)	(0,4)
PIB	2,7	2,5	1,1	1,6	2,0	1,1

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de compras por parte de los hogares en los últimos meses de 2016, en respuesta al incremento esperado de precios de este tipo de bienes por el aumento del IVA en el primer trimestre del año. El consumo de servicios también se desaceleró de manera significativa. Por su parte, el de bienes no durables mantuvo su ritmo de crecimiento, hecho que habría sucedido gracias a la mejoría en las condiciones de oferta agropecuaria y a los menores precios de los alimentos. En contraste, el consumo público se aceleró con respecto a lo observado en el cuarto trimestre de 2016, debido al incremento de la ejecución de gasto en el marco del comienzo del segundo año de mandato de los gobiernos regionales y locales, principalmente.

La formación bruta de capital registró incrementos anuales cercanos a cero, pero que contrastan con las caídas observadas en los cinco trimestres anteriores. No obstante, al descontar la acumulación de inventarios, se evidencia una caída de la inversión (aunque menos profunda que las registradas a lo largo de 2016). A la mejora en el crecimiento de la formación bruta de capital fijo contribuyó, principalmente, el gasto en bienes de capital transables, como se observó para el caso de la inversión en maquinaria y equipo (que cayó a un menor ritmo) y en equipo de transporte (que creció a una tasa anual de dos dígitos). Al comparar con 2016, la inversión en construcción, tanto de edificaciones como de obras civiles, se desaceleró, e incluso se contrajo de manera importante en el primer caso.

Por el lado de la oferta, las ramas con las mayores tasas de crecimiento durante los primeros tres meses del año fueron, en su orden, el sector agropecuario (7,7%) y los servicios financieros (4,4%). Por el contrario, se observaron importantes contracciones en la actividad minera (-9,4%) y en construcción (-1,4%). El comercio, el transporte y los suministros de electricidad, gas y agua mostraron leves retrocesos (Cuadro 3). Al clasificar los sectores entre no transables y transables, se observaron variaciones anuales de 0,4% y 1,6%, respectivamente. Si se excluye la minería, el PIB transable restante se expandió 2,6% anual.

Cuadro 3
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica
(porcentaje)

	2016				2016	2017
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	0,0	0,4	(0,5)	2,0	0,5	7,7
Explotación de minas y canteras	(4,7)	(6,9)	(6,5)	(8,2)	(6,5)	(9,4)
Industria manufacturera	4,3	5,1	1,5	1,0	3,0	0,3
Electricidad, gas y agua	2,9	(0,7)	(1,3)	(0,5)	0,1	(0,6)
Construcción	5,3	0,8	6,8	3,5	4,1	(1,4)
Edificaciones	10,9	2,8	11,0	0,9	6,0	(7,1)
Obras civiles	0,4	(0,4)	1,9	5,1	2,4	3,5
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	2,8	1,9	0,8	1,6	1,8	(0,5)
Transporte, almacenamiento y comunicación	0,9	0,2	(1,5)	(0,1)	(0,1)	(0,3)
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	5,0	5,4	4,4	5,0	5,0	4,4
Servicios sociales, comunales y personales	3,5	3,2	1,3	0,9	2,2	2,2
Subtotal valor agregado	2,7	2,2	1,3	1,5	1,9	1,0
Impuestos menos subsidios	1,3	4,1	0,4	2,8	2,2	2,7
PIB	2,6	2,4	1,2	1,6	2,0	1,1

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El buen desempeño del sector agropecuario se explica por el gran dinamismo de la producción cafetera y de los otros productos agrícolas. En el primer caso, de acuerdo con la Federación Nacional Cafeteros, la producción del grano se situó en promedio en 1.196.000 sacos durante los primeros tres meses del año, lo que representó un crecimiento de 12,8%. En el caso de los otros productos agrícolas, tanto los cultivos transitorios como los permanentes presentaron un comportamiento sobresaliente (23,1% y 8,6%, respectivamente). Es importante señalar que parte de esta importante recuperación corresponde a un efecto de baja base de comparación frente a un año atrás, cuando la producción agrícola se contrajo por el impacto del fenómeno de El Niño.

Dentro del grupo de servicios financieros, los servicios de intermediación financiera y los servicios a las empresas, excepto servicios financieros e inmobiliarios, mostraron expansiones por encima de la economía en su conjunto (6,4% y 4,3%, en su orden). Así, dada la alta participación del sector dentro del PIB (20,7%),

La desaceleración del PIB habría tocado fondo en la primera mitad del año, y se recuperaría en la segunda.

dicha actividad contribuyó significativamente a sostener el crecimiento de la economía colombiana.

En la rama de la construcción, la caída se explica principalmente por las contracciones en edificaciones, tanto en la parte residencial (-8,4%) como en la no residencial (-7,8%). En contraste, la construcción de obras civiles registró una tasa de crecimiento de 3,5% anual, que no fue suficiente para contrarrestar el deterioro de las edificaciones privadas. A pesar de la desaceleración de esta subrama frente al último trimestre de 2016 (cuando creció 5,1%), sus niveles continúan siendo altos y sigue el impulso proveniente de la construcción de carreteras (12,3%).

Finalmente, la contracción del sector de explotación de minas y canteras obedeció a las caídas reportadas para las subramas de petróleo crudo y gas (-12,3%), minerales metálicos (-19,5%) y no metálicos (-3,4%). Por su parte, la producción de carbón creció 2,8%. Es importante señalar que la minería ha sufrido una reestructuración de su aparato productivo como respuesta a la fuerte caída de los precios internacionales de estos productos de dos años atrás, y el descenso en la inversión en proyectos de largo plazo.

2. Perspectivas de la actividad económica para el resto de 2017

Los resultados observados en el primer semestre del año para los diferentes indicadores de actividad económica sugieren que en todo 2017 la economía colombiana presentará un dinamismo más débil que el 2016. Se espera que la desaceleración económica haya tocado fondo en la primera mitad del año y que se recupere un poco en la segunda.

A pesar de que la economía global está creciendo, en meses recientes ha aumentado la probabilidad de ocurrencia de algunos riesgos a la baja en el contexto internacional, que tendrían repercusiones sobre el crecimiento interno, y los cuales ya habían sido contemplados por el equipo técnico. En principio, existe la posibilidad de que la demanda externa, en particular de los socios de la región, sea débil, al tiempo que los comportamientos recientes de los precios internacionales de las materias primas exportadas por Colombia permiten esperar un nivel de términos de intercambio menos favorable que el implícito en las proyecciones presentadas en el anterior *Informe*. Asimismo, la perspectiva de posturas de política monetaria menos laxas en las economías avanzadas podría significar un aumento del costo del financiamiento para Colombia y otros países emergentes en el corto y mediano plazos. La conjunción de todo lo anterior tendría efectos (tanto contemporáneos como futuros) sobre los niveles de tasa de cambio.

En meses recientes ha aumentado la probabilidad de ocurrencia de algunos riesgos bajistas tanto en el contexto externo como en el local.

Igualmente, se han incrementado algunos riesgos al crecimiento del PIB en el contexto local. Si bien se prevé que los diferentes choques de oferta que se observaron en 2016 (en particular el fenómeno de El Niño y el paro transportador) se hayan disipado completamente en 2017, otros factores, como una baja confianza de los agentes de la economía y un ritmo de crecimiento de las obras civiles más

A pesar de la desaceleración proyectada para el PIB colombiano de 2017, el aparato productivo presentaría un crecimiento más homogéneo entre sus componentes que en años anteriores.

bajo que el contemplado, actuarían como riesgos a la baja sobre la dinámica del producto.

El resultado de la coyuntura descrita es un pronóstico de la economía colombiana para 2017 que contempla un crecimiento más homogéneo entre sus componentes que en años anteriores, pero que al tiempo sería menor que los registros del año pasado. A pesar de la desaceleración del PIB, las proyecciones del equipo técnico del Banco de la República sugieren que el ajuste de la demanda interna habría tocado fondo en 2016, resultado (en parte) de los efectos acumulados del choque a los términos de intercambio de mediados de 2014 y del impacto rezagado del endurecimiento de la política monetaria entre septiembre de 2015 y julio de 2016; junto a que en el año en curso se daría una expansión baja de este componente del PIB, menor que su promedio histórico, pero mayor que la del año pasado. Este escenario supone que el proceso de sustitución de importaciones que se observó desde 2015 y se consolidó en 2016 se atenuaría este año. Así, la expansión de la demanda interna se apoyaría no solo en la utilización de oferta interna de bienes y servicios, sino igualmente en la oferta importada, en mayor intensidad que lo que sucedió el año pasado. Los resultados del PIB para los primeros tres meses del año confirmaron en alguna medida estos pronósticos.

Dado lo anterior, para lo que resta de 2017 se supone una dinámica del consumo público mayor que la registrada hacia finales de 2016, y algo por encima de la del primer trimestre del año. En este sentido, se proyecta un mayor gasto de recursos por parte de los gobiernos regionales y locales, así como un nivel de ejecución por parte de gobierno nacional central (GNC) consistente con lo contemplado en la regla fiscal. Así, el GNC seguiría ajustándose gradualmente a la caída de los términos de intercambio y al bajo dinamismo de la actividad económica, pero que al mismo tiempo honraría las necesidades de gasto derivadas de la implementación y mantenimiento de diferentes programas, según lo presentado en la versión más reciente del *Marco Fiscal de Mediano Plazo*.

Otro componente del PIB que registraría incrementos, sería la formación bruta de capital. En contraste con lo que se observó en 2016 (dado el rebalanceo de la economía colombiana, y la mayor demanda por importaciones derivada de la reducción del proceso de sustitución de compras externas), la inversión en bienes de capital, en particular de maquinaria para la industria y equipo de transporte, contribuiría al crecimiento de este rubro del PIB. No obstante, los crecimientos de estos renglones seguirían siendo significativamente menores que su promedio histórico. En este sentido, algunos factores, como la depreciación acumulada del peso y el rezago con el que operan sobre la economía los cambios de postura de política monetaria, limitarían sus posibilidades de expansión. Es importante señalar que las proyecciones del equipo técnico del Banco de la República suponen que la reducción de la carga tributaria a las firmas contemplada en la reforma tributaria de diciembre de 2016 tendría efectos positivos sobre la inversión, sobre todo a partir de 2018.

Para el año en curso se prevén aportes positivos del gasto público y de la inversión al crecimiento.

Las obras civiles mostrarían un mayor crecimiento que el de 2016, sustentado por los desembolsos de recursos para las vías de cuarta generación (4G) y un mayor dinamismo de gasto en infraestructura de gobiernos regionales.

Las obras civiles, por su parte, continuarían mostrando un mayor crecimiento frente a lo observado en 2016. En particular, la expansión de este rubro sería sustentada por el desembolso de recursos para los proyectos de vías de cuarta generación (4G) y por un mayor dinamismo del gasto en infraestructura por parte de los gobiernos regionales y locales. No obstante, la incertidumbre asociada con estos es alta, por lo que los riesgos al crecimiento de las obras civiles para lo que resta de 2017 son a la baja.

En contraste, la inversión en construcción de edificaciones, tanto residenciales como no residenciales, no aportaría de manera significativa al crecimiento de la formación bruta de capital. Si bien se anticipan contribuciones positivas por la consolidación de los planes de vivienda social del GNC y por el efecto expansivo de los subsidios a la tasa de interés para compra de vivienda nueva en los estratos bajo y medio, la dinámica del segmento de vivienda diferente a la de interés social limitaría las posibilidades de expansión en el sector de edificaciones.

Para todo 2017 también se proyecta una leve desaceleración para el consumo privado con respecto a lo observado en 2016. Este menor desempeño previsto obedecería, entre otros factores, a los efectos negativos que generó la entrada en vigencia de la reforma tributaria, en particular el aumento del IVA y el deterioro de la confianza de los hogares.

Por el lado de la oferta, la industria manufacturera tendría un crecimiento positivo, pero muy bajo. Su desempeño dependerá de la recuperación de la demanda interna y de los socios comerciales que compran bienes de origen industrial. Al tiempo, las actividades agrícolas gozarían de mejores condiciones climáticas y precios favorables, con lo que se puede esperar un buen comportamiento. No obstante, dados los altos niveles observados en la segunda mitad de 2016, no se espera que se repita el significativo rebote anual del primer trimestre de 2017 (7,7%).

Las estimaciones del equipo técnico del Banco de la República sugieren que en 2017 la producción de bienes y servicios transables seguiría recuperándose, en parte por los efectos de la depreciación acumulada del peso. Hay que tener en cuenta que las caídas de la producción minera y petrolera hacia la segunda mitad del año serían menores que las observadas en 2016 y el primer trimestre de 2017.

Por otro lado, se estima que el crecimiento esperado de las obras civiles seguirá estimulando la producción no transable y contribuirá de manera importante al crecimiento del PIB de este y el próximo año. Es importante señalar que este sector tiene encadenamientos productivos con ramas como la industria y el transporte, lo que contribuye de manera importante a la expansión del agregado nacional.

Así las cosas, la proyección para el crecimiento del producto en el escenario más probable se ubica en 1,8% en un intervalo de 0,8% al 2,6%²³. El balance de riesgos sigue sesgado a la baja. Los principales riesgos en esa dirección están asociados

En 2017 el consumo privado se desaceleraría frente al año pasado.

23 Este pronóstico se revisará en el próximo Informe sobre Inflación.

El balance de riesgos del crecimiento del PIB está sesgado a la baja.

con un menor crecimiento de nuestros socios comerciales, lo cual afecta de manera importante el comercio no tradicional. Asimismo, frente a lo contemplado en el escenario central de pronóstico, podrían ser mayores los efectos del aumento del IVA en 2017 sobre el consumo privado. Por otro lado, la inversión pública podría presentar un menor dinamismo que el contemplado en el escenario central, lo que dependerá de la eficiencia en la ejecución, en particular en lo relacionado con los cronogramas de las obras civiles de cuarta generación (4G).

Los principales riesgos alcistas están relacionados con un impulso de la depreciación acumulada del peso a la producción transable mayor que el contemplado en el escenario central de pronóstico. Tampoco se descarta un mayor crecimiento de la inversión privada debido a los incentivos de la reforma tributaria. Asimismo, pese al cambio de postura monetaria en los Estados Unidos, la percepción de bajas tasas de interés internacionales podría incentivar la entrada de flujos de capital y de inversión extranjera en un entorno en el cual las materias primas han mostrado alguna recuperación frente a los niveles mínimos alcanzados hace algunos trimestres.

B. MERCADO LABORAL

Pese a que desde hace varios trimestres se observa un débil desempeño económico, el mercado laboral no ha sufrido un deterioro importante con indicadores a nivel nacional, con lo cual el comportamiento durante el primer semestre de 2017 ha sido mejor que el esperado en el *Informe al Congreso* anterior. No obstante, a nivel de las 13 áreas metropolitanas más importantes, este hecho es menos claro. La resiliencia del mercado laboral a la desaceleración económica en los últimos dos años es un fenómeno con pocos antecedentes en la economía colombiana, como se examina con algún detalle en el Recuadro 1 del presente *informe*.

Después de caer durante varios años, las tasas de desempleo (TD) para el total nacional y las 13 áreas se mantuvieron estables en niveles mínimos, entre 2015 y la primera mitad de 2016. Esto sucedió en un entorno en el que la tasa de ocupación (TO) y la tasa global de participación (TGP)²⁴ presentaron dinámicas similares en ambos dominios geográficos. Sin embargo, desde un año atrás, y en particular durante el primer semestre de 2017, este comportamiento cambió para el total nacional, debido a una tendencia creciente en la TO.

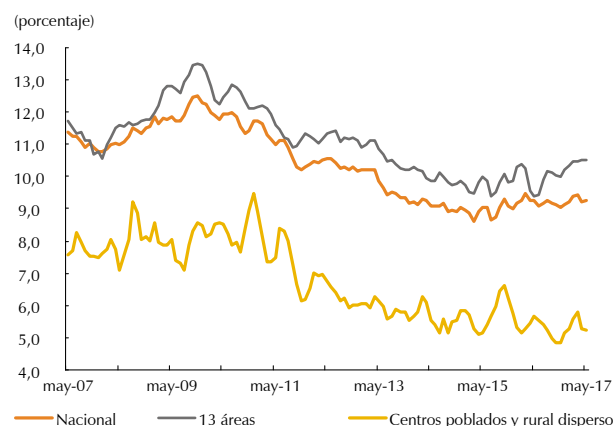
En este entorno, buena parte de los salarios nominales se están ajustando a tasas significativamente superiores a la meta de inflación, lo que, como se explica más adelante, puede obedecer a la activación de mecanismos de indexación.

El mercado laboral no ha exhibido un importante deterioro, a pesar del débil desempeño económico reciente.

24 La tasa de ocupación (TO) es la relación porcentual entre la población ocupada y el número de personas que integran la población en edad de trabajar (PET). La tasa global de participación (TGP) es la relación porcentual entre la población económicamente activa (PEA) y la población en edad de trabajar. La tasa de desempleo (TD) es la relación porcentual entre el número de personas que están buscando trabajo, y el número de personas que integran la fuerza laboral (PEA). Fuente: DANE.

Las series del mercado laboral presentan estacionalidad, es decir que sus valores son sistemáticamente más altos o bajos dependiendo de la época del año. Por tanto, debe corregirse este fenómeno mediante técnicas estadísticas para poder hacer comparaciones entre meses del mismo año. Por tal razón, las series que se presentan en esta sección son desestacionalizadas.

Gráfico 12
Tasa de desempleo
(trimestre móvil desestacionalizado)



Fuente: DANE (GEIH).

1. Desempleo

De acuerdo con la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) del DANE, la TD nacional no ha presentado cambios de importancia en lo corrido de 2017. Entre enero y mayo dicho indicador se ubicó en promedio en 9,3%, valor que también tuvo en igual período del año anterior. El trimestre móvil²⁵, corregido por estacionalidad, muestra también estabilidad en el último año. No obstante, la TD de las trece áreas metropolitanas más importantes sí exhibió una tendencia creciente en los primeros meses del año, al igual que la de las zonas rurales²⁶, aunque en este último dominio geográfico se observó una corrección significativa con los datos de abril y mayo (Gráfico 12).

2. Oferta y demanda por empleo

Las variaciones en la TD se explican por la dinámica de la demanda laboral, representada por la tasa de ocupación (TO), y por la de su correspondiente oferta, expresada por la tasa global de participación (TGP). La estabilidad de la TD nacional en lo corrido de 2017 es consecuencia de aumentos moderados tanto en la TO como en la TGP (Gráfico 13, panel A). En las trece áreas, no obstante, el aumento de la TD en los cinco primeros meses del año fue el resultado de un deterioro de la TO que no fue compensado por la caída en la TGP (Gráfico 13, panel B).

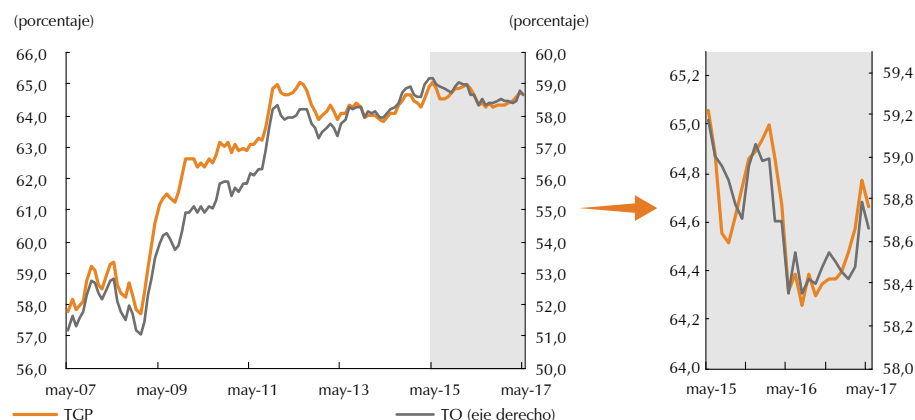
En el caso del total nacional, el incremento de la TO refleja la aceleración en el ritmo de crecimiento del empleo en lo corrido de 2017. Algo similar sucedió en el total de las cabeceras urbanas distintas de las 13 principales áreas metropolitanas, en las cuales el empleo se encuentra estancado desde hace varios meses. En el total nacional, en las cabeceras y en las zonas rurales, el empleo creció en promedio 1,0% anual en el período enero-mayo, mientras que en las trece áreas lo hizo un 0,2% (Gráfico 14).

²⁵ Las series de trimestre móvil tienen errores menores con respecto a las series mensuales, por lo que presentan una menor incertidumbre.

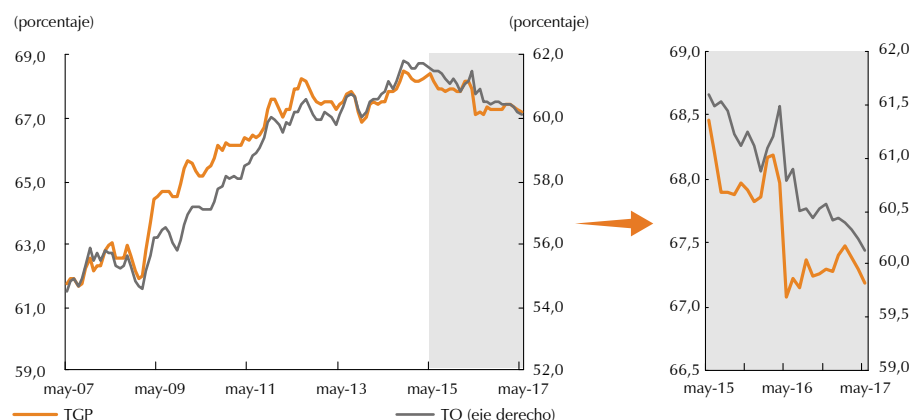
²⁶ La categoría “zonas rurales” hace referencia al dominio geográfico “centros poblados y rural disperso” definido por el DANE.

Gráfico 13
Tasa global de participación (TGP) y tasa de ocupación (TO)
(series desestacionalizadas)

A. Total nacional



B. Trece áreas



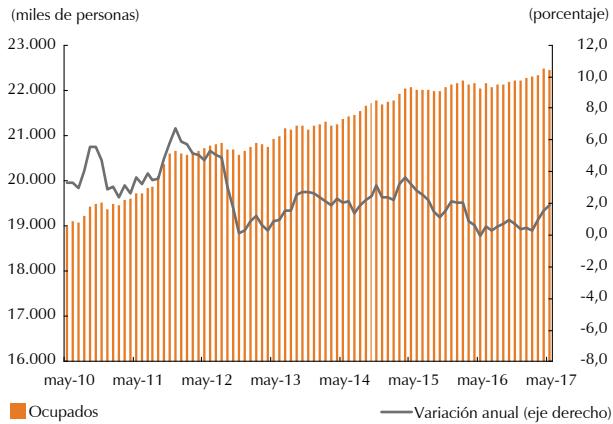
Fuente: DANE (GEIH).

Llama la atención el buen desempeño del mercado laboral en las cabeceras municipales sin las trece áreas metropolitanas más importantes en lo corrido del año. Allí la TD trimestre móvil se ubicó en promedio en 8,8% entre enero y mayo, cuando fue del 9,1% en el mismo período de 2016. Desde marzo dicha tasa registra descensos anuales significativos. Esta situación obedece a incrementos en la TO que han superado los aumentos en la TGP durante los últimos meses, y explica el buen desempeño de la TD nacional, a pesar de su deterioro reciente en las trece ciudades.

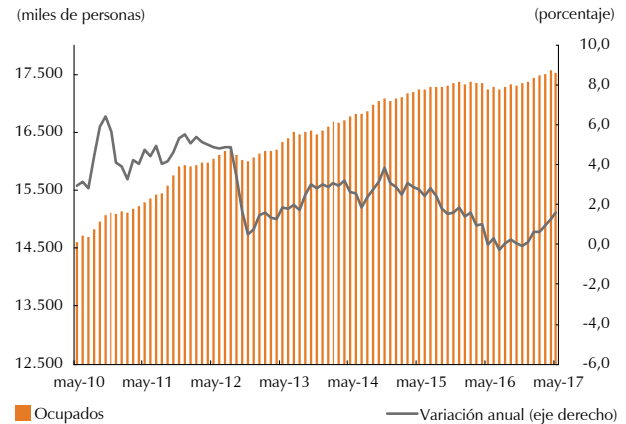
Según la GEIH, las ramas de actividad que más han aportado al crecimiento promedio del empleo nacional en los primeros cinco meses de 2017 fueron industria manufacturera; actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler; y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca.

Gráfico 14
Número de ocupados
(series desestacionalizadas)

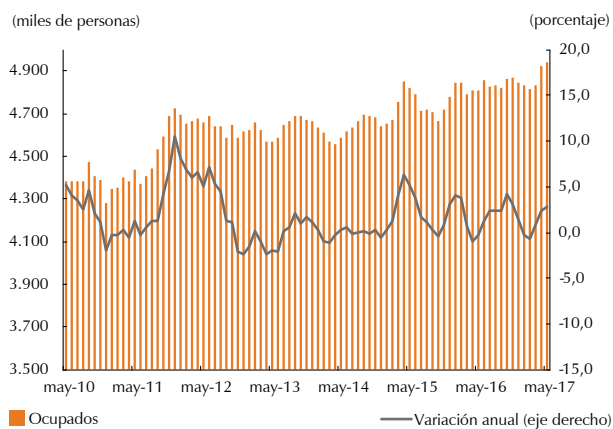
A. Total nacional



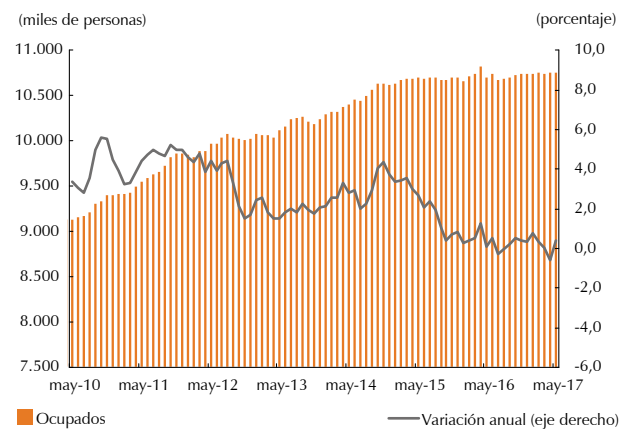
B. Cabeceras urbanas



C. Áreas rurales



D. Trece principales áreas metropolitanas



Fuente: DANE (GEIH).

3. Calidad del empleo

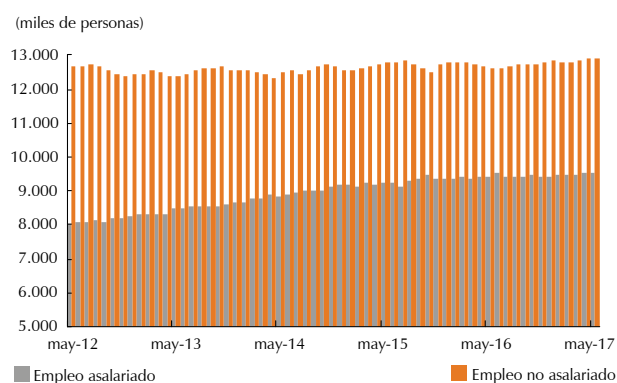
Con cifras a mayo, la debilidad de la economía en el primer semestre no ha venido acompañada de un deterioro sobresaliente en la calidad del empleo, medida con el número de trabajadores asalariados y formales²⁷ (en el sombreado de la p. 41 se presenta una discusión sobre las distintas medidas de informalidad). Los incrementos de la formalidad y del empleo asalariado suelen asociarse con avances en materia de calidad, puesto que los trabajadores de este tipo disfrutaban de una mayor estabilidad laboral, remuneraciones más altas y un mayor acceso al crédito, factores que, a su vez, impulsan la confianza y el consumo de los hogares.

²⁷ Se considera asalariado a todo trabajador u obrero de empresas particulares y del Gobierno. Por su parte, un trabajador formal es aquel que está empleado en una empresa de más de cinco trabajadores (según la definición del DANE y de la Organización Internacional del Trabajo). Cuando el texto se refiere a trabajadores formales y asalariados, lo hace con respecto a los que cumplen ambas condiciones.

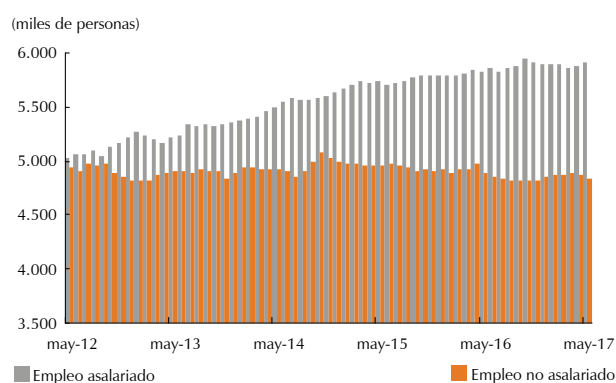
En el total nacional el número de asalariados aumentó en promedio 1,2% anual en el período enero-mayo de 2017, mientras que el de no asalariados creció 0,9% anual. Para las trece áreas, el empleo asalariado creció en promedio 1,2% anual, en tanto que el no asalariado cayó 1,0% anual. No obstante, entre finales del año anterior y comienzos de 2017 en las zonas urbanas se observó una reducción marginal en el número de asalariados (Gráfico 15). Por su parte, también en las trece áreas el porcentaje formal de la fuerza laboral se ubicó en el trimestre móvil terminado en mayo en 53,3%, frente a la cifra de 52,4% del mismo mes del año anterior.

Gráfico 15
Empleo por tipo de ocupación
(trimestre móvil desestacionalizado)

A. Total nacional



B. Trece áreas



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

MEDIDAS DE INFORMALIDAD

Las medidas más comunes de la informalidad se basan en dos criterios: el tamaño de la firma, por un lado, y el cumplimiento del marco regulatorio, por el otro¹. En particular, estos criterios dan lugar a tres medidas. La primera, adoptada por el DANE y fundamentada en resoluciones de la OIT, organismo de las Naciones Unidas², considera como

informales a los empleadores y trabajadores en empresas de hasta cinco trabajadores, los trabajadores familiares sin remuneración, los trabajadores sin remuneración en empresas o negocios de otros hogares, los empleados domésticos, los jornaleros o peones, y los trabajadores por cuenta propia que laboran en establecimientos hasta de cinco personas, excepto los independientes profesionales (DANE, 2009). La segun-

1 Uribe et al. (2016) presentan un análisis más detallado de las medidas de informalidad, sus causas y consecuencias.

2 Según la OIT (2013), “el empleo informal se define como compuesto de: (a) Trabajadores por cuenta propia y empleadores que trabajan en sus propias empresas del sector informal, es decir, empresas de hogares que no están constituidas en sociedad, con al menos una parte de la producción destinada al mercado, que no están registradas o en que el número de asalariados es reducido (p. ej., menos de cinco asalariados); (b) Todos los trabajadores familiares auxiliares; (c) Los asalariados

que ocupan empleos informales, es decir, los asalariados que no están protegidos por el derecho del trabajo o cubiertos por la seguridad social como asalariados o que no tienen derecho a otros beneficios del empleo como vacaciones anuales pagadas o licencia por enfermedad; (d) Los miembros de cooperativas de productores informales (no constituidas como entidades legales); y (e) Los trabajadores por cuenta propia que producen bienes exclusivamente para el uso final propio de su hogar (si están ocupados)”.

da medida tiene en cuenta las contribuciones a salud; bajo esta definición, la informalidad corresponde a la razón entre los trabajadores que no cotizan a salud y la población ocupada. Finalmente, la tercera medida considera las contribuciones a pensiones y corresponde a la fracción de trabajadores ocupados que no cotizan a pensión.

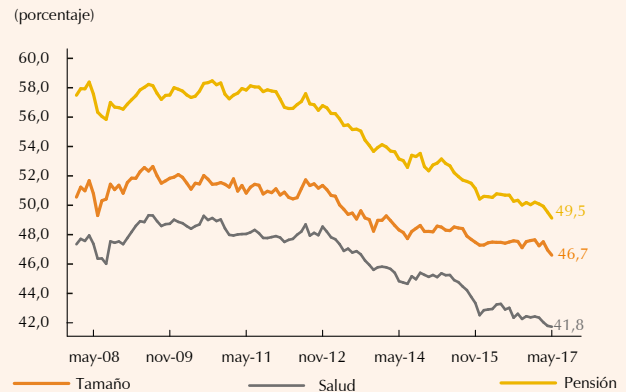
La tasa de informalidad ha presentado una tendencia decreciente desde mediados de 2012, tanto para el total nacional como para las trece principales ciudades, especialmente cuando se analizan las medidas relacionadas con el cumplimiento del marco regulatorio; esto es, por cotización a salud o pensión (Gráfico A). Este resultado, en parte, se explica por la reforma tributaria de 2012 (Ley 1607), la cual redujo de forma considerable los impuestos a la nómina, al trasladar esta carga a impuestos de tipo corporativo³.

En el trimestre móvil terminado en abril de 2017, para el dominio nacional, la tasa de informalidad se encuentra en un rango entre 57% y 63%, dependiendo de la definición usada, mientras que en las trece principales ciudades oscila entre 42% y 50%. Para todo el período, la informalidad por contribución a pensión muestra las mayores tasas y la definición por contribución a salud las menores. La variación anual de la tasa de informalidad del trimestre móvil terminado en abril de 2017 aún es negativa para las mediciones relacionadas con el cumplimiento del marco regulatorio (cotización a salud y pensión). No obstante, se observa que con la definición de tamaño de la empresa (comúnmente usada) la tasa de informalidad ha presentado una reducción menor que el de las otras medidas a lo largo de los últimos años, y en el último año se ha mantenido estable.

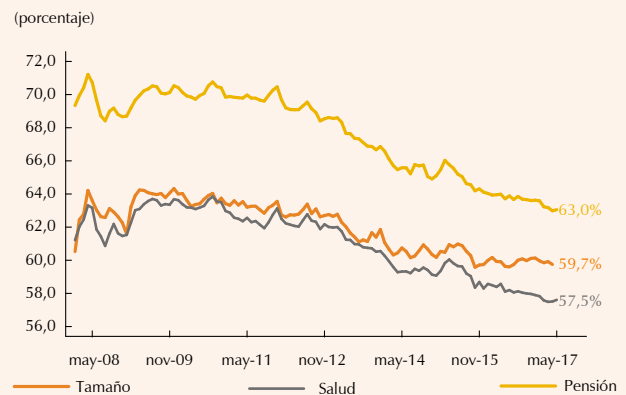
Finalmente, Uribe *et al.* (2016) resumen algunas de las causas y consecuencias de la informalidad encontradas en la literatura. Dentro de las principales causas estructurales de la informalidad se resaltan los altos impuestos a la renta, que reducen los incentivos a la formalidad, además de factores institucionales como el salario mínimo y la baja productividad de la mano de obra, entre otras. Por otra parte, dentro de las principales consecuencias se encuentran la menor acumulación de capital, la menor protección laboral, la menor acumulación de conocimiento, y los menores incentivos para adelantar programas de investigación y desarrollo; entre otros.

Gráfico A
Tasa de informalidad
(trimestre móvil desestacionalizado)

1. Trece ciudades



2. Total nacional



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

Referencias

Banco de la República, (2016). "Tercer informe trimestral de mercado laboral 2016: impacto de la reforma tributaria de 2012 sobre la informalidad.", Reportes del Emisor, núm. 208, septiembre.

Departamento Administrativo Nacional de Estadística (2009). "Metodología informalidad Gran encuesta integrada de hogares (GEIH)", consultado en: http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/ech/ech_informalidad/metodologia_informalidad.pdf

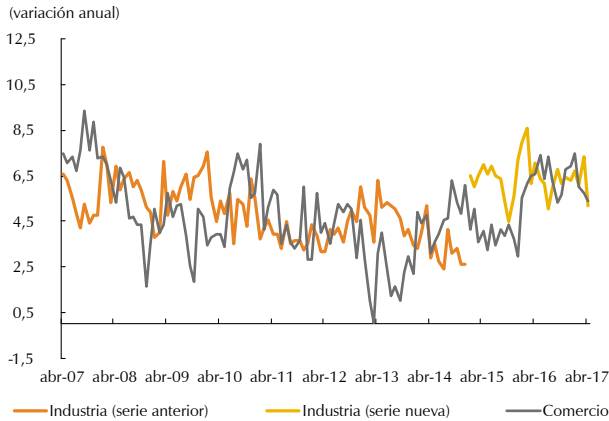
Organización Internacional del Trabajo (2013). "La medición de la informalidad: manual estadístico sobre el sector informal y el empleo informal", consultado en: http://ilo.org/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---dcomm/--publ/documents/publication/wcms_222986.pdf

Uribe, J. D. (2016). "Informalidad laboral: ¿Qué hemos aprendido y qué falta?", Revista del Banco de la República, vol. LXXXIX, núm. 1060, pp. 5-24, consultado en: http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/rbr_1060.pdf

3 El Banco de la República (2016) reporta los resultados de varios estudios que encuentran un efecto significativo de la reforma en la disminución de la informalidad.

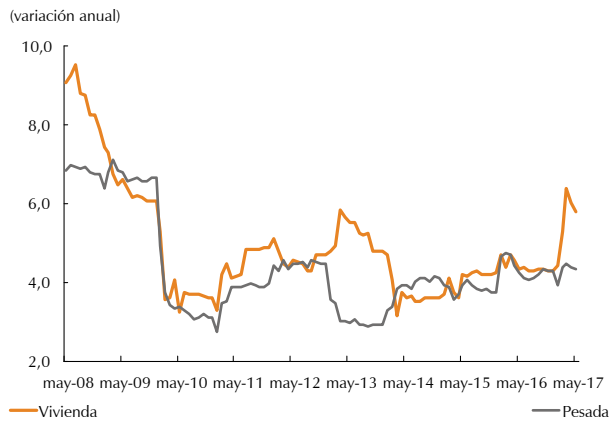
Gráfico 16
Índices de salarios nominales

A. Industria y comercio



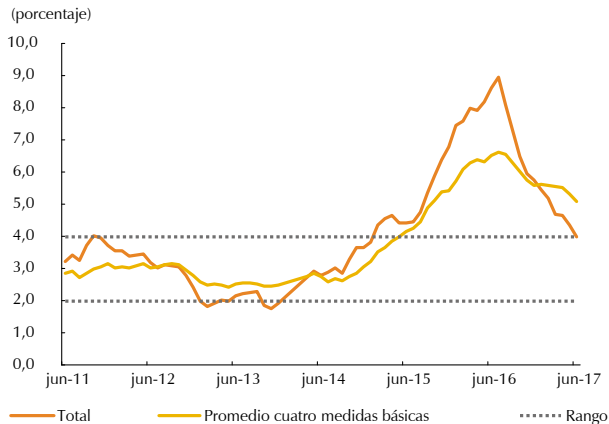
Fuente: DANE (MMCM y MMM); cálculos Banco de la República.

B. Construcción pesada y de vivienda



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

Gráfico 17
Inflación total al consumidor e inflación básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

4. Costos laborales y salariales

La información disponible sugiere que buena parte de los ajustes salariales observados en lo corrido del año se han ubicado por encima del límite superior del rango meta de inflación. En particular, entre enero y abril los salarios nominales del comercio presentaron un incremento promedio de 6,1% anual y los de la industria uno de 6,3%. Sin embargo, estos ajustes anuales tuvieron descensos importantes en abril, al ubicarse en 5,4% para el caso del comercio y en 5,2% para el de la industria. Por su parte, entre enero y mayo los salarios nominales de la construcción pesada y de vivienda registraron expansiones anuales de 4,3% y 5,6%, respectivamente (Gráfico 16). El hecho de que los salarios se sigan ajustando a tasas significativamente superiores a la meta de inflación durante el inicio de 2017 también puede estar explicando la persistencia de la inflación (en particular la básica) en el primer semestre del año.

C. INFLACIÓN

Acorde con lo esperado, la inflación anual al consumidor en Colombia mantuvo una tendencia decreciente durante todo el primer semestre del año. A junio la cifra fue de 3,99%, 176 pb por debajo del registro de diciembre de 2016 y significativamente menor que el máximo reciente alcanzado en julio de ese mismo año (8,97%) (Gráfico 17, Cuadro 4). Como se esperaba, a lo largo de estos meses la inflación anual siguió recibiendo la influencia bajista de la disolución de los choques de oferta (fenómeno de El Niño, paro camionero y depreciación del peso) que se presentaron en los dos años anteriores. Además, la debilidad de la demanda tendió a frenar las alzas de precios de algunos bienes y servicios. Sin embargo, a comienzos de año también hubo factores, como el aumento de los impuestos indirectos y el ajuste de los salarios, que generaron presiones al alza en varios precios y que atenuaron la tendencia decreciente de la inflación

Un comportamiento a la baja, aunque menos marcado, también se observó en el caso de la inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República. Dicho promedio se situó en junio en 5,09% frente a un dato de 5,60%

Cuadro 4
Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica
(porcentaje)

Descripción	Ponderación	Dic-16	Ene-17	Feb-17	Mar-17	Abr-17	May-17	Jun-17
Total	100,00	5,75	5,47	5,18	4,69	4,66	4,37	3,99
Sin alimentos	71,79	5,14	5,26	5,17	5,13	5,60	5,35	5,12
Transables	26,00	5,31	5,37	5,75	5,59	5,35	4,88	4,41
No transables	30,52	4,85	4,83	5,06	5,33	5,22	5,25	5,21
Regulados	15,26	5,44	5,93	4,55	4,05	6,75	6,24	6,01
Alimentos	28,21	7,22	5,97	5,21	3,65	2,49	2,09	1,37
Perecederos	3,88	(6,63)	(10,15)	(9,60)	(13,09)	(14,47)	(14,13)	(14,72)
Procesados	16,26	10,74	9,38	7,69	6,28	5,12	4,39	3,29
Comidas fuera del hogar	8,07	8,54	9,26	9,31	8,94	8,08	7,79	7,62
Indicadores de inflación básica								
Sin Alimentos		5,14	5,26	5,17	5,13	5,60	5,35	5,12
Núcleo 20		6,18	6,18	6,03	6,01	5,84	5,59	5,31
IPC sin perecederos, ni combustibles ni servicios públicos		6,03	5,95	5,74	5,61	5,37	5,29	5,07
Inflación sin alimentos ni regulados		5,05	5,06	5,35	5,44	5,28	5,09	4,87
Promedio de los indicadores de inflación básica		5,60	5,61	5,58	5,55	5,52	5,33	5,09

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

en diciembre y de 6,61% en julio de 2016 (Gráfico 17). No todos los indicadores disminuyeron a lo largo del primer semestre del año, pues se observaron aumentos en las variaciones del índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos y del IPC sin alimentos ni regulados (Cuadro 4). Como se mencionará, lo anterior obedece, en parte, al hecho de que dichos indicadores fueron afectados a comienzos de año por un choque transitorio resultado del aumento del IVA y de otros impuestos indirectos.

1. La inflación en el primer semestre de 2017

Durante el primer semestre del año las presiones a la baja sobre la inflación se concentraron en el IPC de alimentos y en el de IPC de transables sin alimentos ni regulados. Por el contrario, las variaciones anuales del IPC de regulados y del de no transables sin alimentos ni regulados aumentaron, aunque en el segundo caso esta tendencia se revertió parcialmente en los últimos tres meses.

En este período continuaron diluyéndose los efectos de los choques de oferta que se presentaron desde mediados de 2014. Este ha sido el caso, en primer lugar, de las presiones alcistas asociadas con el fenómeno de El Niño que se presentaron desde mediados de 2015 y que alcanzaron su máximo nivel a mediados del año pasado, siendo además acentuados por el paro camionero. A partir del segundo semestre de 2016, con la normalización de las condiciones climáticas y el res-

En el primer semestre del año continuaron diluyéndose los efectos de los pasados choques alcistas sobre la inflación: el fenómeno de El Niño, el paro camionero y la depreciación del peso.

tablecimiento del transporte de carga, la oferta agropecuaria y su abastecimiento comenzaron a recuperarse. Esta tendencia se mantuvo en el primer semestre del año en curso y permitió el descenso de los precios de los alimentos perecederos o la moderación de sus ajustes. Con algún rezago, la disminución de estos precios también permitió el descenso de un ítem de gran importancia en la canasta al consumidor, como lo es el IPC de comidas fuera del hogar (que pesa 8,1% de dicha canasta), aunque su variación anual a junio seguía siendo alta (7,62%).

El otro choque de importancia cuyos efectos han desaparecido lentamente es el ocasionado por la fuerte depreciación acumulada del peso entre julio de 2014 y febrero de 2016. Este fenómeno, que se transmitió gradualmente a los precios al consumidor durante 2015 y buena parte de 2016, habría dejado de ejercer presiones alcistas desde finales del año pasado. A lo anterior ha contribuido la mayor estabilidad exhibida por el tipo de cambio en los últimos cuatro trimestres. En parte, gracias a ello la variación anual del IPC de transables sin alimentos ni regulados (la más sensible a los movimientos del tipo de cambio) continuó reduciéndose en el primer semestre y se situó en junio en 4,41% frente a un dato de 5,31% a finales de 2016.

Cabe señalar que el impacto final de la depreciación acumulada fue considerable, dada su magnitud (80,7% entre julio de 2014 y febrero de 2016). No obstante, el grado de transmisión a los precios al consumidor en relación con dicha depreciación ha sido relativamente bajo, tal y como se esperaba, y fue menor que el observado en otras economías de la región. Un amplio conjunto de bienes y servicios del IPC resultó afectado directa o indirectamente vía costos; sin embargo, el grueso de la transmisión se registró en la subcanasta de bienes y servicios transables.

Además del desvanecimiento de los choques de oferta, el descenso de la inflación en el primer semestre de 2017 también se explica por el aumento de la tasa de interés de intervención del Banco de la República entre septiembre de 2015 y julio de 2016 en 325 pb. Este ajuste a la postura de la política monetaria, que buscaba moderar el crecimiento de la demanda, acorde con la caída de los términos de intercambio y el consiguiente efecto negativo sobre el ingreso nacional, también repercutió en la formación de expectativas de mediano y largo plazos, interrumpiendo el aumento que registraban. Este hecho, a su vez, habría contribuido a moderar los incrementos de precios a comienzos de año, pese a la presencia de algunas presiones alcistas. Cabe señalar que, de acuerdo con los modelos del equipo técnico del Banco de la República, los movimientos en la tasa de interés de política tienen su mayor impacto sobre la inflación al consumidor con un rezago entre dos y ocho trimestres. Con un crecimiento bajo, como el que se estima para la primera mitad del año y como el previsto para todo 2017, según se explica en la sección A de este capítulo, la economía acumula unos excesos de capacidad productiva importantes. Usualmente, en estas condiciones los ajustes de precios tienden a moderarse o postergarse.

Si bien entre enero y junio primaron las presiones bajistas sobre los precios, también se presentaron algunas presiones al alza que impidieron que la desaceleración de la inflación fuera más marcada, sobre todo en el caso de la inflación básica.

El último ciclo de aumentos de la tasa de interés de intervención del Banco de la República ha contribuido al descenso de la inflación en el primer semestre del presente año.

A pesar de que primaron las presiones a la baja sobre la inflación durante lo corrido de 2017, existieron presiones alcistas destacables: la reforma tributaria y la activación de mecanismos de indexación.

Una de ellas fue la entrada en vigencia de la reforma tributaria y de la ley de licores que, al aumentar el IVA y crear e incrementar otros impuestos indirectos, golpeó los precios de un amplio conjunto de bienes de consumo. Como se esperaba, el impacto principal se sintió en el subgrupo del IPC de transables sin alimentos ni regulados (especialmente en los dos primeros meses de este año) y en el de regulados (por combustibles). La mayor parte de este impacto se presentó en enero. En buena parte, debido a ello, la tendencia decreciente, que había comenzado a mostrar la variación anual de transables sin alimentos ni regulados en los últimos meses de 2016 (gracias a las menores presiones cambiarias), se interrumpió en el primer trimestre de 2017 y presentó aumentos de alguna consideración (Cuadro 4).

Aunque resulta difícil medir la magnitud final del choque por el aumento de los impuestos indirectos sobre la inflación anual al consumidor, la información disponible sugiere que habría sido similar a lo estimado por el equipo técnico del Banco de la República y que era de un poco más de 50 pb.

Una segunda fuente de presiones sobre los precios al consumidor, que sugiere la existencia de una inercia inflacionaria en aumento, provino de la activación de mecanismos de indexación, lo cual, a su vez, pudo haber contribuido a ajustes salariales significativamente superiores a la meta del 3,0%. Por ejemplo, en el caso del salario mínimo, el ajuste fue de 7,0% (1,25 pp por encima de la inflación al cierre del año), lo cual habría tendido a generar presiones alcistas sobre los precios de una amplia gama de bienes y servicios intensivos en trabajo, dado el alto porcentaje de la población que lo devenga. Además, siendo un importante precio de referencia, también habría inducido alzas similares de otros salarios en sectores como el comercio y la manufactura, según se mostró en la sección B de este capítulo.

Es probable que los aumentos salariales a tasas entre 6,0% y 7,0% estén detrás del mayor ritmo de ajustes que se observó en los precios de varios servicios durante el primer semestre, como es el caso de los de educación y salud. Por otro lado, la existencia de mecanismos de indexación en casos como los de arriendos estaría explicando la aceleración (rezagada frente al aumento de la inflación) de la variación anual de este ítem que se observó a lo largo del semestre. Lo anterior ocurrió a pesar de la debilidad de la demanda y de lo que parece ser un aumento de la disponibilidad de vivienda para arriendo y venta.

2. Perspectivas para el resto de 2017 y para 2018

Para el segundo semestre se prevén aumentos de precios significativamente menores que los observados en la primera mitad del año, no solo por cuestiones estacionales sino también debido a que se espera que la demanda continúe siendo débil. Esto, siempre y cuando no se presenten presiones de importancia a causa de la depreciación del peso. A pesar de ello, debido a que la variación acumulada de precios entre enero y junio de este año asciende a 3,35%, no es improbable que la inflación anual al consumidor termine 2017 por encima del 4,0%.

Las proyecciones del Banco de la República indican que la inflación anual al consumidor retomará una clara tendencia decreciente en la primera mitad de 2018.

Hacia julio no se descarta un descenso de la inflación anual por debajo del 4,0%, gracias a una base de comparación favorable debido al gran aumento que se registró en el precio de los alimentos en julio de 2016 asociado con el fenómeno de El Niño y con el paro camionero, situación que no se presentaría este año, entre otras cosas por el buen desempeño de la oferta agropecuaria. Sin embargo, de acuerdo con los modelos del equipo técnico del Banco de la República, dicho descenso sería transitorio, pues no se pronostican caídas mensuales en el precio de los alimentos en los meses siguientes (de agosto a diciembre de este año) tan pronunciadas como las que se observaron en igual período del año pasado.

Adicionalmente, en el caso de los precios de servicios altamente indexados y afectados por los altos ajustes salariales (como son educación y salud), el grueso de los ajustes se dieron en los primeros meses del año y es improbable que estos se revertan en lo que queda de 2017, pese a la debilidad de la demanda. Algo similar sucede en el caso de los precios de bienes y servicios regulados, para los cuales tampoco se esperan alzas significativas en el segundo semestre, pero que ya acumulaban aumentos importantes de precios a mitad de año.

Así las cosas, las proyecciones del Banco de la República indican que la inflación anual al consumidor retomará una clara tendencia decreciente en la primera mitad de 2018, convergiendo hacia la meta del 3,0%. A pesar de que se prevé una recuperación del crecimiento, este sería inferior al potencial de la economía y, por tanto, todavía existirán importantes excesos de capacidad productiva, lo cual permite prever escasas presiones de demanda sobre los precios. Por otro lado, de verificarse un aumento lento de las tasas de interés externas y un precio internacional del petróleo no muy diferente del que se observa hoy en día, no deberán presentarse presiones sobre el tipo de cambio, lo que debe limitar los aumentos de costos y de precios de los transables en general.

A lo anterior se suma el hecho de que en los tres primeros meses de 2018 debe desaparecer el efecto del choque por aumento de impuestos indirectos a comienzos del año en curso. Como se ha explicado en informes previos, el aumento de impuestos indirectos constituye un choque por una sola vez sobre el nivel de precios, que permanece en la inflación anual por un año, al cabo del cual se diluye rápidamente. Así, en el primer trimestre del próximo año se espera una disminución de la inflación anual al consumidor de importancia, lo que obedecería en buena parte a este fenómeno.

Las expectativas de inflación seguirán contribuyendo a mantener la convergencia hacia la meta.

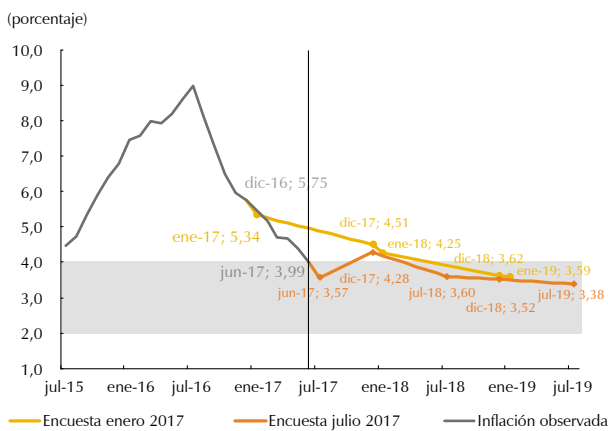
Las expectativas de inflación seguirán contribuyendo a mantener la convergencia hacia la meta, como se desprende del hecho de que, según las diferentes mediciones, estas han venido descendiendo y se encuentran por debajo del 4,0% para horizontes de mediano y largo plazos. En efecto, de acuerdo con las expectativas obtenidas de la encuesta mensual a analistas de julio, la inflación esperada a uno y dos años es de 3,60% y 3,38%, respectivamente. De igual manera, la encuesta trimestral a empresarios, sindicatos y académicos (aplicada en julio) indica unas expectativas de inflación a estos plazos de 3,95% y 3,85%. Por su parte, las mediciones obtenidas de la curva de TES muestran que las expectativas de inflación

promedio de junio 2017 para dos, tres y cinco años son, en su orden, 2,96%, 3,08% y 3,21%. Por último, con datos al 30 de junio, la estimación de la inflación anual utilizando la curva *forward break even inflation* (FBEI) para los años 2018, 2019 y 2020 es de 3,25%, 3,35% y 3,41% (Gráfico 18).

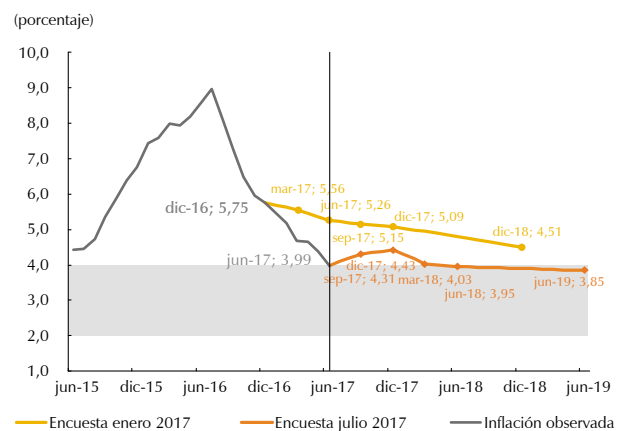
Finalmente, en la medida en que la inflación al consumidor debe terminar alrededor del 4,0% en diciembre de 2017, lo que corresponde a una cifra sustancialmente menor que la observada un año atrás (5,75%), el ajuste de precios en el caso de los bienes y servicios más indexados tenderá a efectuarse a una tasa menor que en 2017. Esto debe contribuir a mantener una tendencia decreciente en el caso de la inflación básica desde el comienzo de 2018. Además, este hecho, junto con la presencia de un mercado laboral holgado, deberá conducir a ajustes de salarios para 2018 menores que los observados en 2017, lo cual también contribuye a reducir las presiones de costos sobre los precios al consumidor.

Gráfico 18
Expectativas de inflación

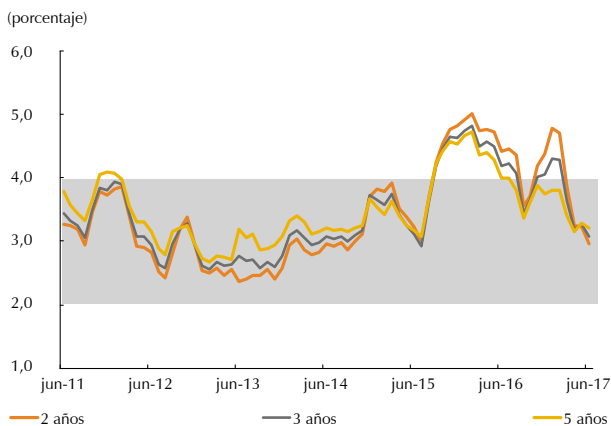
A. Promedio de expectativas obtenidas de la encuesta mensual a analistas financieros



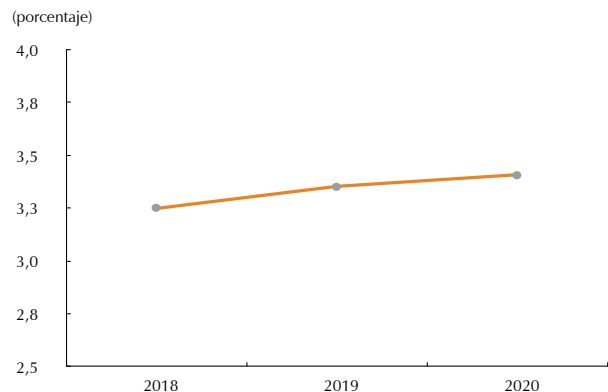
B. Promedio de expectativas obtenidas de la encuesta trimestral a empresarios, sindicatos y académicos



C. *Break even inflation* (BEI) a dos, tres y cinco años ^{a/}



D. Obtenidas de la curva *forward break even inflation* (FBEI) ^{b/}



a/ Promedio mensual.

b/ Cálculos con datos al viernes 30 de junio de 2017.

Fuente: Banco de la República.

En la actualidad, los riesgos que pesan sobre estos pronósticos siguen principalmente sesgados a la baja. En el caso de los precios de los alimentos, no se descarta que unas condiciones óptimas en el clima, junto con los altos precios del pasado reciente, sigan estimulando la oferta y conduzcan a ajustes menores que los previstos. De ser así, es posible que la variación anual del IPC de alimentos para la segunda mitad de 2017 sea menor que la contemplada en el pronóstico central, lo que permitiría una convergencia más rápida de la inflación al consumidor hacia la meta del 3,0%.

Es posible también que el escaso dinamismo previsto para la actividad económica en los próximos trimestres induzca menores ajustes de precios que los previstos en el escenario central, sobre todo en el caso del IPC de transables y de algunos componentes del IPC de no transables.

Con respecto a los riesgos al alza, una depreciación mayor del tipo de cambio en los próximos trimestres que la utilizada en los modelos de pronóstico de la inflación puede disminuir el ritmo de convergencia a la meta, tanto por su impacto directo como por el efecto que puede tener sobre las expectativas de inflación y sobre la intensidad de la indexación. Una situación como esta podría darse ante una reducción de los precios del petróleo y otras materias primas exportadas por el país o un aumento de las tasas de interés internacionales más rápido que el esperado.

D. TASAS DE INTERÉS Y SECTOR FINANCIERO

El principal instrumento de política monetaria que tiene el Banco de la República es la tasa de interés de referencia (tasa repo a un día). Los ajustes a esta tasa afectan las tasas de interés de mercado a diferentes plazos y los precios de los activos de la economía y, de esta forma, influyen en las expectativas de los agentes y en sus decisiones de gasto e inversión. Por lo anterior, es importante monitorear si los cambios en la tasa de interés de referencia se están transmitiendo a las tasas de interés de la economía de forma adecuada.

Durante el primer semestre, las reducciones en la tasa repo a un día se han traspasado con distinta intensidad a las tasas de interés de los depósitos (tasas pasivas o de captación) y a la de los préstamos (tasas activas o de colocación). Este traspaso ha sido más alto en las tasas de interés de créditos a las empresas que en las tasas cobradas a los hogares (ver Recuadro 2).

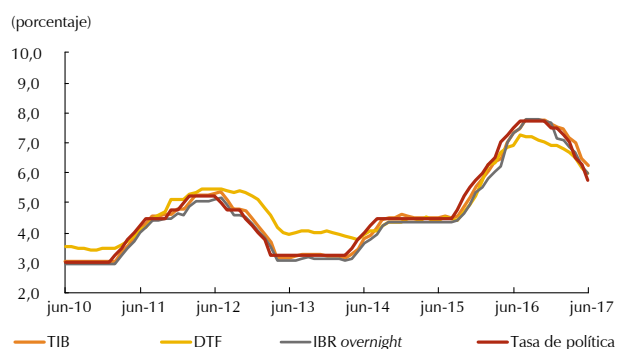
Las reducciones en la tasa de interés del Banco de la República se han traspasado a las tasas de interés de los depósitos y a las de los préstamos, aunque con distintas intensidades.

Por otra parte, la desaceleración de la economía se ha reflejado en los balances de los establecimientos de crédito. Los pasivos sujetos a encaje y la cartera (que es el componente más importante del activo) crecieron a tasas bajas, en comparación con lo observado en los últimos años. El menor dinamismo de la cartera se explica principalmente por el comportamiento de la comercial, la cual decrece a tasas reales; la cartera dirigida a los hogares mantiene una buena dinámica con aumentos superiores a la inflación y al crecimiento del PIB nominal.

La reducción en las tasas de interés de créditos comerciales, junto con la desaceleración de esta cartera, sugieren que la demanda de este tipo de crédito se ha debilitado, y que su menor ritmo de aumento no obedece a restricciones de oferta por parte de los bancos. Esto, a pesar del deterioro en los indicadores de calidad de la cartera observados desde mediados del año pasado.

1. Comportamiento de las tasas de interés durante lo corrido de 2017

Gráfico 19
Tasa de interés de intervención del Banco de la República, IBR *overnight*, tasa interbancaria (TIB) y DTF^{a/}



a/ La tasa de política corresponde a la establecida por la JDBR en la reunión del mes; las demás tasas corresponden a las promedios del mes (ponderadas por monto).
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

a. Tasas de interés bancarias

Desde diciembre de 2016 la JDBR inició un ciclo de reducciones de su tasa de interés de referencia. Así, la tasa de política pasó de 7,75% en noviembre de 2016 a 5,75% en la reunión de junio de 2017 (Gráfico 19). Estos descensos, en parte anticipados por el mercado, se han transmitido con diferente intensidad a las tasas de mercado, principalmente a las tasas de los depósitos y a las de créditos comerciales, y en menor medida a las de los préstamos hipotecarios. Similar a lo observado en otros períodos de reducciones de tasas de interés de política, las tasas de los créditos de consumo todavía no han reaccionado (Recuadro 2).

Los descensos en la tasa de política se transmitieron a las tasas de corto plazo. En el período de reducción de la tasa repo a un día, la tasa de interés interbancaria al mismo plazo (TIB) y el indicador bancario de referencia (IBR) *overnight* tuvieron caídas similares (Gráfico 19). En las mismas fechas, las de captación disminuyeron un poco menos, en parte porque ya venían presentando descensos desde el último trimestre de 2016. En lo corrido del año las tasas de plazos más largos se han reducido más que las de corto plazo (Recuadro 2).

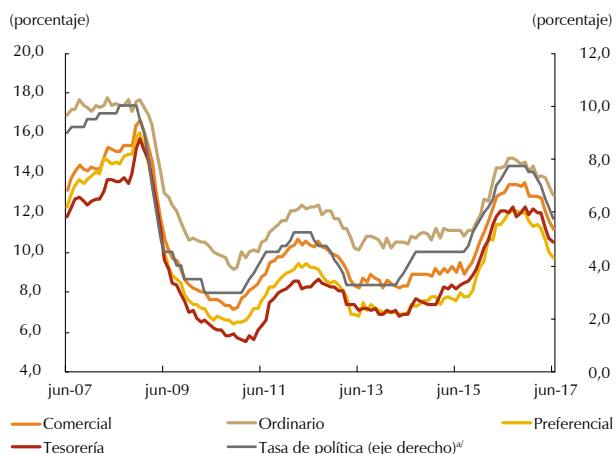
Las tasas de interés de los préstamos a las empresas en todas las modalidades (ordinario, tesorería y preferencial), han registrado caídas más fuertes que los descensos en la tasa de interés de referencia. En los créditos a hogares la transmisión ha sido más débil: las tasas de interés de crédito hipotecario han descendido menos que la repo a un día, mientras que en las tasas de consumo apenas en junio se comenzó a observar una leve reducción (Gráfico 20 y Cuadro 5).

En las tasas activas, al descontar el promedio de varias medidas de expectativas de inflación²⁸ (tasas de interés reales *ex ante*), las tasas comerciales han caído desde sus máximos registrados en el tercer trimestre del año pasado. Por su parte, las tasas de créditos a los hogares han aumentado frente a sus niveles observados al cierre de 2016. A junio de 2017 todas las tasas reales calculadas con

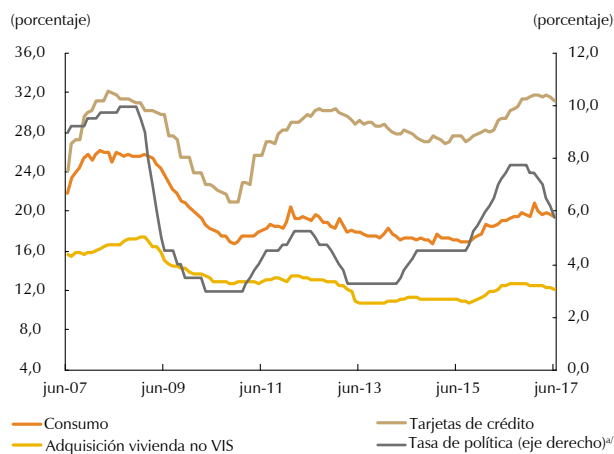
28 Específicamente, si se descuenta el promedio de cinco medidas de expectativas de inflación: a un año obtenida de la encuesta a analistas financieros, a un año obtenida de la encuesta trimestral de expectativas económicas, *break even inflation* a dos y tres años y *forward break even inflation* de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

Gráfico 20
Tasas de interés nominales de los créditos

i. Créditos a las empresas



ii. Créditos a los hogares



a/La tasa de política corresponde a la establecida por la JDBR en la reunión del mes; las demás tasas corresponden a las promedio del mes (ponderadas por monto).
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Cuadro 5
Transmisión de la tasa de política a las principales tasas de interés nominales del sistema financiero (porcentaje)

Fecha	Tasa de política ^{a/}	Tasas pasivas ^{b/}		Tasas activas ^{b/}						
		DTF	CDT	Consumo	Hogares Hipotecario ^{c/}	Tarjeta de crédito ^{d/}	Ordinario	Comercial Preferencial	Tesorería	Total activas ^{e/}
Noviembre de 2016	7,75	7,01	7,51	19,64	12,68	31,40	14,59	11,99	12,32	15,52
Junio de 2017	6,25	5,96	6,31	19,47	12,02	31,17	12,89	9,75	10,57	13,50
Diferencia (pb)	(150)	(105)	(120)	(17)	(66)	(23)	(170)	(224)	(176)	(202)
Sensibilidad ^{f/} (porcentaje)		70	80	11	44	15	113	150	117	135

a/ Se considera la tasa vigente a fin de mes.
b/ Tasas promedio mensual ponderadas por monto.
c/ Corresponde al promedio ponderado por monto de la tasa de los desembolsos en pesos y en UVR para adquisición de vivienda no VIS. Antes de realizar el promedio ponderado, a la tasa de los créditos en UVR se le sumó la variación anual de la UVR.
d/ No incluye consumos a un mes ni avances.
e/ Corresponde al promedio ponderado por monto de los créditos de consumo, ordinario, preferencial y tesorería. La ponderación del crédito de tesorería corresponde a un quinto de su desembolso.
f/ Corresponde a la razón entre el cambio acumulado en la tasa de mercado y el cambio acumulado en la tasa de política.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

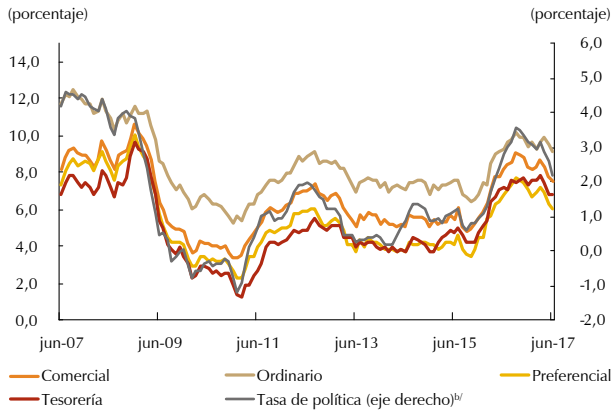
esta metodología (excepto las de hogares, destinadas a consumo e hipotecario) fueron superiores a su promedio calculado desde septiembre de 2003 (Gráfico 21, panel A).

Si se descuenta la inflación observada (tasas de interés reales *ex post*), las tasas de los préstamos han subido frente a los niveles de los últimos meses del año pasado. A junio de 2017, con esta metodología, las tasas de los créditos a hogares (consumo e hipotecario) se encuentran por debajo de su promedio histórico (calculado desde septiembre de 2003) y las de las empresas los superan, excepto la de los créditos ordinarios (Gráfico 21, panel B).

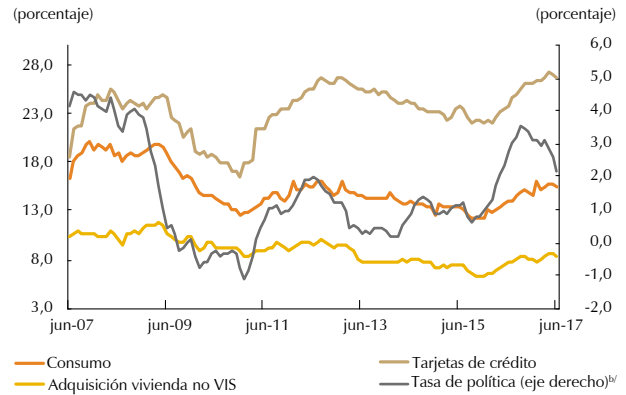
Gráfico 21
Tasas de interés reales de los créditos

A. Tasas de interés *ex ante*^{a/}

i. Créditos a las empresas

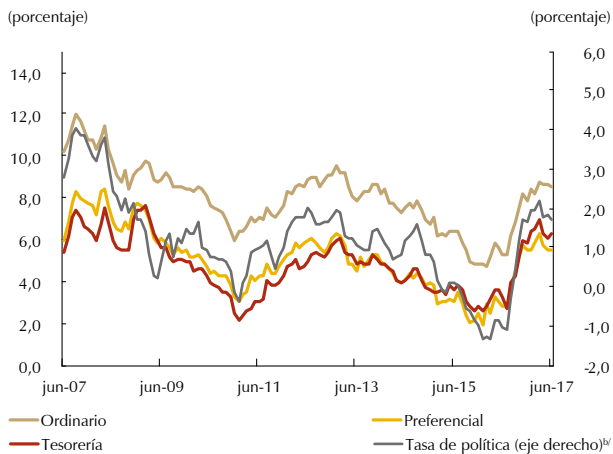


ii. Créditos a los hogares

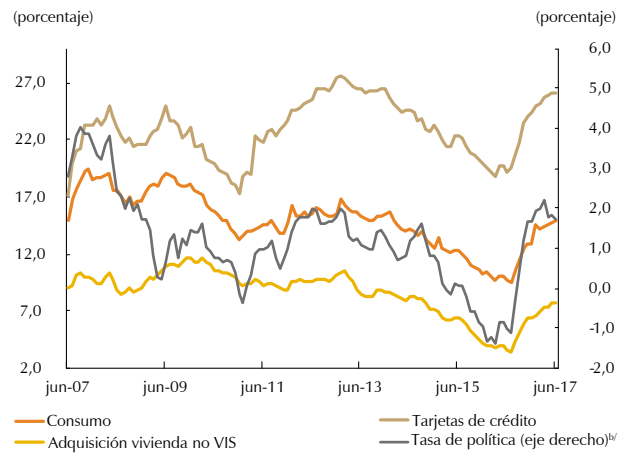


B. Tasas de interés *ex post*^{c/}

i. Créditos a las empresas



ii. Créditos a los hogares



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

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

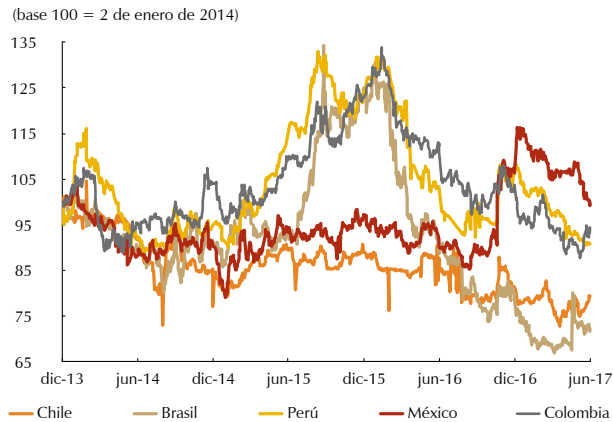
c/ Se utiliza el IPC total como deflactor.

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

b. Mercado de deuda pública

Durante el primer semestre el comportamiento de la deuda pública colombiana fue acorde con el de otros bonos soberanos de la región. Esta dinámica pudo estar asociada, entre otros factores, con el precio de los *commodities*, principalmente el hierro, la soya, el cobre y el petróleo, y por eventos particulares de cada país (Gráfico 22).

Gráfico 22
Índice de las tasas cero cupón a 10 años para algunos países de Latinoamérica



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

Gráfico 23
Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de intervención del Banco de la República



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

En Colombia durante 2017 el precio²⁹ de los títulos denominados en pesos emitidos por el Gobierno (TES) aumentó en todos los tramos ante la expectativa de recortes de la tasa de política monetaria, expectativas de una menor inflación y la participación activa de inversionistas extranjeros, quienes estuvieron incrementando hasta mayo su participación en el mercado local de TES (Gráfico 23). No obstante, durante junio se observaron salidas de inversionistas extranjeros del mercado de TES en pesos por COP 1,2 billones (b).

Durante el primer semestre de 2017 la liquidez del mercado de deuda pública colombiana, medido por el monto promedio diario negociado en los sistemas de transacción SEN y MEC, se ubicó en COP 5,37 b al 30 de junio. Este promedio es superior al observado en 2015 (COP 4,62 b) y 2016 (COP 3,77 b).

2. Principales cuentas de los establecimientos de crédito³⁰

En este apartado se examina el comportamiento en lo corrido del año de los depósitos (pasivos sujetos a encaje), la cartera y las inversiones del sistema financiero, que corresponden a los rubros más significativos del estado de situación financiera de los establecimientos de crédito (EC)³¹. Sus dinámicas de crecimiento se han visto afectadas por las decisiones de política monetaria de la JDBR, así como por la coyuntura de desaceleración de la actividad económica.

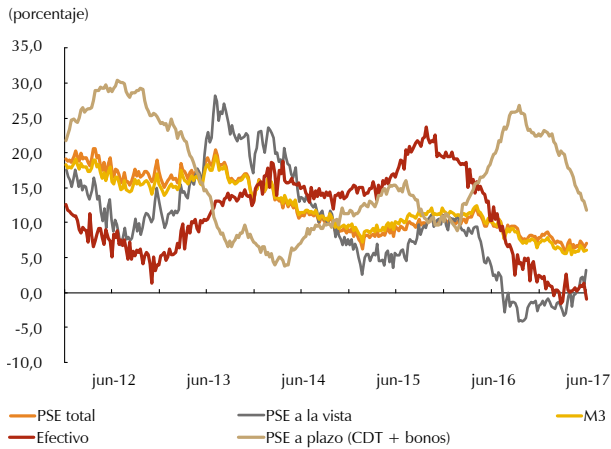
En cuanto a los pasivos sujetos a encaje (PSE), principal componente del pasivo de los EC, durante lo corrido del año han continuado con la tendencia de menor crecimiento que traen desde el segundo semestre de 2016, consistente con un en-

29 Entre el precio de un TES y su tasa de interés de mercado hay una relación inversa. Por ejemplo, si un título promete pagar a su vencimiento \$110 y su precio de mercado es \$100, entonces su tasa de interés es de 10%. Si el precio de mercado del mismo título sube a \$105, entonces su tasa baja (4,8% = $(110/105)-1$) porque al final se seguirán recibiendo los mismos \$110.

30 La información de los establecimientos de crédito se obtiene del formato 281 de la Superintendencia Financiera de Colombia. Las cifras corresponden al viernes 30 de junio de 2017, mientras que las comparaciones anuales se realizan respecto al viernes 1 de julio de 2016. Debido a que a partir del 1 de enero de 2015 los establecimientos de crédito reportan la información de sus cuentas de balance siguiendo las normas internacionales de información financiera (NIIF), se incluyen ajustes estadísticos para compensar los efectos por el cambio de metodología.

31 En este caso las variaciones se calculan con base en el viernes del mes monetario: en 2016 corresponde al 1 de julio y en 2017 corresponde al 30 de junio.

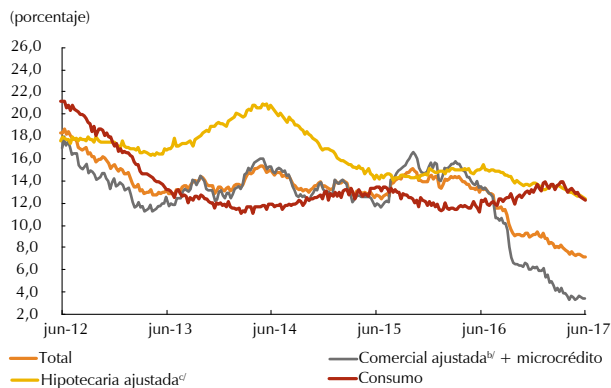
Gráfico 24
Crecimiento anual del M3, del efectivo y de los pasivos sujetos a encaje (PSE) (total, a la vista y a plazo)



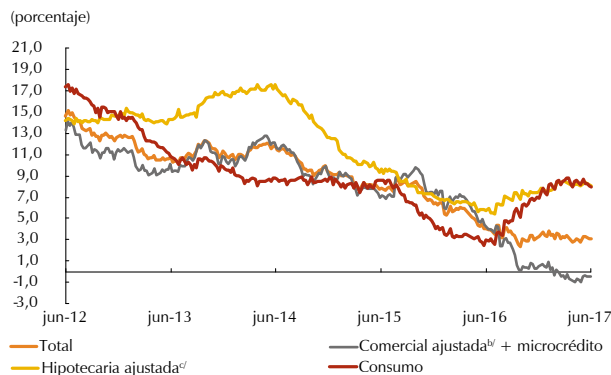
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

Gráfico 25
Crecimiento anual de la cartera por tipo (moneda nacional)

A. Crecimiento nominal



B. Crecimiento real^{a/}



a/ Se utiliza el IPC como deflactor.

b/ Incluye ajustes por leasing operativo.

c/ Incluye titularizaciones de cartera hipotecaria.

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

torno de baja actividad económica. Al finalizar junio registraron un saldo de COP 403.302 miles de millones (mm), con un incremento anual de 7% respecto al cierre de junio del año anterior.

El aumento de los PSE se explica por los pasivos a plazo (CDT + bonos), que a junio crecieron 11,7% anual, ya que los depósitos a la vista mantienen tasas de expansión más bajas (3,2% anual a junio). En retrospectiva, desde 2015 los depósitos a plazo han sido los más dinámicos. En 2016, en particular, se aceleraron como consecuencia del aumento de las tasas de interés y de la inflación, lo cual favoreció la preferencia por este tipo de depósitos que, en general, ofrecen remuneraciones más altas a los ahorradores en comparación con los depósitos a la vista. Desde finales del año pasado y en lo corrido de 2017 el crecimiento de los CDT + bonos se redujo, debido a la menor dinámica de los depósitos en general, y en respuesta a la reducción de las tasas de interés impulsada por las decisiones de la autoridad monetaria (Gráfico 24). El menor crecimiento de los PSE y la recomposición que se ha dado desde 2016 hacia los depósitos a plazo que tienen un encaje requerido inferior al de los depósitos a la vista, ha implicado también una reducción en el crecimiento de la reserva bancaria y, por tanto, de la base monetaria (véase sombreado de la p. 55).

En cuanto a los activos, el saldo de la cartera bruta en moneda nacional de los EC³² ascendió a COP 391.449 mm, con una variación anual de 7,0%. Al incorporar ajustes por titularizaciones hipotecarias, este saldo fue de COP 395.611 mm, con un crecimiento anual de 7,1%. Esta expansión es inferior al observado en 2016, como consecuencia, principalmente, de la reducción del ritmo de crecimiento de los préstamos a empresas (3,5% anual frente a 13,5% en igual fecha de 2016) (comercial + microcrédito), que corresponde al 57% del total de la cartera. Por esta razón, a pesar de que las modalidades de consumo e hipotecaria han mantenido incrementos alrededor de 13% anual (frente a cerca de 12% y 15% respectivamente en 2016), la cartera total se desaceleró (Gráfico 25).

BASE MONETARIA

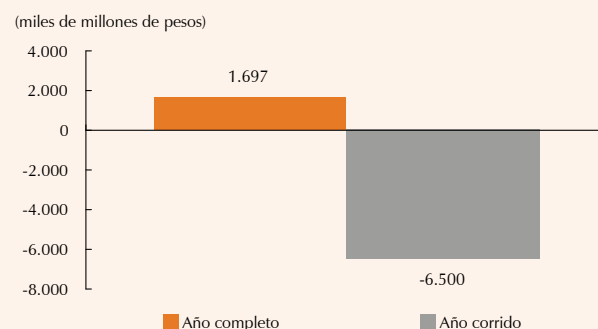
Al 30 de junio de 2017 el saldo de la base monetaria se ubicó en COP 78.098 mm, con un crecimiento nominal anual de 2,2%. Esta menor variación obedece a la caída en el ritmo de crecimiento del efectivo, el cual fue de 1,7%, así como a la menor variación de la reserva bancaria, que correspondió a 3,1%.

La variación anual del efectivo ha seguido una tendencia descendente desde principios del año anterior, cuando registró crecimientos nominales del 20% anual. Durante 2016 la mayor inflación y el incremento generalizado de las tasas de interés de los depósitos generaron un aumento en el costo de mantener efectivo. Asimismo, el menor ritmo de la actividad económica implica una menor demanda por este agregado.

En lo corrido del año, la base monetaria se redujo en COP 6.500 mm. Este efecto contraccionista fue causado por el aumento de los depósitos remunerados de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) en el Banco de la República por COP 7.661 mm y la reducción de las operaciones netas de liquidez en COP 337 mm. Lo anterior fue contrarrestado parcialmente por el aumento en otros rubros en COP 1.077 mm y las compras netas de TES por COP 420 mm (Gráfico A, paneles 1 y 2).

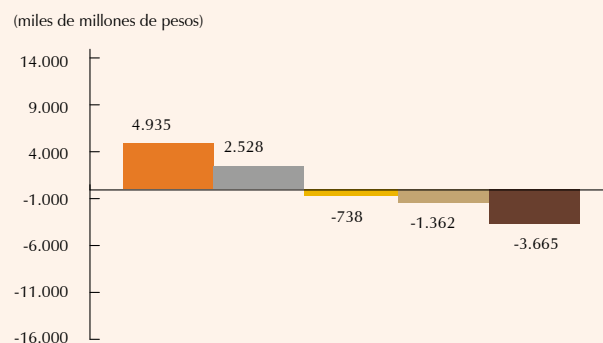
Gráfico A
Base monetaria al 30 de junio de 2017

1. Variación anual de la base monetaria

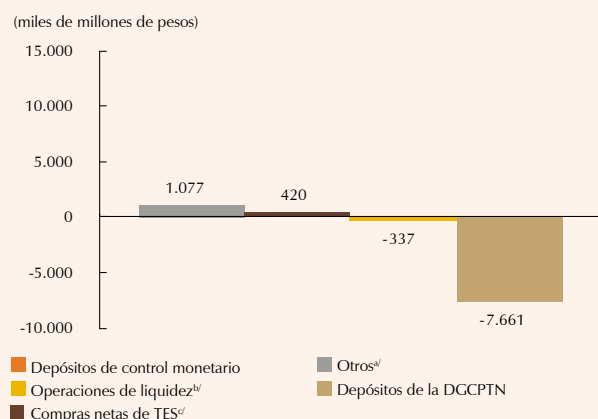


2. Origen de la base monetaria

i. Año completo



ii. Año corrido



a/ Dentro de este rubro se incluye el efecto monetario del P y G del Banco de la República.
b/ Corresponde a las operaciones netas, es decir, considera los repos de expansión netos del saldo de los depósitos remunerados no constitutivos de encaje para todos los plazos.
c/ Es el resultado de las compras menos las ventas y vencimientos de estos títulos en poder del Banco de la República.
Fuente: Banco de la República.

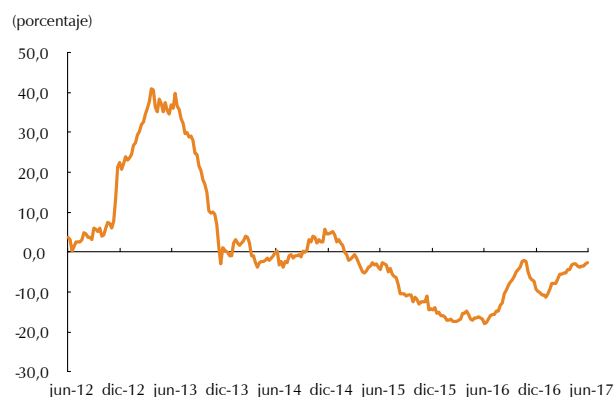
Los depósitos representan cerca del 89% del agregado monetario M3, que corresponde al total de recursos de los cuales disponen los agentes en la economía para realizar sus transacciones en moneda nacional. El 11% restante corresponde al efectivo, que también ha reducido notablemente su tasa de crecimiento desde inicios de 2016 (-1% en junio de 2017)³³. Así, la variación anual del M3 para el cierre de junio de 2017 fue de 6,1% (COP 25.868 mm), mientras que un año atrás presentó un crecimiento de 10% (COP 39.089 mm) (Gráfico 24).

En términos reales, la cartera total ajustada en moneda nacional creció a junio a una tasa de 3,0% anual. Para la cartera a empresas, una vez se descuenta la inflación, el saldo decreció 0,5% frente al mismo mes de 2016. Por otro lado, para las modalidades de consumo e hipotecaria, la disminución de la inflación permitió un aumento en sus crecimientos reales desde el segundo semestre de 2016 (a junio de 2017 se situaron en 7,9% y 8,1%, respectivamente)³⁴ (Gráfico 25).

El menor ritmo de crecimiento de la cartera comercial se debe, principalmente, a la desaceleración económica, la cual incide negativamente en la demanda por crédito por parte de las empresas. En este sentido, los resultados de la *Encuesta trimestral sobre la situación del crédito*³⁵ muestran una caída en la percepción de

demanda de crédito comercial, particularmente para el primer trimestre de 2017. Si bien durante la mayor parte del segundo semestre de 2016 la postura de política monetaria contribuyó a la disminución en el crecimiento de la cartera, las tasas de los créditos a las empresas empezaron a bajar, incluso antes de que el Banco iniciara los recortes en su tasa de política (véase la sección II.D.1 y el Recuadro 2). No obstante, las menores tasas no han generado todavía mayor respuesta en la evolución del saldo de dicha modalidad³⁶. Además, el saldo en dólares de la cartera en moneda extranjera, que también está concentrada en las empresas, continúa mostrando un crecimiento negativo (-2,7% anual) (Gráfico 26). Todos estos factores soportan la idea de que la cartera comercial crece a tasas

Gráfico 26
Crecimiento anual de la cartera en moneda extranjera
(expresada en dólares)



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

33 Calculado con respecto al 1 de julio de 2016. Difiere con respecto al crecimiento anual calculado para el cierre calendario presentado en el sombreado de base monetaria.

34 En este caso, la cartera hipotecaria presenta ajustes por titularización.

35 *Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia*, Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales, Banco de la República, junio a diciembre de 2016, y enero a marzo 2017, disponible en: <http://www.banrep.gov.co/es/encuesta-credito>

36 Adicionalmente, se presentaron efectos estadísticos relacionados con el tratamiento de los créditos mayores a un año entre los EC, los cuales se cuentan dentro de las estadísticas de cartera comercial. En particular, la fusión entre Bancolombia y Leasing Bancolombia en el último trimestre de 2016 tuvo como consecuencia la eliminación en las estadísticas de este rubro de la cartera que Bancolombia tenía prestada a Leasing Bancolombia, lo cual afectó negativamente el crecimiento de la cartera comercial desde entonces.

bajas por una menor demanda de créditos por parte del sector real, y no por restricciones de oferta por parte del sistema financiero.

En cuanto a las inversiones netas, que son el segundo rubro de mayor participación dentro de los activos de los EC, presentaron un saldo al cierre de junio de COP 75.833 mm, lo que representó una disminución anual de COP 429 mm (-0,6%). Por último, vale la pena mencionar que el patrimonio registró un cambio anual de -0,1%, equivalente a una disminución de COP 117 mm.

3. Algunas medidas de riesgo del sistema financiero³⁷

A continuación se presenta la exposición a los riesgos de crédito y de fondeo de los EC y se analiza el riesgo en el portafolio de TES del sistema financiero.

Desde mediados de 2016 los indicadores de calidad por riesgo (ICR) y de calidad por mora (ICM) con y sin castigos³⁸ registraron deterioros, superando su promedio de los últimos cinco años. La dinámica de los indicadores de riesgo de la cartera ha transcurrido en un contexto de desaceleración económica, en la medida en que el país se ha ajustado a los choques macroeconómicos recientes, lo que ha llevado a un menor crecimiento de la cartera total, y a un aumento en la cartera riesgosa y vencida. Este comportamiento de la cartera también se ha visto afectado por el deterioro de deudores importantes dentro de la modalidad comercial.

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. En lo corrido de 2017 el pasivo continuó presentando contracciones reales anuales, debido a tasas de crecimiento negativas en la mayoría de sus componentes, a excepción de los depósitos a plazo.

En cuanto al portafolio de inversión en TES del sistema financiero, se observó un incremento en el saldo de estos títulos tanto en la posición propia como en la administrada. En términos de la volatilidad en el mercado de TES, durante los primeros seis meses de 2017 se presentó un indicador de riesgo de mercado similar al registrado a finales de 2016, tanto para la posición propia como para la administrada.

El indicador de liquidez sugiere que el sistema financiero cuenta con los recursos líquidos para atender de forma suficiente sus obligaciones de corto plazo.

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

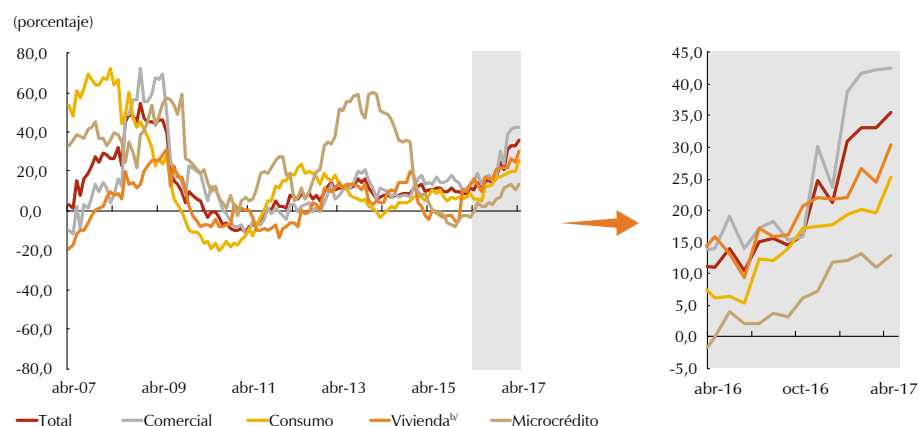
38 El indicador de calidad por riesgo (ICR) se define como la proporción entre la cartera riesgosa y la total (la cartera riesgosa corresponde a todos los créditos con calificaciones diferentes de A, en una escala que va de A a E, donde A es la mejor calificación). El ICM sin castigos se define como la razón entre la cartera vencida y la total (la cartera vencida incluye los créditos que se han dejado de pagar por un período igual o mayor a treinta días), mientras que el ICM con castigos, como la relación entre la cartera vencida y la total agregando los castigos (estos son activos que, por considerarse incobrables o perdidos, han sido sacados del balance de resultados de acuerdo con las disposiciones legales vigentes).

a. Riesgo de crédito

Durante los últimos meses de 2016 y los primeros de 2017 se observaron aumentos pronunciados de los indicadores de riesgo de crédito, en especial los que corresponden a la cartera comercial. Estos incrementos se explican principalmente por la desaceleración económica, y por el deterioro de deudores importantes dentro de la modalidad comercial que se han visto afectados por choques en sus respectivos sectores.

Entre abril de 2016 y el mismo mes de 2017 la cartera riesgosa se aceleró, al pasar de crecer 11,1% a 35,5% en términos reales, lo que se explica, principalmente, por la dinámica de la cartera comercial, cuya variación anual aumentó 28,6 pp (Gráfico 27). En contraste, la tasa de incremento real de la cartera total se redujo desde 4,7% en abril de 2016 a 2,6% un año después. Esto obedece a un decrecimiento real en los préstamos comerciales (de 5,3% a -1,0%), que fue compensado por aceleraciones en los de consumo (de 3,4% a 8,1%).

Gráfico 27
Crecimiento real anual de la cartera riesgosa^{a/}



a/ Se utiliza como deflactor el IPC. No incluye entidades financieras especiales (bancos de segundo piso).

b/ Los saltos presentados en enero de 2015 y enero de 2016 obedecen a la recalificación del *leasing* habitacional al pasar de la cartera comercial a la de vivienda.

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

La aceleración de la cartera riesgosa y la estabilidad de la cartera bruta se reflejaron en un incremento en el ICR total en el período de análisis: este indicador aumentó 2,2 pp, alcanzando un valor de 9,1% en abril de 2017, cifra superior al promedio de los últimos cinco años (6,9%). A pesar de este incremento, el ICR se ubica por debajo del valor máximo registrado durante la crisis financiera global (9,9% en mayo de 2009). Por modalidad, todas las carteras mostraron deterioros entre abril de 2016 y un año después, destacándose la comercial, cuyo indicador aumentó 3,1 pp (Cuadro 6).

En relación con la materialización del riesgo de crédito, la tasa de crecimiento de la cartera vencida aumentó 23,7 pp entre abril de 2016 y abril de 2017, ubicándose en 32,7% al final del período. La modalidad que más contribuyó a este comportamiento fue la comercial (41,0%), seguida por la de vivienda (29,9%), consumo

Cuadro 6
Indicadores de riesgo de crédito por modalidad
(porcentaje)

Modalidad	Indicador de calidad por mora (ICM) sin castigos			Indicador de calidad por mora (ICM) con castigos			Indicador de calidad por riesgo (ICR)		
	Abr-16	Abr-17	Promedio ^{a/} abr-2016 a abr-2017	Abr-16	Abr-17	Promedio ^{a/} abr-2016 a abr-2017	Abr-16	Abr-17	Promedio ^{a/} abr-2016 a abr-2017
Cartera total	3,6	4,7	3,9	7,5	9,0	8,0	6,9	9,1	7,9
Comercial	2,5	3,6	2,7	4,9	6,4	5,4	7,1	10,2	8,5
Consumo	4,9	5,8	5,2	12,8	14,0	13,1	7,5	8,7	7,9
Vivienda	5,6	6,7	5,9	6,1	7,2	6,4	3,8	4,6	4,1
Microcrédito	6,9	7,8	7,3	13,3	15,1	14,1	10,8	11,9	11,4

a/ Promedio de datos mensuales.

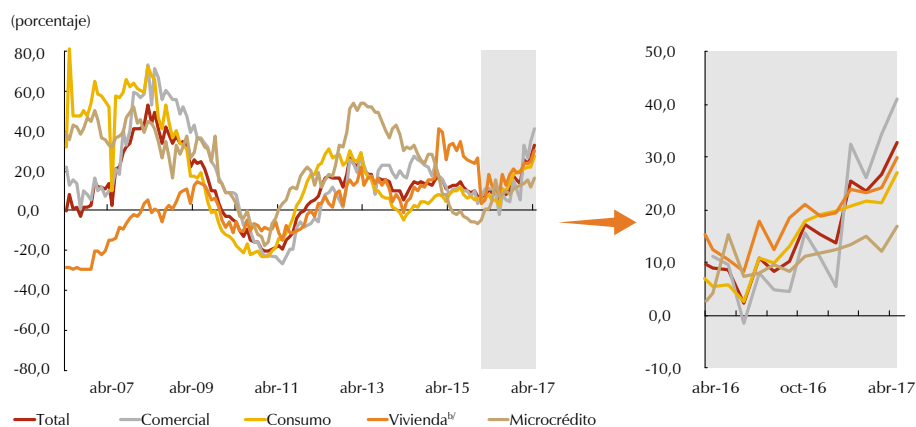
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

(27,1%) y microcrédito (16,8%). Se destaca que este último tipo de préstamos muestra una estabilización durante el primer semestre de 2017 (Gráfico 28).

Por su parte, el ICM con y sin castigos se incrementó en 1,4 pp y 1,1 pp en el período de análisis, alcanzando niveles de 9,0% y 4,7%, (Gráfico 29). Estos indicadores se han venido deteriorando de forma más pronunciada en lo corrido del año 2017 y se encuentran por encima de su promedio de los últimos cinco años, tanto para el total de la cartera como para cada una de las modalidades (Cuadro 6).

Por su parte, el indicador de cubrimiento (IC), calculado como la razón entre las provisiones y la cartera vencida, registró un valor de 109,3% en abril de 2017, cifra inferior a la registrada un año atrás (127,0%). Esta reducción se explica, en mayor medida, por la dinámica exhibida por la cartera comercial, cuyo IC pasó de 159,7% a 125,9% en el último año. En el caso de las otras modalidades, el IC

Gráfico 28
Crecimiento real anual de la cartera vencida^{a/}

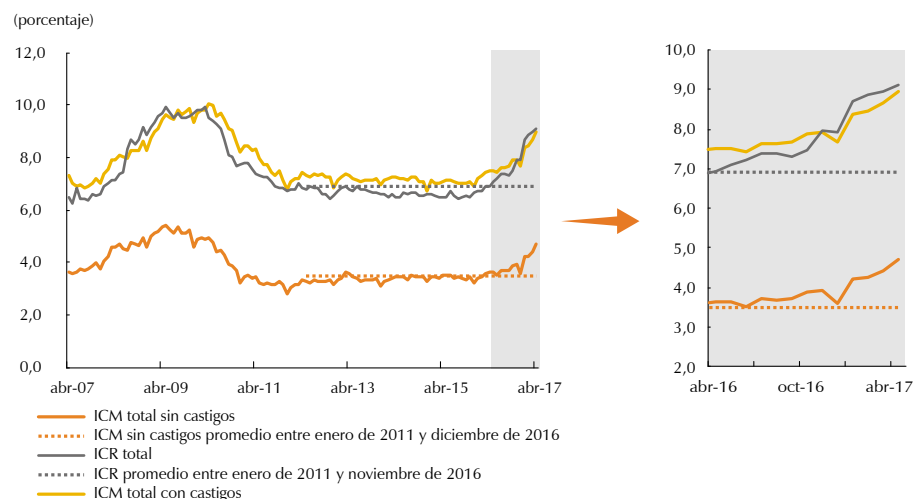


a/ Se utiliza como deflactor el IPC. No incluye entidades financieras especiales (bancos de segundo piso).

b/ Los altos niveles de crecimiento de la cartera de vivienda durante 2015, obedecen a que con la implementación de las NIIF a partir de enero de 2015 se reclasificó el *leasing* habitacional de la cartera comercial a la cartera de vivienda.

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

Gráfico 29
Indicador de calidad por mora y calidad por riesgo de la cartera bruta



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

de la cartera de consumo también disminuyó, mientras que el de microcrédito y vivienda permaneció estable.

En síntesis, en el último año los indicadores de riesgo de crédito de los EC se han deteriorado como respuesta a las condiciones macroeconómicas actuales y a las dificultades de algunos sectores específicos. Por lo anterior, resulta importante seguir monitoreando dicho riesgo y sus implicaciones en la estabilidad del sistema.

b. Riesgo de liquidez

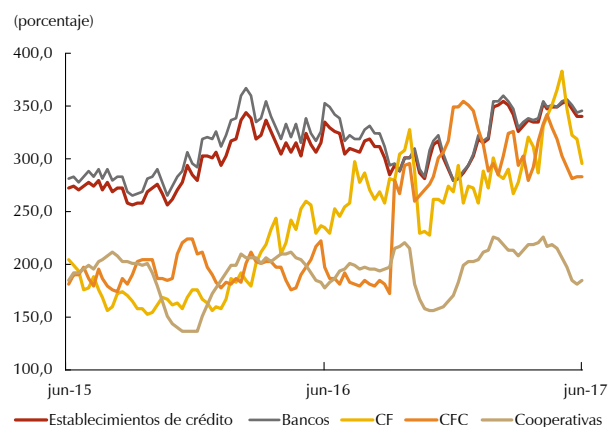
Con el fin de evaluar la liquidez de las entidades para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo, se hace uso del IRL_R , definido como la razón entre el saldo de activos líquidos (disponible e inversiones líquidas) y una estimación de los requerimientos netos de liquidez de corto plazo (a treinta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

El nivel de liquidez de los EC ha mostrado una tendencia ascendente entre junio de 2016 y el mismo mes de 2017, al pasar de 314,4% a 340,3%; este comportamiento es similar al registrado por los bancos (325,3% frente a 344,7%). El IRL_R para las CFC aumentó en el período analizado, alcanzando su máximo histórico al inicio de 2017 (353,6%). En cuanto a las CF y cooperativas, se destaca que el IRL presentó una caída en noviembre de 2016, dado un aumento en sus requerimientos, pero en lo corrido de 2017 este indicador mejoró, estabilizándose en niveles promedio de 303,0% y 207,9%, respectivamente (Gráfico 30).

El nivel de liquidez de los establecimientos de crédito ha mostrado una tendencia creciente desde junio de 2016.

De manera consistente con la dinámica de la cartera, el crecimiento real anual del pasivo continuó en niveles negativos, aunque relativamente estables. En términos

Gráfico 30
IRL_R a 30 días^{a/}



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

de la estructura del pasivo, se observa un decrecimiento del fondeo mediante depósitos a la vista, operaciones pasivas del mercado monetario, crédito de bancos y otras instituciones financieras, y otros pasivos. Por otro lado, se destaca que desde marzo de 2016 los depósitos a término son el componente del pasivo que más aporta al crecimiento, lo que significa que los EC han optado por fuentes de fondeo más estables, pero más costosas (Gráfico 31).

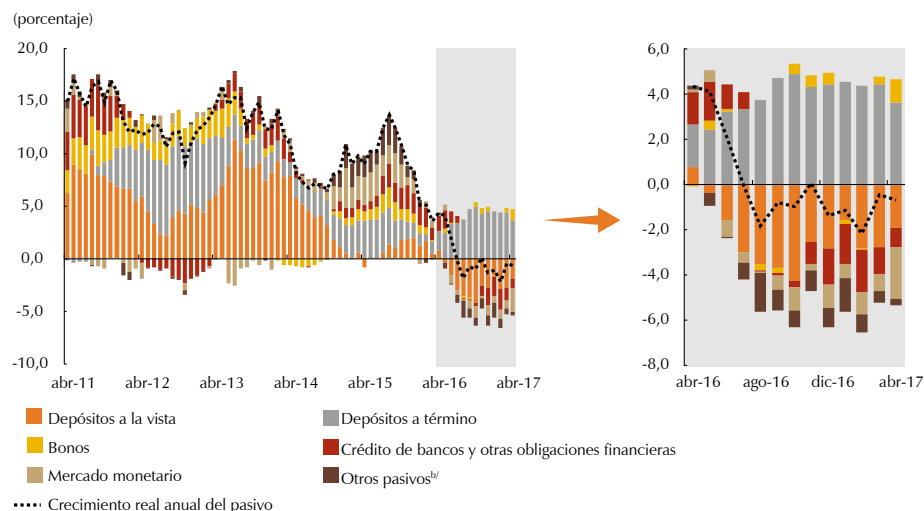
c. Riesgo en el mercado de TES

Las instituciones financieras pueden tener TES como parte de sus activos (posición propia) o como parte de los recursos que administran de sus clientes (posición

de terceros). Durante el primer semestre de 2017, el portafolio de TES del sistema financiero tanto en posición propia como en la administrada aumentó, y su indicador de volatilidad se ha mantenido relativamente estable.

Al 30 de junio de 2017 el valor del portafolio de TES del sistema financiero en posición propia aumentó en COP 0,1 b con respecto al 30 de diciembre de 2016, ubicándose en COP 49,9 b. Mientras que los bancos incrementaron en COP 1,0 b su portafolio de TES durante el período de análisis, las corporaciones financieras, las sociedades comisionistas de bolsa y los fondos de pensiones lo redujeron en COP 0,6 b, COP 0,3 b y COP 0,1 b, respectivamente.

Gráfico 31
Crecimiento real anual del pasivo de los establecimientos de crédito y contribución de sus componentes^{a/}



a/ Se utiliza como deflactor el IPC. No incluye entidades financieras especiales (bancos de segundo piso).
b/ Comprende otros instrumentos financieros, cuentas por pagar, BOCAS, BOCEAS, entre otros.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

En relación con los fondos administrados, se observó un incremento de COP 13,3 b en el mismo período, alcanzando un saldo de COP 166,7 b. Lo anterior se debe principalmente a la mayor adquisición de estos títulos por parte de fondos de pensiones e inversionistas extranjeros, quienes aumentaron su portafolio de TES en COP 5,7 b y COP 5,4 b, respectivamente, alcanzando una participación de 44,8% y 37,8%, en su orden, sobre el total de fondos administrados (Cuadro 7).

El aumento en el portafolio de TES por parte de los inversionistas es acorde con la tendencia observada desde inicios de 2014. Como se explica en el Recuadro 3 de este *Informe*, varios factores han influido en el aumento en las posiciones

Cuadro 7
Evolución saldo de TES del sistema financiero en posición propia y posición administrada
(billones de pesos)

Entidades	30-Dic-16	30-Jun-17
a) Sistema financiero: posición propia		
Establecimientos de crédito		
Bancos comerciales	32,6	33,6
Corporaciones financieras	2,1	1,5
Compañías de financiamiento	0,0	0,0
Cooperativas financieras	0,0	0,0
Instituciones financieras no bancarias (IFNB)		
Fondos de pensiones	0,2	0,1
Sociedades comisionistas de bolsa	0,9	0,6
Sociedades fiduciarias	1,9	1,8
Compañías de seguros y capitalización	12,0	12,3
Total	49,8	49,9
b) Sistema financiero: posición administrada		
Extranjeros		
Sociedades comisionistas de bolsa	0,0	0,0
Sociedades fiduciarias	57,5	62,9
Pensiones		
Fondos de pensiones	69,0	74,7
Sociedades fiduciarias ^{a/}	18,1	18,7
FIC ^{b/}		
Sociedades comisionistas de bolsa	0,2	0,4
Sociedades fiduciarias	0,8	2,2
Otros		
Sociedades comisionistas de bolsa	1,0	0,4
Sociedades fiduciarias	6,7	7,3
Total	153,4	166,7
c) Otros^{c/}	27,2	26,2
Saldo total de TES^{d/}	230,3	242,8

a/ Pasivos pensionales administrados por las sociedades fiduciarias.

b/ Información proveniente del formato 351.

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

d/ Corresponde al saldo total de las emisiones vigentes en el mercado.

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

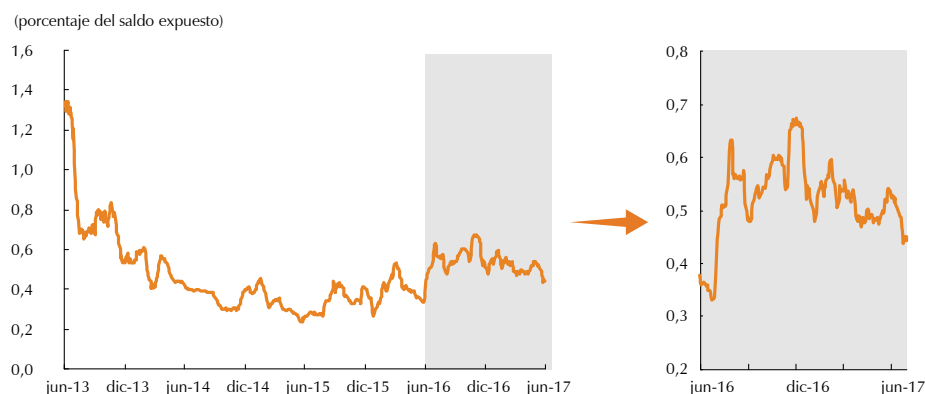
Amplia liquidez global, mayores rendimientos de las economías emergentes, mejoras impositivas en el sistema tributario colombiano y amplia accesibilidad al mercado local han llevado al aumento en las posiciones de inversionistas extranjeros en los mercados de la región durante los últimos años.

de inversionistas extranjeros en los mercados de la región en los últimos años. Entre estos se encuentran las amplias condiciones de liquidez global, los mayores rendimientos de las economías emergentes, así como las mejoras impositivas en el sistema tributario colombiano y en la accesibilidad de estos inversionistas al mercado local³⁹.

Al igual que los demás tenedores de TES, las entidades financieras pueden enfrentar pérdidas por valoración ante una caída en el precio de dichos títulos. Este riesgo se cuantifica mediante la evolución del saldo expuesto de TES y con una medida conocida como valor en riesgo (VeR), la cual, a partir de los retornos observados, estima la máxima pérdida que puede experimentar una institución en su portafolio de inversión o en el administrado, en un horizonte de un día, para un nivel de confianza dado⁴⁰. Es importante mencionar que una medida apropiada de riesgo de mercado del sistema financiero es el VeR de la posición propia, puesto que las pérdidas asociadas con los portafolios administrados por el sistema son enfrentadas por los inversionistas.

Al 30 de junio de 2017 el VeR promedio mensual de la posición propia de las entidades financieras disminuyó levemente con respecto al observado seis meses atrás (0,5% frente a 0,6%). El indicador se ubica por debajo de los niveles presentados en 2013, cuando se incrementó la volatilidad en los mercados financieros a raíz de los anuncios sobre el posible desmonte gradual del programa de compra de activos de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Gráfico 32).

Gráfico 32
VeR de la posición propia del sistema financiero
(promedio móvil semanal)



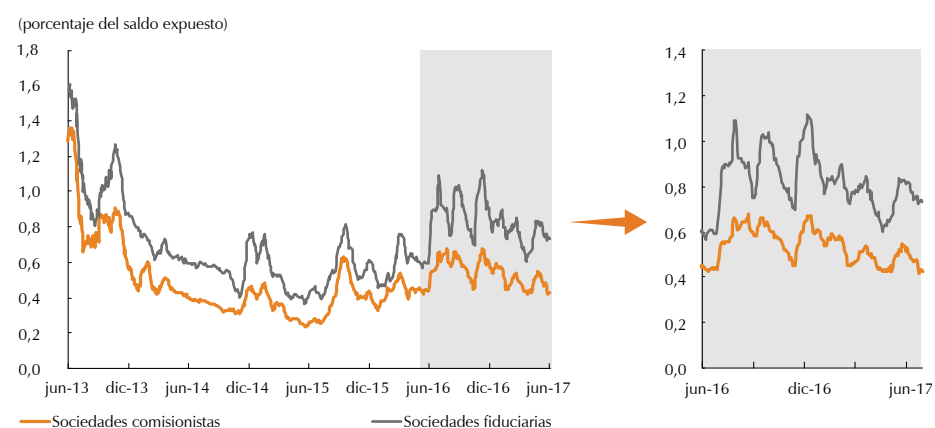
Fuente: Banco de la República.

39 Véase también el Recuadro 2 del *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de marzo de 2017: “Participación de extranjeros en el mercado de deuda pública local”, pp. 80.

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

De igual manera, el VeR de los portafolios administrados por las sociedades comisionistas de bolsa pasó de 0,6% el 30 de diciembre de 2016 a 0,4% seis meses después. Por su parte, para los portafolios administrados por las sociedades fiduciarias el indicador disminuyó levemente durante el período de análisis, alcanzando un valor de 0,7%. En general, se observa un comportamiento semejante al exhibido por el portafolio en posición propia del sistema, siendo el VeR más elevado en el caso de los portafolios administrados por las fiduciarias, debido a la mayor duración⁴¹ de estos con respecto a los administrados por las comisionistas de bolsa (Gráfico 33).

Gráfico 33
VeR para la posición administrada por el sistema financiero
(promedio móvil semanal)



Fuente: Banco de la República.

En el caso de la posición de terceros de los fondos de pensiones y cesantías, el VeR no es una medida adecuada de la vulnerabilidad a la que están expuestos estos portafolios, cuyo objetivo es lograr el pago de una pensión para los afiliados. Uno de los esquemas con los cuales los pensionados acceden a este flujo mensual de recursos es el de renta vitalicia. Allí el monto de la pensión se obtiene tomando el valor del portafolio del pensionado al momento de retirarse y se proyecta un flujo a futuro con este dinero por los años en que se le debe entregar el pago. Como todo flujo en el tiempo, este debe ser descontado a una tasa de interés. En consecuencia, cuando las tasas de interés de largo plazo aumentan, si bien cae el valor del portafolio, también cae el factor de descuento, con lo que el monto de la pensión se mantiene estable. En este sentido, el VeR no mide el cambio en el flujo de la pensión futura, lo que constituiría el riesgo principal del cotizante.

41 La duración es una medida de la sensibilidad en el precio de un bono ante variaciones en la tasa de interés. Cuanto mayor sea, mayor es el riesgo frente a fluctuaciones de la tasa de interés que presenta el portafolio.

Desde mediados de 2014 el sector externo colombiano se ha venido ajustando ante el fuerte choque a los términos de intercambio.

E. BALANCE EXTERNO Y POLÍTICA CAMBIARIA

Ante la fuerte y rápida caída de los precios internacionales del petróleo desde mediados de 2014, el sector externo colombiano ha venido experimentando un período de ajuste. Inicialmente, este estuvo acompañado de una depreciación de la tasa de cambio y de una fuerte contracción de las exportaciones colombianas, lo que implicó una importante ampliación del déficit en cuenta corriente, en un contexto de amplio financiamiento externo. Posteriormente, la menor dinámica del ingreso nacional, sumada a la depreciación real y nominal del tipo de cambio, entre otros factores, se tradujo en una desaceleración de los egresos corrientes del país, lo cual permitió compensar con creces la caída de los ingresos. Esto implicó una reducción significativa del déficit externo, en especial durante 2016, consistente con el menor dinamismo de la demanda interna y con los menores flujos de capital, al tiempo que la tasa de cambio logró cierta estabilidad, una vez dejaron de caer los términos de intercambio.

Los resultados de la balanza de pagos para el primer trimestre de 2017 reflejan la dinámica que se prevé para todo 2017, año en el cual se espera que se siga ajustando el déficit en la cuenta corriente, consistente con la debilidad de la demanda interna en Colombia, y con el mejor panorama para los precios de los bienes básicos y la demanda externa. Esto en un entorno de mayor costo del financiamiento externo.

1. Balance externo de Colombia en el primer trimestre de 2017

La disminución de los términos de intercambio durante 2014 se reflejó en la ampliación del déficit en la cuenta corriente, debido a la fuerte contracción de los ingresos por exportaciones de bienes, en tanto que los egresos corrientes mantenían tasas positivas de crecimiento. Posteriormente, en 2015, los egresos corrientes disminuyeron a una tasa anual similar a la de los ingresos, debido a la desaceleración económica, la menor inversión y la depreciación acumulada del tipo de cambio. De esta forma, el déficit de la cuenta corriente en dólares fue levemente inferior al del año previo, sin embargo, como porcentaje del PIB este indicador registró una ampliación considerable por el efecto de la depreciación sobre la medición del PIB en dólares.

En el primer trimestre de 2017 el déficit en la cuenta corriente del país se redujo en mayor medida como resultado de la mejora de los precios de exportación, los cuales implicaron un menor déficit comercial.

En 2016 se registró un ajuste significativo del déficit corriente asociado con los menores egresos netos por bienes y servicios, y renta de los factores, así como con las mayores transferencias corrientes. Entre enero y marzo de 2017 los datos de la balanza de pagos muestran una reducción en el déficit corriente del país. En dólares, esta disminución se explica en especial por la reducción del saldo negativo en la balanza comercial de bienes y servicios, sumado al efecto positivo de las mayores transferencias del exterior. Esto fue compensado parcialmente por el aumento de las utilidades generadas por las empresas con capital extranjero y por los pagos de intereses de la deuda externa.

En el primer trimestre del año la cuenta corriente del país registró un déficit de USD 3.182 m, inferior en USD 364 m al observado un año atrás. Como proporción del PIB, este pasó de 5,9% a 4,4%.

El crecimiento del valor exportado se originó principalmente en las mayores ventas externas de petróleo crudo y sus derivados, y carbón, y en menor medida, en las exportaciones de los principales productos agrícolas.

Durante el primer trimestre de 2017 la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registró un déficit de USD 3.182 m, inferior en USD 364 m al registrado un año atrás (Cuadro 8). Como proporción del PIB, el déficit fue de 4,4%, lo que significó una disminución de 1,5 pp, en comparación con lo registrado en el mismo período de 2016, cuando alcanzó 5,9% del PIB. El déficit corriente fue financiado con entradas netas de capital de USD 2.858 m (4,0% del PIB), lo que incluye una variación de las reservas internacionales por USD 93 m⁴². Los errores y omisiones se estimaron en USD 324 m.

Es importante anotar que la evolución de la cuenta corriente de la balanza de pagos de Colombia muestra una estrecha relación con el comportamiento de la balanza comercial de bienes debido a la elevada participación de las exportaciones e importaciones en el total de ingresos y egresos corrientes del país⁴³.

Así, el déficit de la balanza comercial de bienes en el primer trimestre de 2017 disminuyó anualmente en USD 1.025 m (Cuadro 8). Las exportaciones totalizaron USD 8.862 m, con un incremento anual de 24,5% (USD 1.745 m) (Cuadro 8). El aumento del valor total despachado se originó principalmente en las mayores ventas externas de petróleo y sus derivados (USD 934 m) y de carbón (USD 698 m) y, en menor medida, por el incremento en los despachos de café (USD 213 m), y banano y flores (USD 55 m). En contraste, las ventas externas de oro no monetario (USD 125 m), y de productos industriales (USD 16 m) registraron reducciones. El mayor valor exportado de petróleo crudo y de carbón se explica por el incremento en su precio de exportación (81,6% y 48,4%, respectivamente), y por el aumento de las cantidades despachadas de carbón (23,1%). Cabe señalar que los volúmenes vendidos de petróleo disminuyeron 19,9%.

Las importaciones de bienes totalizaron USD 10.887 m, con un incremento anual de 7,1% (USD 720 m). Este aumento fue generalizado, destacándose las mayores importaciones de insumos y de bienes de capital para la industria (USD 369 m, 7,1%), de bienes de consumo duradero (USD 202 m, 20,4%) y de equipo de transporte (USD 151 m, 22,4%). Sobresale la disminución de las compras externas de combustibles y lubricantes (USD 175 m, 13,7%). El aumento de las importaciones ha sido el resultado de las mayores cantidades compradas al exterior y del leve repunte generalizado de los precios de importación en dólares.

En cuanto al déficit de la cuenta de servicios, este se contrajo anualmente en USD 86 m entre enero y marzo de 2017 (Cuadro 8), debido al mayor incremento

42 Cabe señalar que dicha acumulación de reservas es el resultado de ingresos por rendimiento neto de las reservas internacionales de USD 119 m, y egresos netos por otras operaciones del Banco de la República por USD 26 m. Por su parte, los montos de compra y venta de divisas a los intermediarios cambiarios fueron iguales lo cual en el neto no afectan la variación de las reservas internacionales.

43 El análisis de la estructura y de la evolución de los ingresos de la cuenta corriente durante los últimos quince años revela que las ventas externas de mercancías son su principal componente, participando en un rango entre el 70% y 81% del total de ingresos. En cuanto a los egresos corrientes, su componente más importante son las importaciones de bienes las cuales representaron en promedio el 64% del total de egresos (64,0% en el primer trimestre de 2017).

Cuadro 8
Balanza de pagos, primer trimestre de 2016 y 2017
(millones de dólares)

	2016 ene-mar (pr)	2017 ene-mar (pr)	Variación (dólares)
Cuenta corriente (A + B + C)	(3.546)	(3.182)	364
(porcentaje del PIB)	(5,9)	(4,4)	
A. Bienes y servicios (1 + 2)	(3.758)	(2.648)	1.111
1. Bienes (a - b)	(3.050)	(2.025)	1.025
a. Exportaciones FOB	7.117	8.862	1.745
b. Importaciones FOB	10.167	10.887	720
2. Servicios (a - b)	(708)	(623)	86
a. Exportaciones	1.887	2.016	128
b. Importaciones	2.596	2.638	43
B. Renta de los factores	(1.154)	(1.927)	(773)
Ingresos	1.008	1.327	319
Egresos	2.162	3.254	1.092
C. Transferencias corrientes	1.367	1.393	26
Ingresos	1.547	1.630	82
Egresos	180	236	56
Cuenta financiera (A + B + C + D)	(3.698)	(2.858)	841
(porcentaje del PIB)	(6,1)	(4,0)	
A. Inversión directa (ii - i)	(3.734)	(1.799)	1.935
i. Extranjera en Colombia (IED)	4.703	2.515	
(porcentaje del PIB)	7,8	3,5	
ii. Colombiana en el exterior	969	716	
B. Inversión de cartera (1 + 2)	(815)	77	892
1. Sector público (ii - i)	(1.181)	(717)	
i. Inversión extranjera de cartera (a + b)	1.646	1.336	
a. Mercados internacionales (bonos)	1.427	830	
b. Mercado local (TES)	219	506	
ii. Inversión de cartera en el exterior	464	619	
2. Sector privado (ii - i)	366	793	
i. Inversión extranjera de cartera (a + b)	523	646	
a. Mercados internacionales	0	(600)	
b. Mercado local	523	1.246	
ii. Inversión de cartera en el exterior	889	1.439	
C. Otros flujos de capital sector público + sector privado	752	(1.228)	(1.981)
D. Activos de reserva	98	93	
Errores y omisiones (E y O)	(153)	324	477
MEMO ÍTEM:			
Cuenta financiera sin variación de reservas internacionales	(3.797)	(2.950)	846
Variación de reservas internacionales	98	93	

(pr): preliminar.

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

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

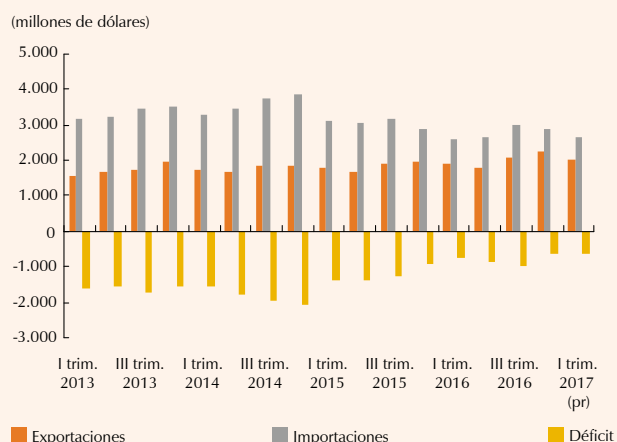
Fuente: Banco de la República.

de sus exportaciones frente al de los servicios importados. Por el lado de las exportaciones, sobresalen los mayores ingresos recibidos por concepto de viajes, así como de la venta de servicios de seguros y financieros, empresariales y de construcción. En cuanto a las importaciones, se destacan los mayores egresos asociados con los gastos por seguros y servicios financieros, así como los gastos de viajeros colombianos en el exterior y pagos de servicios de transporte. En contraste, disminuyeron las compras externas asociadas con servicios empresariales y de construcción, comunicaciones, información e informática y otros servicios.

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL COMERCIO EXTERIOR DE SERVICIOS

El comercio exterior de servicios del país desde el año 2015 registra una tendencia decreciente en su balance deficitario (Gráfico A). El nivel del déficit cayó de -USD 7.218 m en 2014 a -USD 3.151 m en 2016, resultado de un crecimiento exportador de 6% y de la caída de 12% en el valor importado. Esta dinámica se dio en un contexto de depreciación del peso, mejoramiento de las condiciones internas de seguridad y la desaceleración del crecimiento económico del país. Los ingresos externos de servicios aumentaron de USD 7.159 m en 2014 a USD 8.008 m en 2016, particularmente los vinculados a la actividad turística, que generan cerca del 70% del total de las exportaciones y se han beneficiado del creciente número de visitantes extranjeros al país. También aumentó la venta de servicios profesionales, de consultoría en administración de empresas y de centros de llamadas (*call center*)

Gráfico A
Balanza comercial de servicios



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

por parte de empresas filiales a sus casas matrices y a compañías vinculadas. Por su parte, en el período de análisis las importaciones cayeron de USD\$14.378 m a USD\$11.159 m, especialmente las de transporte de mercancías (fletes), servicios técnicos contratados por empresas de la actividad mineroenergética y los gastos por concepto de viajes.

Los resultados del primer trimestre de este año de la balanza de pagos reportan un déficit de -USD 623 m para el comercio exterior de servicios, inferior al de un año atrás, cuando se situó en -USD 708 m. Esta reducción fue resultado de un incremento anual de 7% en las exportaciones y de 2% en las importaciones. Las principales ventas al exterior de servicios se concentran en los rubros de viajes, transporte aéreo de pasajeros y otros servicios empresariales, que en conjunto representan el 83% del total exportado. Como en los dos últimos años, las ventas al exterior de servicios crecieron principalmente por los rubros de viajes y los servicios de asesoría legal, contable y de *call center*.

Por su parte, en las importaciones de servicios, los principales egresos corresponden a gastos por viajes al exterior (USD 987 m) y servicios de transporte (USD 623 m), que aportan en conjunto el 61% de este rubro. En los gastos relacionados con las actividades de turismo, la eliminación de la visa Schengen, así como acuerdos bilaterales para la exención del visado, han incentivado la salida de colombianos a destinos diferentes a los Estados Unidos. La compra de servicios de informática y asesorías en construcción e ingeniería han aportado al crecimiento de las importaciones, compensando en parte la caída en la prestación de servicios técnicos especializados, propios de la actividad mineroenergética.

Los mayores egresos netos por renta factorial en el primer trimestre de 2017 se originaron en el incremento de las utilidades de las empresas con capital extranjero del sector mineroenergético y en el aumento de los pagos de intereses de la deuda externa.

En 2017 a marzo el país continuó recibiendo montos importantes de flujos de capital. La IED se mantuvo como la principal fuente de financiación.

Por su parte, durante el primer trimestre de 2017 el aumento de los egresos netos por renta factorial (USD 773 m) (Cuadro 8) se originó principalmente en las mayores utilidades de las empresas con inversión extranjera directa (IED), las cuales registraron un crecimiento anual de USD 567 m (99,8%). A su vez, el pago de intereses asociado con la deuda externa se incrementó en USD 523 m (40,6%), con respecto al mismo período de 2016. Los mayores egresos por utilidades de la IED están asociados principalmente con los mejores resultados financieros de las firmas que operan en las actividades relacionadas con la minería y el petróleo (USD 264 m), como resultado de los mayores precios de exportación. Estas mayores ganancias fueron compensadas parcialmente por la reducción de las utilidades de las firmas del resto de sectores, en especial, aquellas pertenecientes al sector de establecimientos financieros (30,8%, USD 88,7 m), industrias manufactureras (19,5%, USD 68,2 m), y comercio, restaurantes y hoteles (77,3%, USD 24,3 m).

La reducción del déficit corriente del país tuvo como contrapartida menores necesidades de financiamiento. Como resultado de ello, en términos de la cuenta financiera⁴⁴, entre enero y marzo de 2017 se registraron entradas netas de capital por USD 2.858 m, inferiores en USD 841 m a lo observado un año atrás, cuando totalizaron USD 3.698 m. En particular, en el período analizado se registraron ingresos netos de capital extranjero por USD 4.621 m, salidas de capital colombiano para adquirir activos en el exterior (USD 1.691 m), operaciones con instrumentos financieros derivados (USD 20 m), y variación de reservas internacionales por USD 93 m. En términos del PIB, la cuenta financiera se redujo de 6,1% a 4,0% (Cuadro 8).

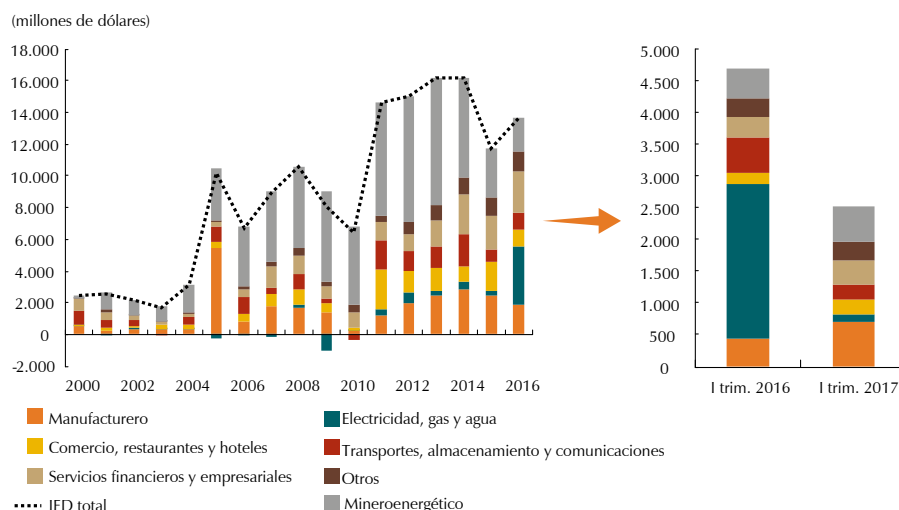
Dentro de los recursos externos recibidos por el país, la IED fue la principal fuente de financiamiento, al representar el 54% del total, seguida por la inversión de portafolio en el mercado local (38%) y la colocación de títulos en los mercados internacionales (5%), mientras que el restante 3% correspondió a préstamos y otros créditos externos.

La IED totalizó USD 2.515 m (3,5% del PIB) en el primer trimestre de 2017, equivalente a una reducción anual de 46,5%, debido principalmente a una alta base de comparación por los recursos recibidos en 2016 por la venta de Isagén, empresa que hace parte del sector de electricidad, gas y agua (Gráfico 34). Al excluir dicha operación, la IED en este período registró un crecimiento anual de 8,1%, impulsada por los mayores recursos al sector manufacturero, petrolero y de comercio.

El 28% del monto por IED fue recibido por empresas que operan en la industria manufacturera, seguido de los sectores de minería y petróleo (22%), servicios financieros y empresariales (15%), comercio y hoteles (10%), transporte y comunicaciones (9%),

44 De acuerdo con la versión sexta del *Manual de Balanza de Pagos* propuesta por el FMI, la cuenta financiera se presenta con el mismo signo de la cuenta corriente. La cuenta financiera es el resultado de la diferencia entre los flujos activos y pasivos. Si la cuenta corriente es deficitaria, la cuenta financiera es negativa, indicando que la economía colombiana tuvo que acudir a financiación externa (pasivos) y/o liquidar sus activos externos para financiar su exceso de gasto corriente. Por el contrario, si la cuenta corriente es positiva (superávit), la cuenta financiera también presenta un signo positivo, indicando que existe capacidad de préstamo de recursos financieros del país al resto del mundo.

Gráfico 34
Flujos de inversión extranjera directa en Colombia por sectores económicos



Fuente: Banco de la República.

y el resto de sectores (16%). Por su parte, el flujo de inversión directa colombiana en el exterior se estimó en USD 716 m, efectuado en su mayoría por empresas del sector industrial y financiero (Cuadro 8).

En el primer trimestre de 2017 el país recibió USD 1.982 m por concepto de inversiones extranjeras de cartera, suma inferior en USD 187 m a la obtenida un año atrás. El 88,4% de estos recursos se destinaron a la compra de TES y acciones en el mercado local por parte de inversionistas extranjeros, y el 11,6% restante en la colocación de títulos de deuda de largo plazo en los mercados internacionales emitidos principalmente por entidades del sector público. Las salidas de capital colombiano por este concepto totalizaron USD 2.059 m y corresponden, en especial, a inversiones de cartera realizadas por empresas del sector privado (USD 1.439 m), y en menor medida, a las inversiones realizadas por el sector público (USD 619 m) (Cuadro 8).

Finalmente, por concepto de otros flujos de capital el país adquirió pasivos con el exterior por USD 1.228 m, originados principalmente en los préstamos adquiridos por entidades del sector público. Este monto contrasta con los activos observados un año atrás por USD 752 m.

2. Proyecciones de la balanza de pagos para 2017

Acorde con los efectos esperados del fuerte choque a los términos de intercambio de 2014, durante 2016 el déficit corriente del país se redujo de manera considerable, resultado principalmente de una contracción de los egresos corrientes, la cual casi que duplicó la caída de los ingresos. Se espera que esta corrección continúe en 2017, aunque el ajuste en este año ocurriría con una dinámica distinta, explicada

ya no por una disminución de los egresos externos, los cuales, por el contrario, tendrían un crecimiento, sino por el incremento de los ingresos externos, en especial por exportaciones de bienes y en menor medida por servicios no factoriales e ingresos del exterior por renta factorial. En efecto, los resultados del primer trimestre de la cuenta corriente muestran que el menor déficit externo se originó por un crecimiento cercano al 20% de los ingresos, superior al incremento de 13% de los egresos.

La proyección de la balanza de pagos para el año 2017 (Cuadro 9) indica que el déficit de la cuenta corriente como porcentaje del PIB se ubicaría alrededor del 3,7% como cifra más probable (con un rango entre 3,3 y 4,2%). Este pronóstico se enmarca en un contexto de mayores precios internacionales de productos básicos que los registrados en 2016. Lo anterior estaría acompañado por una moderada recuperación de la demanda externa, debida al mayor crecimiento esperado de los principales socios comerciales, en especial, los países desarrollados a lo largo de todo el año y, en menor medida, al mejor desempeño de las economías latinoamericanas durante la segunda mitad. A lo anterior se suma la depreciación real acumulada del peso colombiano, factores que en conjunto favorecerían las exportaciones industriales del país.

Cuadro 9
Balanza de pagos, 2016 y proyección para 2017
(millones de dólares)

	2016 (pr)	2017 (proy)
Cuenta corriente (A + B + C + D)	(12.236,17)	(11.460,73)
Porcentaje del PIB	(4,3)	(3,7)
A. Bienes	(9.857,56)	(7.953,05)
Exportaciones	33.381,39	37.003,44
Importaciones	43.238,95	44.956,49
B. Servicios no factoriales	(3.150,80)	(3.164,09)
Exportaciones	8.007,91	8.670,00
Importaciones	11.158,71	11.834,10
C. Renta de los factores	(5.073,54)	(6.461,62)
D. Transferencias	5.845,73	6.118,03
Cuenta financiera (A + B + C + D)	(12.817,88)	(11.460,73)
A. Inversión directa (ii-i)	(9.170,63)	(7.503,90)
i. Extranjera en Colombia (IED)	13.687,09	10.874,49
ii. Colombiana en el exterior	4.516,46	3.370,59
B. Inversión de cartera	(3.715,82)	(4.360,40)
C. Otra Inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	(96,56)	(188,78)
D. Activos de reserva	165,12	592,35
Errores y omisiones (E Y O)	(581,71)	0,00

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

La proyección de la balanza de pagos para 2017 indica que el déficit de la cuenta corriente se ubicaría cerca del 3,7% como porcentaje del PIB.

Por otra parte, se estima un crecimiento relativamente bajo de las importaciones de bienes, contrario a los dos últimos años, cuando se observaron caídas. Esto podría darse por la apreciación del peso durante la primera mitad del año, lo cual incentiva las importaciones de todos los sectores en general, y por la mayor adquisición de bienes de capital por parte del sector transporte, y del mineroenergético en menor medida.

Dado lo anterior, el resultado del balance comercial para 2017 se estima menos deficitario que el año pasado, impulsado principalmente por el crecimiento de las exportaciones de bienes, en su mayoría los productos básicos. De esta manera, la mayor parte del ajuste del desbalance corriente estaría siendo explicada por este rubro.

Otro factor que también contribuiría a la reducción del déficit corriente serían las mayores transferencias gracias, sobre todo, al crecimiento esperado de las remesas enviadas desde los Estados Unidos y Europa.

Por otra parte, para 2017 las presiones al alza en el déficit corriente estarían asociadas principalmente con la renta factorial, para la cual se espera un incremento de la utilidades de las empresas con capital extranjero, especialmente de aquellas que operan en el sector petrolero y minero, resultado de los mayores precios frente a lo observado en 2016. Es importante anotar que en la medida en que se prevean mayores ingresos por exportaciones para las firmas con IED productoras de petróleo y carbón, esto se reflejará en un incremento de sus utilidades, por lo que los egresos por la renta factorial igualmente aumentarían. En cuanto a las utilidades de las empresas del resto de sectores, se prevé que en 2017 estas alcancen un monto similar al de un año atrás, favorecidas por los menores efectos de la depreciación sobre la contabilidad en dólares y por el crecimiento esperado de la actividad económica, especialmente durante la segunda mitad del año. A lo anterior se sumarían los mayores pagos por intereses de la deuda externa (bonos y préstamos adquiridos por entidades del sector público y privado) debido al mayor nivel de deuda y, al aumento en 2017 de las tasas de interés externas.

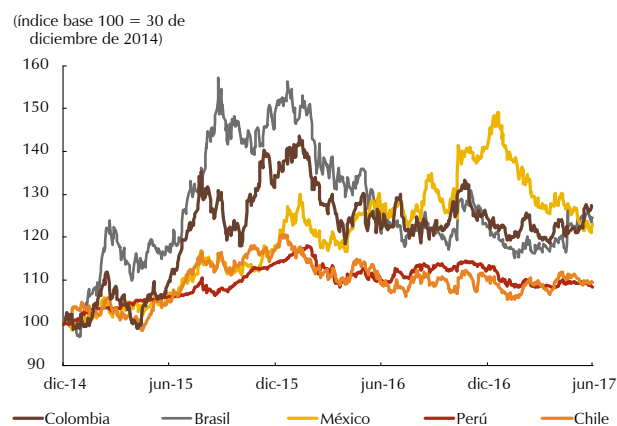
Por servicios no factoriales se espera que el déficit en 2017 alcance niveles similares a los de un año atrás, impulsado por el incremento en el pago de fletes, debido al crecimiento importador y a las mayores estimaciones del precio del petróleo. Además, se contempla una mayor demanda de servicios vinculados con la actividad petrolera. Es importante anotar que también se prevé un crecimiento de las exportaciones de servicios, en especial aquellos relacionados con el turismo tal como se ha observado en los últimos trimestres.

La corrección del desbalance externo prevista para 2017 se explicaría por un crecimiento de los ingresos externos, mayor a la de los egresos.

En relación a los flujos de capital, como reflejo del ajuste externo esperado para 2017, se estima una moderación de los flujos netos de capitales hacia el país. Por un lado, se estiman menores recursos por inversión extranjera directa con respecto a 2016, en particular por la alta base de comparación del año pasado por la venta de Isagén (Cuadro 9). Al excluir dicha operación, los flujos por IED registrarían un crecimiento anual de 4,7%. Adicional a esto, se sumarían entradas netas de capital relacionadas con inversiones de cartera, en gran parte asociadas con la co-

locación de bonos a cargo del Gobierno y por la compra de acciones en el mercado local por parte de inversionistas extranjeros. También, para 2017 se estiman recursos por préstamos y otros créditos externos, otorgados en su mayoría por organismos multilaterales.

Gráfico 35
Índices de la tasa de cambio nominal frente al dólar de algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

3. Evolución de la tasa de cambio en lo corrido de 2017

Durante el primer semestre de 2017 (al 29 de junio) el dólar de los Estados Unidos cambió la tendencia de apreciación registrada en el último trimestre de 2016, y se debilitó en términos generales frente a las monedas de países desarrollados y emergentes. Específicamente, se debilitó 6,7% frente a las principales monedas⁴⁵ y 4,2% frente a las monedas de países emergentes⁴⁶. En la región, el comportamiento fue mixto: el real brasileño y el peso colombiano se depreciaron en 1,5% y 0,8%, respectivamente; mientras que el peso mexicano, el sol peruano y el peso chileno se fortalecieron 12,9%, 3,3% y 0,8%, en su orden (Gráfico 35). En promedio, frente al mismo período de 2016 se fortalecieron la mayoría de las principales monedas de la región, con excepción del peso mexicano, que se debilitó⁴⁷.

En el primer semestre de 2017 el comportamiento de la mayoría de las monedas de la región, incluido el peso colombiano, estuvo influenciado por la trayectoria del precio de los *commodities*, las expectativas frente a las políticas de la Fed tanto en materia de tasas de interés como del manejo de su portafolio de títulos, y por la dinámica de los flujos de capital. Además, en el segundo trimestre de 2017 las monedas de la región también se vieron afectadas por eventos idiosincrásicos.

En el caso del peso colombiano, durante el segundo trimestre de 2017 aumentó su correlación con el comportamiento del petróleo⁴⁸, frente a lo observado en el

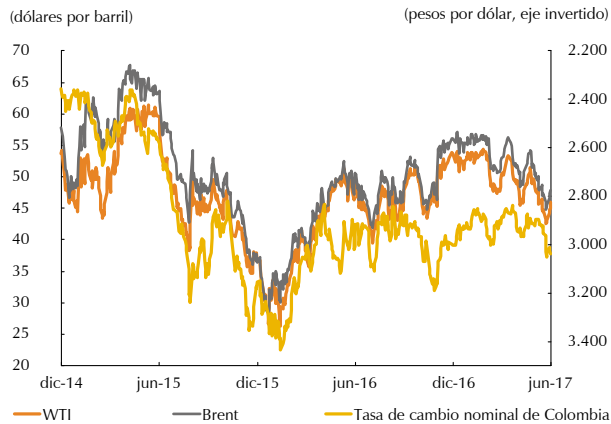
45 De acuerdo con el *Bloomberg dollar spot index* (BBDXY), que incluye las monedas de Europa, Japón, Canadá, México, Reino Unido, Australia, Suiza, Corea del Sur, China y Brasil. Este grupo de divisas corresponde a aquellas de los principales socios comerciales de los Estados Unidos, en combinación con aquellas con mayor liquidez (de acuerdo con la encuesta trianual del BIS).

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

47 Específicamente, el real brasileño se apreció 14,2% frente al dólar, el peso colombiano 6,4%, el peso chileno 4,3% y el sol peruano 3,3%. Por el contrario, en promedio el peso mexicano se debilitó 7,5%.

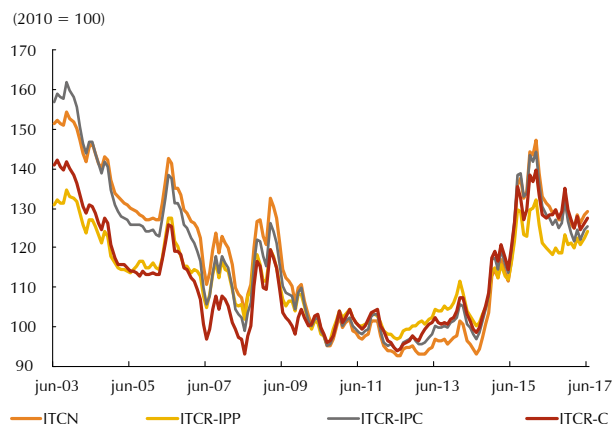
48 Específicamente, en el segundo trimestre el coeficiente de correlación entre las series en niveles del precio del petróleo Brent y la TRM fue de -79,2%.

Gráfico 36
Tasa de cambio nominal y precio internacional del petróleo



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 37
Índices de la tasa de cambio multilateral (nominal y real)



Nota: El ITCN muestra la evolución de la tasa de cambio nominal del peso colombiano frente al conjunto de las monedas de los principales socios comerciales. El ITCR-IPP y el ITCR-IPC comparan el poder adquisitivo del peso colombiano frente a nuestros principales socios comerciales, utilizando como deflactor el IPP y el IPC, respectivamente. En el ITCR-C (o de competitividad) se hace una comparación frente a nuestros principales competidores en los Estados Unidos en los mercados de café, banano, flores y textiles.

Fuente: Banco de la República.

primer trimestre de 2017. Así, el peso se depreció ante las perspectivas de mayor oferta de crudo, a pesar de la extensión del acuerdo de la OPEP a finales de mayo, y como resultado de la incertidumbre política en los Estados Unidos (Gráfico 36). Hacia finales de junio el anuncio de menores perspectivas de crecimiento del producto por parte del Gobierno publicadas en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo*, así como la menor dinámica de la inversión de portafolio, pudieron acentuar esta depreciación.

En comparación con las monedas de los principales socios comerciales (ITCN), a junio el peso colombiano también se fortaleció, tanto frente al cierre del año pasado como al promedio del primer semestre de 2016. En términos reales, es decir, ajustando por las variaciones en los precios tanto en Colombia como en los otros países, también se observa una tendencia a la apreciación del peso colombiano frente a los socios comerciales y a los principales competidores en los Estados Unidos en los mercados de café, banano, flores y textiles (ITCR-IPC e ITCR-C, respectivamente). Por el contrario, si se utiliza el índice de precios al productor (IPP) como deflactor, el peso muestra una leve depreciación en lo corrido del año frente a aquellos países con los que más comercia (ITCR-IPP) (Gráfico 37).

4. Indicadores de reservas internacionales

El Banco de la República reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional para enfrentar salidas de capital, así como para mejorar la confianza en el país⁴⁹. Para determinar si las reservas internacionales son suficientes para prevenir y enfrentar choques externos, se utilizan varios indicadores, los cuales se describen a continuación (Cuadro 10). En general, los mercados internacionales consideran que valores bajos de estos pueden dar señales de alerta sobre la vulnerabilidad externa de las economías.

49 Además de la estrategia de acumulación de reservas, desde mayo de 2009 Colombia cuenta con una línea de financiamiento contingente con el FMI, la cual se otorga a países miembros con buen desempeño económico, políticas prudentes y un sólido marco de política económica. El 5 de junio de 2017 el FMI reafirmó el acuerdo de acceso a los recursos contingentes para Colombia, por un monto aproximado de USD11.350 m. Aunque las autoridades económicas no prevén hacer uso de estos recursos, consideran prudente contar con ellos ante la eventualidad de un recorte abrupto del financiamiento externo. Países como Polonia y México también cuentan con esta línea de crédito.

Cuadro 10
Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (pr)	2016 (pr)	2017 (proy)
Saldo								
Reservas internacionales netas (RIN) (millones de dólares) ^{a/}	28.452	32.300	37.467	43.633	47.323	46.731	46.675	47.165
Indicadores								
A. Indicadores de amortizaciones de deuda externa								
Amortizaciones de deuda externa (millones de dólares)	10.465	14.174	22.348	16.582	21.564	23.827	22.040	25.476
RIN/amortizaciones de deuda externa del año en curso	2,72	2,28	1,68	2,63	2,19	1,96	2,12	1,85
RIN/amortizaciones de deuda externa del siguiente año ^{b/}	2,01	1,45	2,26	2,02	1,99	2,12	1,83	2,04
B. Posición adecuada de liquidez externa								
RIN/(servicio de la deuda año corriente)	2,12	1,86	1,45	2,16	1,85	1,65	1,74	1,56
RIN/(servicio de la deuda año siguiente) ^{c/}	1,64	1,25	1,85	1,71	1,67	1,74	1,55	1,64
RIN/(amortizaciones de deuda año corriente + déficit en cuenta corriente año corriente)	1,48	1,35	1,11	1,50	1,15	1,10	1,36	1,28
RIN/(amortizaciones de deuda año siguiente + déficit en cuenta corriente año siguiente) ^{d/}	1,19	0,96	1,29	1,06	1,11	1,36	1,26	2,04
C. Otros indicadores de reservas internacionales								
RIN como meses de importaciones de bienes	8,9	7,4	7,9	9,2	9,2	10,8	13,0	12,6
RIN como meses de importaciones totales	7,1	6,1	6,5	7,4	7,6	8,7	10,3	10,0
RIN/M3 (porcentaje)	24,7	24,1	22,0	24,7	30,4	35,4	31,5	29,3
RIN/PIB ^{e/} (porcentaje)	9,9	9,6	10,1	11,5	12,5	16,0	16,5	15,4

(pr): preliminar.

(proy): proyectado.

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

b/ Las amortizaciones de 2017 corresponden a los pagos proyectados de la deuda externa en el cierre de la proyección de la balanza de pagos. Incluye el saldo de la deuda de corto plazo.

c/ Los intereses de 2017 corresponden a los pagos estimados en el cierre de la proyección de la balanza de pagos.

d/ El déficit en cuenta corriente para 2017 corresponde a una proyección.

e/ El valor del PIB en dólares corresponde a una estimación para 2017 en términos nominales.

Fuente: Banco de la República.

Para establecer la capacidad de respuesta de la economía ante salidas de capital provocadas por un ataque especulativo, se compara el nivel de las reservas con diferentes variables económicas, entre ellas los agregados monetarios tales como M2 o M3. La relación de reservas netas a M3 muestra una mejora del indicador hasta el año 2015, con una ligera disminución en los dos años siguientes. Este resultado reciente estuvo asociado con la compra de reservas por parte del Banco ejecutada hasta diciembre de 2014 y con la desaceleración de la tasa de crecimiento del agregado monetario desde mediados de 2013, en particular por el efecto de la depreciación entre 2014 y 2015 sobre la valoración en dólares del M3. Para 2016 se tuvo un nivel de reservas similar al del año anterior, mientras que el M3 en dólares registró una tasa de crecimiento positiva, lo que disminuye el valor del indicador estimado. Para 2017 se prevé una tasa de crecimiento del M3 en dólares mayor a la de las reservas, razón por la cual disminuiría el valor del indicador estimado.

Gráfico 38
Reservas internacionales netas/M3

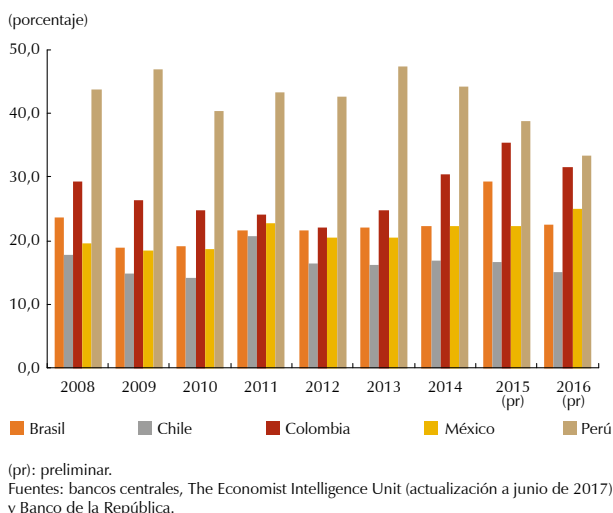
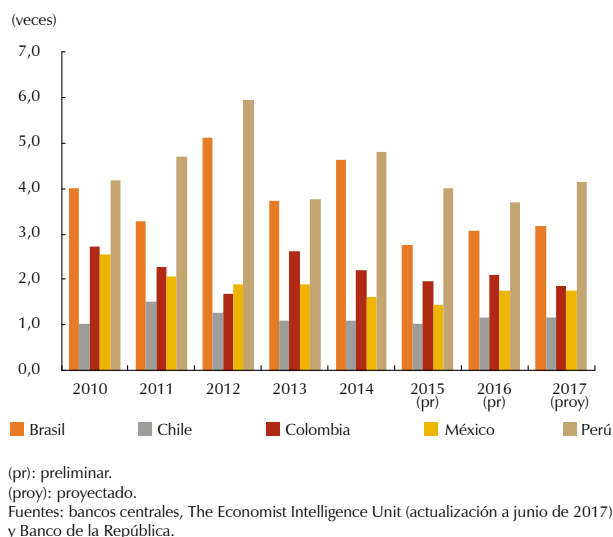


Gráfico 39
Reservas internacionales netas/amortizaciones del año corriente



Las razones de reservas netas a amortizaciones de la deuda externa total y al déficit en la cuenta corriente indican la capacidad del país para responder a sus obligaciones crediticias con el resto del mundo, en un escenario extremo donde se cierre completamente el acceso al financiamiento internacional. Dichos indicadores registran, en general, valores por encima de 1, especialmente durante la última década⁵⁰.

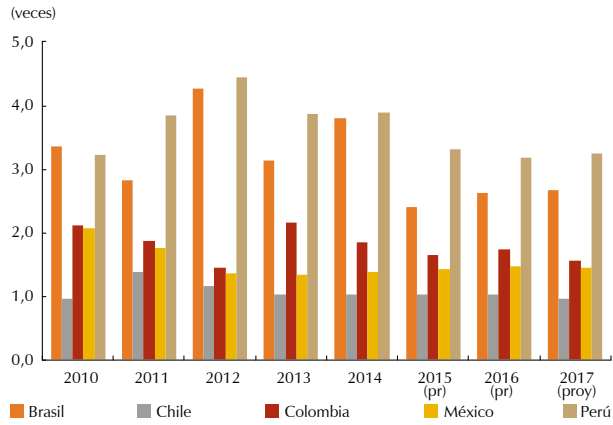
Por su parte, el cociente entre las reservas netas y las importaciones totales de bienes y servicios muestra el número de meses de compras externas que una economía está en capacidad de cubrir haciendo uso de sus reservas internacionales ante un cambio abrupto de la balanza comercial. Este indicador se estima en 10,0 meses para 2017, superior al promedio desde el año 2000. Al calcular este indicador para las importaciones de bienes, el mismo asciende a 12,6 meses.

Al comparar los diversos indicadores de liquidez internacional de Colombia con los de países de la región, se observa que el cociente de reservas a M3 para 2016 registra niveles superiores al de Brasil, Chile y México, e inferiores con respecto al de Perú (Gráfico 38). En las relaciones de reservas internacionales a amortizaciones, servicio de deuda y déficit de la cuenta corriente más amortizaciones, Colombia registra históricamente niveles por encima de los de Chile e inferiores a los de Brasil y Perú (gráficos 39 y 40). Por su parte, el indicador de reservas a PIB se sitúa en niveles inferiores a los observados en el resto de países pares de la región, excepto para el caso de Chile, que se sitúa para 2016 y 2017 en niveles muy similares a los de Colombia (Gráfico 41, panel A). En cuanto a las reservas medidas en meses de importaciones de bienes, estas muestran que para 2017 Colombia tendría una posición relativa superior a la de Chile y México, e inferior a la de Brasil y Perú (Gráfico 41, panel B).

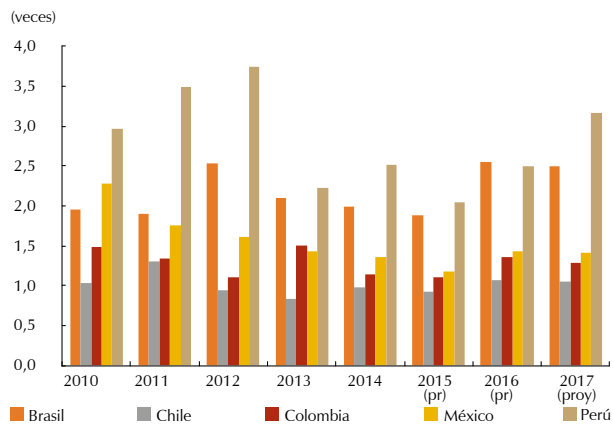
50 De acuerdo con el FMI, en su documento “Debt and Reserve Related Indicators of External Vulnerability” (2000), existe evidencia empírica para una muestra de economías emergentes, la cual permite establecer como referencia el valor de 1 para este tipo de indicadores de reservas. Específicamente, la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

Gráfico 40
Indicadores de posición adecuada de liquidez externa

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



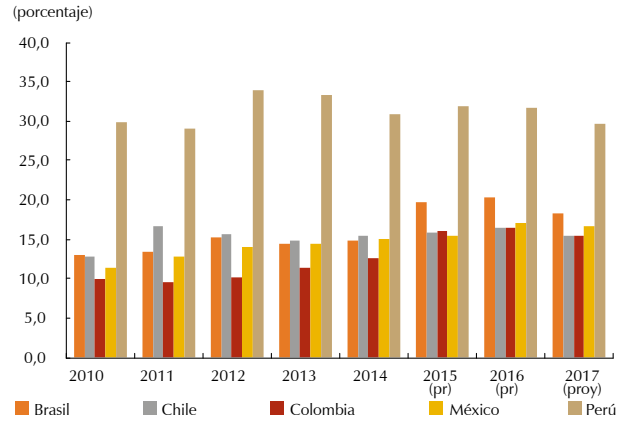
B. Reservas internacionales netas/(déficit de cuenta corriente + amortizaciones) año corriente



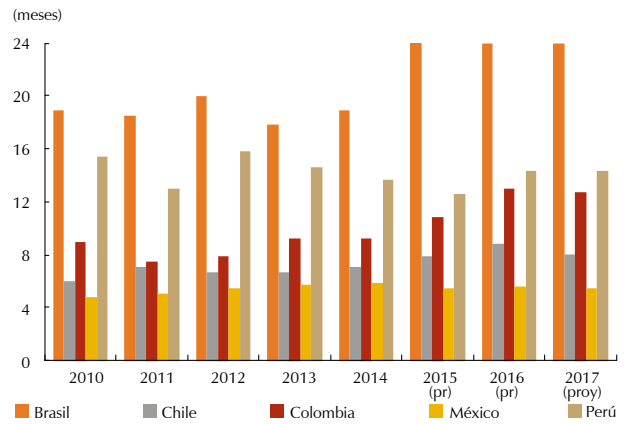
(pr): preliminar.
(proy): proyectado.
Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización a junio de 2017) y Banco de la República.

Gráfico 41
Otros indicadores de reservas internacionales

A. Reservas internacionales netas/PIB



B. Reservas internacionales netas como meses de importaciones de bienes



(pr): preliminar.
(proy): proyectado.
Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización a junio de 2017) y Banco de la República.

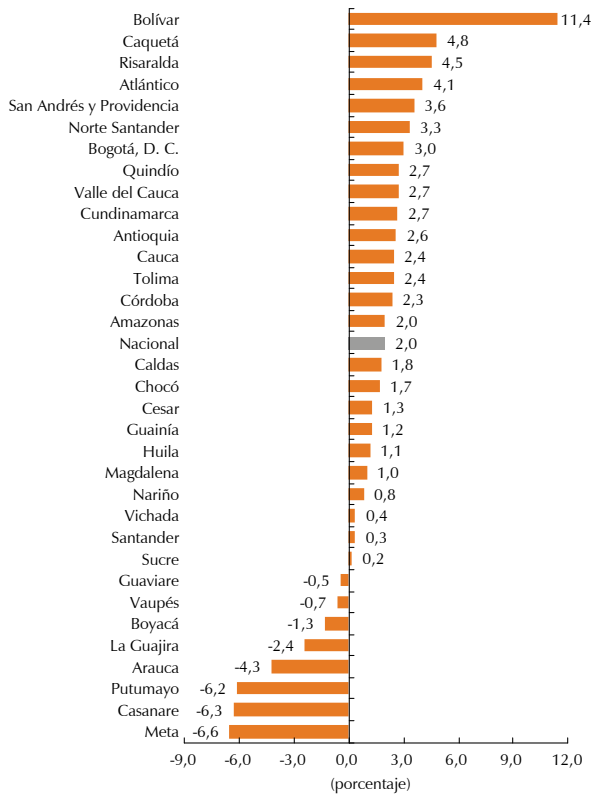
F. COMPORTAMIENTO DE LA ECONOMÍA REGIONAL DE COLOMBIA EN 2016

1. Las economías departamentales en 2016

Al analizar los resultados de la actividad económica regional en 2016⁵¹, más de la mitad de los crecimientos territoriales se situaron por debajo del registro nacional (2,0% real anual) (Gráfico 42). Este panorama surgió en un contexto de deterioro de los términos de intercambio, la caída del ingreso nacional y de la presencia de

51 El 2 de junio de 2017 el DANE publicó las cifras preliminares de PIB departamental para 2016 de 33 territorios, a precios corrientes y constantes, base 2005.

Gráfico 42
Crecimiento real anual del PIB departamental, 2016



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

otros choques adversos, como el menor ritmo de expansión de los principales socios comerciales, la intensidad del fenómeno de El Niño y el evento inesperado del paro transportador y el agrario⁵².

En particular, se resaltan las reducciones que registraron Meta, Casanare, Putumayo, Arauca y La Guajira (Gráfico 42), explicadas principalmente por la contracción en el rubro de petróleo y gas natural, ítem que en parte impactó el menor crecimiento del país en 2016. Este comportamiento le significó a estos departamentos tener las mayores disminuciones del PIB per cápita frente al año anterior. De los cuatro primeros departamentos, la actividad constructora asociada con la dinámica petrolera también se contrajo, en particular en obras de ingeniería civil. En el caso de La Guajira, la caída se explicó en gran parte por la suspensión de suministro de gas hacia Venezuela a partir del segundo semestre de 2015. En otros departamentos importantes en la producción de petróleo, como Boyacá y Santander, el deterioro de sus economías fue en mayor medida por los efectos del paro camionero y agrícola, y por el impacto del fenómeno de El Niño sobre la generación hidráulica de energía eléctrica.

Por otra parte, se destacó el crecimiento de Bolívar (11,4%), jalonado por la rama industrial conforme a la puesta en marcha de la Refinería de Cartagena; esta situación posicionó al departamento con la mayor expansión en el PIB per cápita en el país con respecto al año anterior. A Bolívar le siguieron catorce departamentos con aumentos reales del PIB por encima del nacional. En todos, excepto Amazonas, el crecimiento fue impulsado principalmente por el dinamismo de la construcción. Las edificaciones, en particular las asociadas con la vivienda de interés social, estimularon las economías de Caquetá, Risaralda, Norte de Santander, Valle del Cauca, Antioquia, Cauca, Tolima, Córdoba y Huila. El mayor ritmo de ejecución en obras civiles también se sumó a la expansión de la construcción en San Andrés y Providencia, Atlántico, Quindío y Cundinamarca.

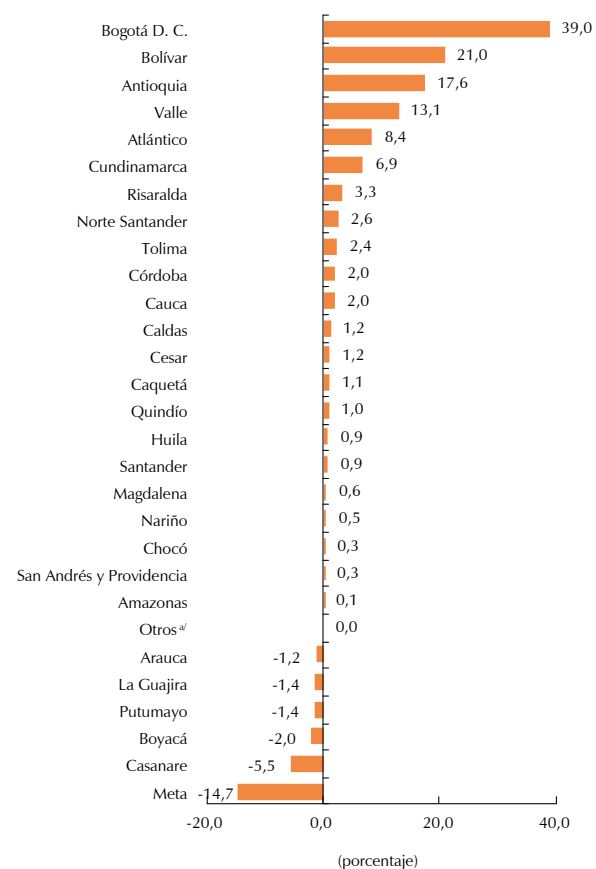
Por su parte, Bogotá creció en gran medida por el dinamismo de los establecimientos financieros, en particular en intermediación financiera. Esta actividad también aportó al crecimiento de Antioquia, Atlántico, Bolívar, Cauca y Valle del Cauca. En la economía capitalina este rubro continuó creciendo a tasas reales elevadas similares a las observadas en períodos previos, mientras que en las restantes

52 Véase el *Informe al Congreso de la República* de marzo de 2017, elaborado por Banco de la República, pp. 28-35.

actividades se observaron señales de desaceleración y de deterioro, consistentes con el menor ritmo de actividad económica en producción y consumo. A pesar de la desaceleración de la economía bogotana, esta presentó la contribución más alta al crecimiento del total nacional en 2016 (Gráfico 43).

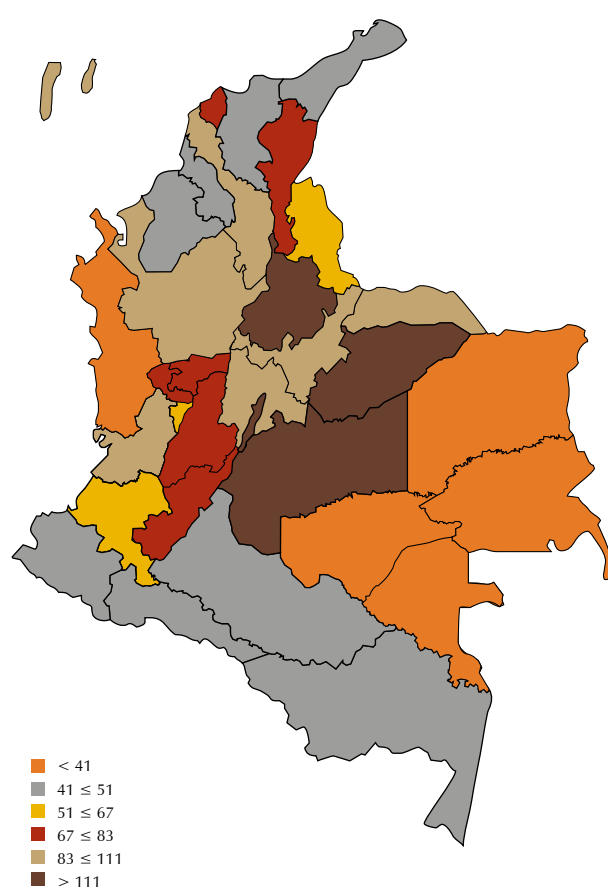
En términos del PIB per cápita por departamentos, siete se situaron por encima del promedio nacional, destacándose la diferencia frente a los niveles de Casanare, Santander, Meta y Bogotá (Mapa 1). De los cuatro territorios, la ciudad capital fue la única en reportar un aumento frente al año anterior. En menor medida pero igualmente superiores al nacional, se situaron Boyacá, Antioquia y Valle del Cauca. Para el resto de departamentos, ubicados por debajo del PIB per cápita nacional, se destacaron los crecimientos reales superiores al 2,5% anual en Bolívar, Risaralda, Caquetá, Atlántico, San Andrés y Providencia, y Norte de Santander; este último, pese a ser el más afectado con el cierre de tránsito peatonal y de carga hacia Venezuela, parcialmente reanudado a finales de año, compensó su crecimiento con la generación de electricidad.

Gráfico 43
Aporte por departamento al crecimiento real anual del PIB nacional, 2016



a/ Corresponde a Guainía, Guaviare, Sucre, Vaupés y Vichada.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Mapa 1
PIB per cápita departamental, 2016
(porcentaje del PIB per cápita nacional)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En 2016 la tasa de desempleo se mantuvo relativamente estable para cerca de la mitad de los departamentos del país, donde los incrementos más importantes ocurrieron en la región Caribe y el Eje Cafetero.

2. El mercado laboral departamental en 2016

De acuerdo con las estadísticas anuales departamentales más recientes disponibles para veintitrés departamentos⁵³ y el distrito capital, la TD se mantuvo relativamente estable para cerca de la mitad de los territorios, pese a la desaceleración económica observada en 2016, comportamiento que fue acorde con lo observado en el resultado total departamental (Cuadro 11).

La región centro del país es una de las zonas que exhibió estabilidad relativa para la TD, donde resaltan los departamentos de Huila, Tolima, Caquetá, Cundinamarca y Bogotá. El suroccidente, por su parte, con Cauca y Nariño, presentó las mayores reducciones en los niveles de desempleo con tasas a dos dígitos; y en particular en sus ciudades capitales, Popayán y Pasto, la demanda laboral aumentó en la actividad de comercio y actividades inmobiliarias, adicional al sector de la construcción para el último caso⁵⁴.

En cuanto a incrementos en la TD, este fue un comportamiento característico para varios departamentos de la región Caribe (Córdoba, Cesar, La Guajira, Sucre y Magdalena) y el Eje Cafetero (Quindío y Caldas), entre otros. En particular, Córdoba tuvo el mayor incremento departamental (3,7 pp), mientras que Quindío sigue ocupando el primer lugar con la tasa más alta del país (13,9%), seguido de nuevo por Norte de Santander. En este contexto, el comportamiento de la TD se caracterizó por una dinámica de disminución más rápida en la demanda laboral, representada por la TO, frente a lo ocurrido en la oferta laboral, referida por la TGP. Las mayores reducciones en la demanda laboral en los últimos cuatro años fueron para La Guajira, Cesar y Norte de Santander, departamentos limítrofes cuyas capitales, frente a la población económicamente activa, se encuentran dentro de las ciudades que más migrantes han recibido.

Teniendo en cuenta la desaceleración de la economía, la expansión en el número de ocupados del total de los veintitrés departamentos y el distrito capital creció 0,5% anual, no obstante reportó la cifra máxima histórica de ocupados en 2016 (22'225.225 trabajadores). En particular, Nariño se destacó por ocupar el primer lugar en generación de puestos de trabajo (42.000), 37% del total de nuevos empleos creados en el país; y junto con Cauca y Atlántico representaron el 83,5%. En referencia a los desocupados, el mayor incremento se presentó en Córdoba (30.000), seguido de Bogotá y Antioquia, que constituyeron el 66,4% del total departamental.

53 Antioquia, Atlántico, Bolívar, Boyacá, Caldas, Caquetá, Cauca, Cesar, Chocó, Córdoba, Cundinamarca, Huila, La Guajira, Magdalena, Meta, Nariño, Norte de Santander, Quindío, Risaralda, Santander, Sucre, Tolima, Valle del Cauca.

54 El DANE publica información de la población ocupada según ramas de actividad para veintitrés ciudades y áreas metropolitanas.

Cuadro 11
Indicadores del mercado laboral por departamento
(porcentaje)

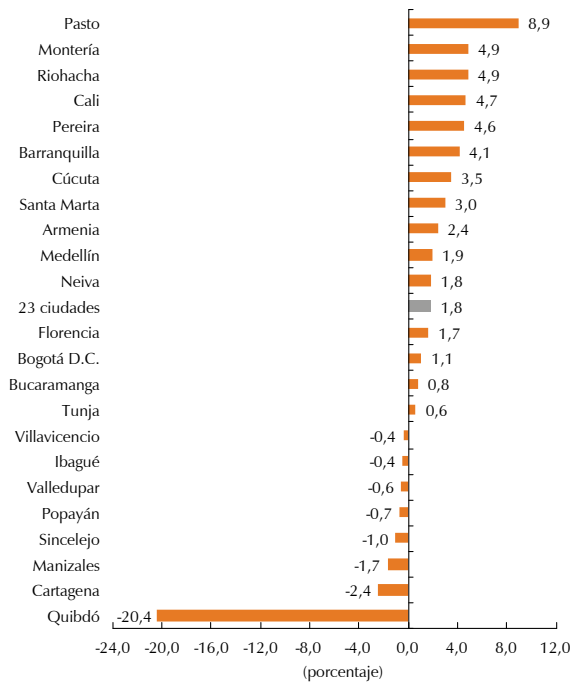
Departamentos	Tasa global de participación (TGP)			Tasa de ocupación (TO)			Tasa de desempleo (TD)		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Total departamental ^{a/}	64,5	65,0	64,7	58,6	59,2	58,7	9,1	8,9	9,2
Antioquia	63,5	62,7	62,3	57,5	56,9	56,3	9,4	9,2	9,6
Atlántico	60,9	63,4	63,7	56,3	58,4	58,8	7,6	8,0	7,6
Bogotá D.C.	72,5	71,6	70,8	66,2	65,4	64,2	8,7	8,7	9,3
Bolívar	59,1	59,6	59,2	55,3	55,4	55,2	6,4	7,0	6,8
Boyacá	60,8	63,0	59,6	56,3	59,1	55,4	7,5	6,2	7,0
Caldas	54,3	56,7	55,8	49,5	51,9	50,6	8,8	8,4	9,3
Caquetá	53,6	54,9	59,7	49,5	50,7	55,1	7,6	7,8	7,6
Cauca	58,5	59,6	60,0	52,1	53,6	55,3	10,8	10,1	7,9
Cesar	55,4	56,5	56,5	50,2	51,4	50,1	9,3	8,9	11,5
Chocó	44,9	48,7	51,0	39,3	43,3	45,6	12,4	11,0	10,7
Córdoba	59,7	62,4	60,5	55,6	58,6	54,6	6,8	6,0	9,7
Cundinamarca	71,5	71,4	69,8	65,5	65,8	64,2	8,4	7,9	8,1
Huila	61,1	64,2	63,4	56,2	59,3	58,4	8,1	7,6	8,0
La Guajira	67,2	67,6	68,0	63,1	62,7	61,8	6,1	7,2	9,1
Magdalena	56,6	57,1	57,3	52,6	52,9	52,5	7,1	7,4	8,4
Meta	61,4	64,0	62,8	55,1	57,4	56,0	10,3	10,2	10,8
Nariño	67,6	68,4	69,4	60,5	62,1	64,1	10,5	9,2	7,6
Norte de Santander	59,6	59,2	59,5	52,3	51,8	52,0	12,2	12,5	12,6
Quindío	63,6	63,3	64,8	55,0	55,2	55,7	13,5	12,9	13,9
Risaralda	62,3	62,6	63,8	54,6	56,0	57,9	12,3	10,5	9,3
Santander	68,9	68,7	68,9	64,4	64,1	63,9	6,5	6,7	7,3
Sucre	59,3	57,6	60,1	54,3	52,8	54,4	8,4	8,3	9,4
Tolima	66,8	68,4	68,9	60,3	61,3	61,8	9,7	10,4	10,3
Valle del Cauca	65,7	66,9	66,5	58,0	59,6	59,1	11,7	11,0	11,2

a/ El total departamental incluye 23 departamentos y Bogotá D.C.
TGP = (población económicamente activa / población en edad de trabajar) x 100.
TO = (ocupados / población en edad de trabajar) x 100.
TD = (desempleados / población económicamente activa) x 100.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

En cuanto a la evolución de los indicadores de calidad del empleo, teniendo en cuenta la información disponible por el DANE para veintitrés ciudades capitales⁵⁵, se observó una desaceleración en el empleo asalariado y el empleo formal para más de la mitad de las capitales. Por su parte, se distinguen los resultados de Pasto en ambos segmentos, sugiriendo mejoras en términos de la calidad del empleo en la ciudad. Frente al resto de ciudades, alcanzó la generación del empleo asalariado más alto (Gráfico 44), superando el resultado del año anterior, lo que estuvo impulsado principalmente por la contratación de trabajadores sin educación su-

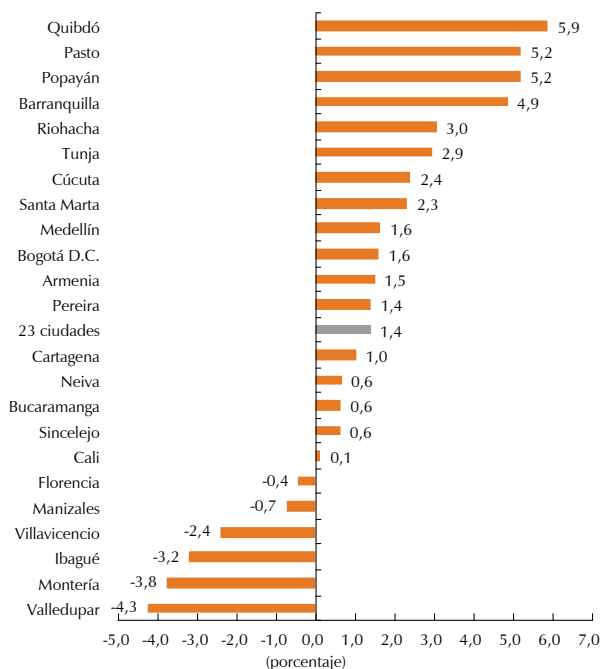
55 Armenia, Barranquilla, Bogotá, Bucaramanga, Cartagena, Cali, Cúcuta, Florencia, Ibagué, Manizales, Medellín, Montería, Neiva, Pasto, Pereira, Popayán, Quibdó, Riohacha, Santa Marta, Sincelejo, Tunja, Valledupar y Villavicencio.

Gráfico 44
Crecimiento anual del empleo asalariado por ciudad, 2016



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

Gráfico 45
Crecimiento anual de la formalidad^{a/} laboral por ciudad, 2016

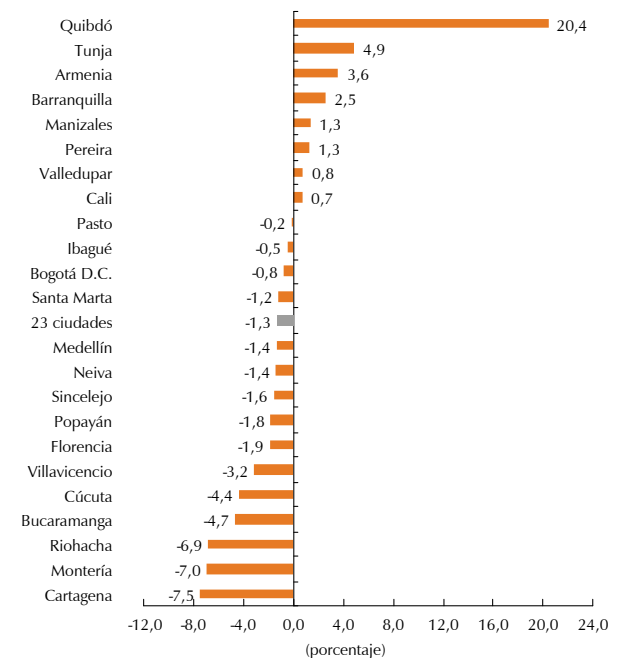


a/ Se considera trabajador formal aquel que está empleado en una empresa de más de cinco trabajadores, según la definición del DANE y la OIT.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

perior; en empleo formal ocupó el segundo lugar en crecimiento después de Quibdó (Gráfico 45). En referencia al resultado de Quibdó, la buena dinámica en el número de empleados formales generados le permitió aumentar en 2,4 pp la participación de este segmento en el total de ocupados; no obstante, mantiene un mercado laboral mayoritariamente informal, que es la característica de cerca del 80% de las regiones. Se exceptúan Manizales, Medellín, Bogotá, Cali y Tunja.

En términos del ingreso laboral⁵⁶ real mediano por hora estimado para las veintitrés ciudades (Gráfico 46), quince de ellas registraron contracciones y, en su mayoría, superiores al total agregado. Entre estas se encuentran varias de la costa Caribe, como Cartagena, que exhibió la mayor reducción, la cual se reflejó en ambas categorías de ingresos, con y sin educación superior. Le siguieron Riohacha, Sincelejo y Santa Marta. Esta misma reducción fue característica de

Gráfico 46
Crecimiento real del ingreso laboral por ciudad^{a/}, 2016



a/ Corresponde a la variación anual real de la mediana del ingreso laboral (por hora) de los ocupados.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

56 Las cifras corresponden al ingreso primario o principal de los ocupados desestacionalizado, el cual se deflactó con el IPC. Las cifras del ingreso total nacional y del agregado de las veintitrés ciudades se deflactaron con el IPC total, y en el caso de las capitales se utilizó el IPC para cada ciudad.

otras ciudades como Bucaramanga, Villavicencio, Popayán, Neiva y Medellín. Las ciudades que compensaron la caída generalizada del ingreso laboral en ambos segmentos fueron Quibdó, Tunja, Manizales y Cali.

3. La inflación al consumidor por ciudades en 2016

De las veinticuatro ciudades para las que publica el DANE la inflación, en 2016 veintitrés registraron descensos importantes en su variación anual en comparación con los resultados observados un año atrás, destacándose la corrección a la baja en Neiva, Pasto, Valledupar, Cartagena y Villavicencio. La inflación de Cúcuta fue la excepción, al registrar un ligero aumento anual frente al resultado anterior.

La ciudad que exhibió el mayor ritmo de crecimiento de los precios en 2016 fue Medellín, seguida de Manizales, Barranquilla y Sincelejo, que al igual que otras siete ciudades, superaron la variación del IPC nacional (5,75%); mientras que las restantes catorce estuvieron por debajo, identificando a Neiva como la de más baja inflación (Cuadro 12).

La corrección a la baja de la inflación anual para las diferentes ciudades obedeció, principalmente, al descenso acelerado de los precios del grupo de alimentos, luego de las continuas subidas de períodos previos. En todas las ciudades el quiebre de tendencia ascendente en los precios de los alimentos se presentó desde agosto de 2016, después de alcanzar niveles máximos en julio. A diciembre la inflación anual de los alimentos para las diferentes ciudades de seguimiento registró menor ritmo de crecimiento frente al obtenido el año anterior. En particular, Pasto se caracterizó por obtener la caída más pronunciada en el rubro de alimentos, ciudad que un año atrás había mostrado la inflación más alta de este grupo; por su parte, Medellín fue la de menor reducción en la inflación de alimentos (Cuadro 12).

La desaceleración de los precios de los alimentos, en ciudades particulares de referencia⁵⁷, en gran parte se explicó por la fuerte caída de los perecederos, efecto parcialmente contrarrestado por la inflación de los procesados y de las comidas fuera del hogar. En este contexto, todas las ciudades registraron deflación en perecederos, excepto Medellín, que tuvo una variación positiva (0,35%); en tanto que Neiva se distinguió por la mejor evolución a la baja (-13,14%). Por su parte, la intensidad de los choques de oferta en el subgrupo de los procesados, en especial la prolongación de la retención ganadera y la baja productividad lechera, mostró para nueve ciudades de las trece estimadas la persistencia de una variación anual creciente en relación con las cifras observadas el año anterior; identificando a Manizales con la mayor alza en este rubro (14,66%). En cuanto a las comidas fuera del hogar, todas las ciudades registraron incrementos superiores a los de un año atrás, y en particular Barranquilla, Cali y Bogotá mostraron las mayores aceleraciones.

La menor inflación anual se explica principalmente por la corrección a la baja en los precios de los alimentos en las diferentes ciudades.

57

Son 13 ciudades para las cuales el DANE calcula la inflación del grupo de productos perecederos.

Cuadro 12
Indicadores de inflación por ciudades
porcentaje y diferencia en puntos básicos (pb)

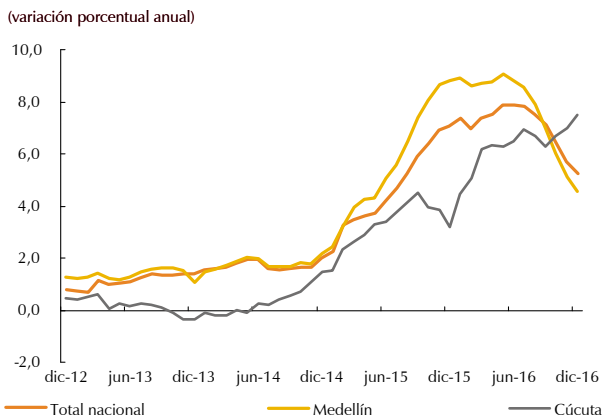
Ciudad	Inflación total			Sin alimentos			Alimentos		
	2015	2016	Variación (pb)	2015	2016	Variación (pb)	2015	2016	Variación (pb)
Armenia	6,95	6,28	(67)	5,11	5,63	52	12,22	8,03	(419)
Barranquilla	7,65	6,47	(118)	6,44	5,96	(48)	10,55	7,66	(289)
Bogotá	6,62	5,69	(93)	5,01	5,18	17	10,86	6,98	(388)
Bucaramanga	6,02	5,88	(14)	4,17	5,18	101	9,64	7,18	(246)
Cali	6,85	5,13	(172)	4,71	4,43	(28)	12,48	6,85	(563)
Cartagena	7,40	5,25	(215)	5,99	5,44	(55)	10,61	4,85	(576)
Cúcuta	5,58	6,11	53	3,25	5,73	248	10,10	6,81	(329)
Florencia	6,80	6,04	(76)	4,46	5,26	80	11,75	7,58	(417)
Ibagué	6,73	5,25	(148)	4,75	4,65	(10)	11,20	6,55	(465)
Manizales	7,97	6,47	(150)	5,90	5,65	(25)	13,15	8,42	(473)
Medellín	6,82	6,54	(28)	5,93	5,63	(30)	9,56	9,22	(34)
Montería	6,78	5,20	(158)	5,23	4,53	(70)	10,62	6,79	(383)
Neiva	7,20	3,97	(323)	4,31	3,43	(88)	12,91	4,94	(797)
Pasto	7,58	4,75	(283)	4,64	4,86	22	13,96	4,55	(941)
Pereira	6,87	5,62	(125)	5,54	4,25	(129)	10,42	9,10	(132)
Popayán	6,88	5,77	(111)	4,60	5,36	76	11,86	6,61	(525)
Quibdó	6,27	4,57	(170)	3,62	2,44	(118)	11,13	8,21	(292)
Riohacha	7,11	5,61	(150)	5,04	4,47	(57)	10,76	7,52	(324)
San Andrés	7,25	6,03	(122)	4,96	3,99	(97)	11,00	9,18	(182)
Santa Marta	6,70	4,85	(185)	5,58	3,67	(191)	8,96	7,14	(182)
Sincelejo	7,78	6,45	(133)	6,03	6,29	26	11,18	6,75	(443)
Tunja	6,07	4,91	(116)	4,30	3,93	(37)	10,13	7,03	(310)
Valledupar	6,76	4,28	(248)	5,36	3,50	(186)	10,19	6,12	(407)
Villavicencio	6,56	4,45	(211)	4,50	3,88	(62)	10,84	5,57	(527)
Total nacional	6,77	5,75	(102)	5,17	5,14	(3)	10,85	7,22	(363)

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En relación con los precios de los bienes y servicios, en más de la mitad de ciudades se redujo la variación anual del IPC sin alimentos en 2016 (Cuadro 12). Santa Marta, Valledupar, Pereira y Quibdó registraron los mayores ajustes, este último adicionalmente con la menor variación anual, que le significó una reducción de 118 pb; mientras que en Cúcuta y Bucaramanga se amplió 248 pb y 101 pb, respectivamente, frente al año anterior. Cabe señalar que la base de comparación para Cúcuta fue baja, teniendo en cuenta que en 2015 registró la menor inflación en el subgrupo del IPC sin alimentos (3,25%).

La desaceleración del crecimiento del IPC sin alimentos observada en las ciudades referidas estuvo soportada principalmente en el comportamiento favorable del subgrupo de los transables sin alimentos ni regulados, en mayor medida explicado por el debilitamiento del traspaso de la fuerte depreciación acumulada del peso ocurrida desde julio de 2014 y extendida hasta febrero de 2016. El descenso de la

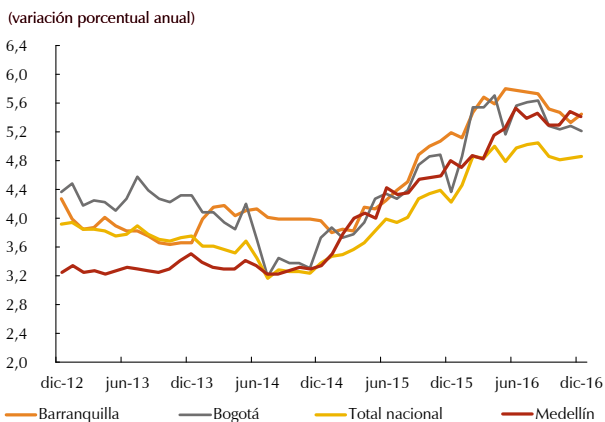
Gráfico 47
IPC de transables (sin alimentos ni regulados): Cúcuta y Medellín



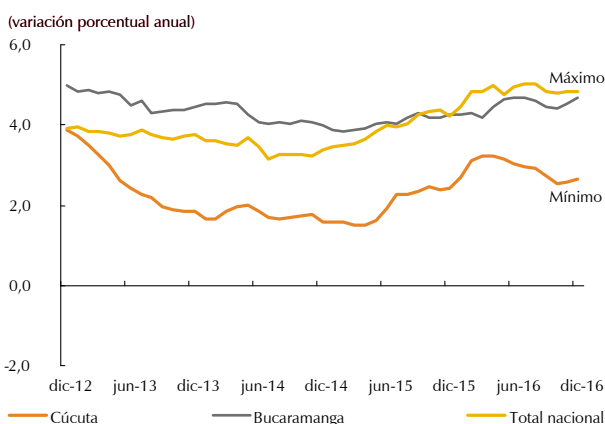
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 48
IPC de no transables sin alimentos ni regulados, por ciudades

A. Ciudades con variación superior al total nacional en 2016



B. Algunas ciudades con variación inferior al total nacional en 2016



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

inflación anual del IPC de transables sin alimentos ni regulados fue generalizada para las ciudades, excepto para Cúcuta (Gráfico 47). Mientras en esta ciudad se registraron continuas presiones alcistas durante el año, en las demás el descenso en el ritmo de corrección anual en el IPC de transables se dio gradualmente a partir de agosto. El ajuste con mayor velocidad se registró en Medellín, con 423 pb de descenso frente a la cifra de diciembre de un año atrás.

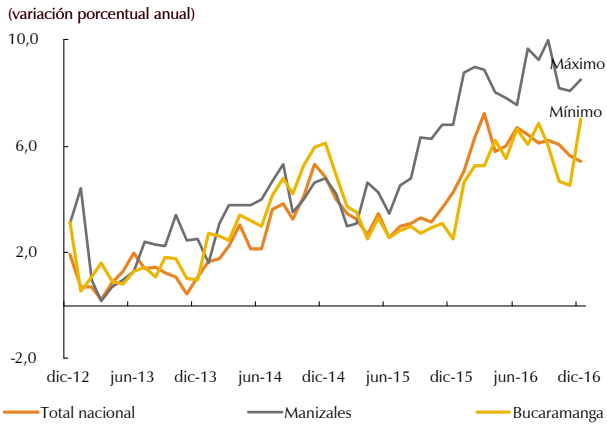
En cuanto al IPC de no transables sin alimentos ni regulados, en Barranquilla, Medellín y Bogotá la inflación anual fue superior al 5,0%, lo que las situó por encima del total nacional (4,85%) (Gráfico 48, panel A), comportamiento similar al registrado el año anterior, mientras que el resto de ciudades presentaron una aceleración menor, al pasar de variaciones anuales en 2015 entre un rango de 2,31% (mínimo) y 4,27% (máximo) a 2,65% y 4,70% en 2016; en este último rango Cúcuta presentó la cifra más baja y Bucaramanga la más alta (Gráfico 48, panel B). En el subgrupo de los regulados, por su parte, se registraron mayores presiones alcistas en más de la mitad de las trece ciudades, con inflaciones superiores a las registradas el año anterior. En Manizales, Cúcuta, Cartagena, Medellín, Barranquilla y Bucaramanga la inflación de este grupo de bienes se situó en un rango entre 6,99% (mínimo) y 8,48% (máximo) (Gráfico 49, panel A), en tanto que en el resto de ciudades se situó de 1,79% (Neiva) a 5,25% (Pasto) (Gráfico 49, panel B).

4. Comportamiento de las remesas internacionales

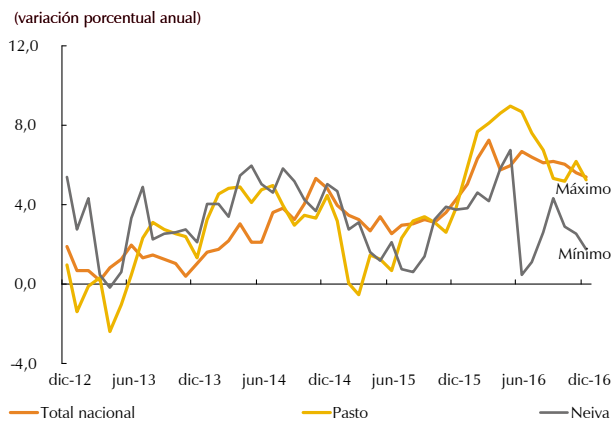
Según las estadísticas del Banco de la República, de 2011 a 2016 ingresaron al país un promedio anual de USD4.336,9 m por concepto de remesas internacionales. Seis años atrás, de 2005 a 2010, el promedio era de USD4.079,3 m anual. Al analizar entre ambos períodos la composición de las remesas por país de origen, se mantuvieron estables los primeros dos lugares en importancia relativa, en su orden, los Estados Unidos y España; mientras que el primero aumentó su participación entre dichos períodos, España la redujo (Gráfico 50). En el caso de Venezuela, país que había registrado el tercer lugar en importancia relativa en el primer período de análisis, acentuó su

Gráfico 49
IPC de regulados, por ciudades

A. Algunas ciudades con variación superior al total nacional en 2016

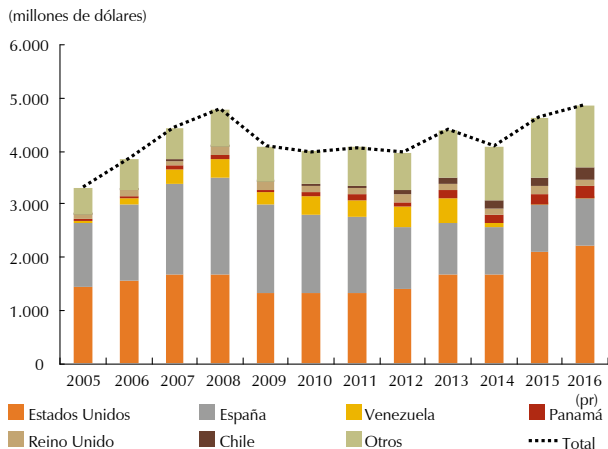


B. Algunas ciudades con variación inferior al total nacional en 2016



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 50
Remesas internacionales por país de origen



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

pérdida de representatividad al final de 2016. En contraste, entre los países que ganaron mayor participación se destacaron Panamá y Chile. Otros países con participaciones por encima del 1,0% fueron el Reino Unido, Ecuador, Canadá, México, Perú, Francia, Suiza y Alemania.

Al primer trimestre del año en curso las estadísticas más recientes mostraron una desaceleración en el flujo de remesas hacia el país, 8,5 pp inferior en comparación con las registradas en el mismo trimestre de un año atrás. El menor ritmo de crecimiento de las remesas (3,9% anual), en gran parte se explicó por la reducción de las provenientes desde España y, en menor medida, por la caída de las recibidas de Ecuador. Mientras que España continuó ocupando el segundo lugar en importancia relativa después de los Estados Unidos, Chile desplazó a Venezuela en el tercer lugar, seguido por Panamá, Ecuador, el Reino Unido y Canadá. Los siete países concentraron el 80,5% de las remesas recibidas por el país.

A marzo de 2017 el 74,9% de los ingresos del país por remesas se distribuyeron entre los departamentos de Valle del Cauca, Antioquia, Cundinamarca (incluye Bogotá) y Risaralda (Cuadro 13). Le siguieron en orden de importancia Atlántico, Norte de Santander, Quindío, Caldas, Bolívar y Santander, con una participación del 16,0%. Las estadísticas recientes mostraron el deterioro de las remesas provenientes de Venezuela que son recibidas en su mayoría por Norte de Santander, Cundinamarca y Valle del Cauca.

Cuadro 13
Remesas internacionales por departamentos y países de origen
(millones de dólares)

	2015						2016 pr						2017pr (I trim.)					
	Estados Unidos	España	Venezuela	Chile	Otros	Total	Estados Unidos	España	Venezuela	Chile	Otros	Total	Estados Unidos	España	Venezuela	Chile	Otros	Total
Valle del Cauca	499,4	282,2	0,2	94,3	387,5	1.263,6	556,1	314,3	0,3	123,5	407,0	1.401,1	134,5	64,3	0,1	35,3	112,5	346,8
Antioquia	512,6	103,7	0,1	13,4	214,6	844,5	546,1	106,2	0,2	20,4	156,7	829,6	128,2	21,7	0,0	4,7	48,4	203,0
Cundinamarca	365,9	73,7	0,4	14,6	322,5	777,0	447,9	85,4	0,4	20,4	250,5	804,6	159,6	19,3	0,1	5,5	75,3	259,7
Risaralda	157,0	131,7	0,0	15,5	124,1	428,3	166,0	150,9	0,0	19,0	83,9	419,8	37,6	27,6	0,0	5,8	24,0	95,0
Atlántico	92,0	14,4	0,1	3,2	63,4	173,1	107,9	16,4	0,1	4,5	47,5	176,4	28,1	3,6	0,0	1,5	15,1	48,3
Norte de Santander	19,5	8,3	1,7	1,2	28,7	59,5	29,6	29,0	2,1	2,8	40,6	104,2	6,7	7,8	0,3	1,6	15,1	31,4
Quindío	73,8	39,2	0,0	4,9	53,4	171,3	78,2	41,3	0,0	5,5	33,5	158,5	18,0	8,1	0,0	2,0	7,8	36,0
Caldas	47,8	28,3	0,0	4,9	42,2	123,2	55,0	32,7	0,0	6,6	35,9	130,1	12,0	6,2	0,0	1,5	11,6	31,3
Bolívar	41,7	7,8	0,1	1,6	28,6	79,8	50,5	9,2	0,1	2,3	26,1	88,2	10,9	1,9	0,0	0,5	6,7	20,0
Santander	39,6	21,1	0,1	2,1	35,5	98,4	48,9	22,8	0,1	2,6	29,8	104,3	11,5	5,0	0,0	0,8	9,0	26,4
Otros	263,1	152,8	0,1	12,1	188,7	616,8	140,9	58,5	0,2	15,9	425,9	641,4	32,5	11,8	0,0	5,2	61,0	110,5
Total	2.112,5	863,3	2,6	168,0	1.489,2	4.635,5	2.227,3	866,6	3,5	223,4	1.537,5	4.858,2	579,6	177,4	0,5	64,3	386,5	1.208,3

(pr): datos preliminares.
Fuente: Banco de la República.

Recuadro 1

COMPORTAMIENTO DE LA PARTICIPACIÓN EN EL MERCADO LABORAL COLOMBIANO

Como se señaló en el *Informe al Congreso* anterior (p. 16), la menor respuesta de la tasa de desempleo a la desaceleración económica es explicada, en parte, por la caída en la participación laboral, especialmente durante el año 2016. En este recuadro se explora en detalle la dinámica del comportamiento de la tasa global de participación (TGP) desde marzo de 2007 para el agregado de las trece principales ciudades¹.

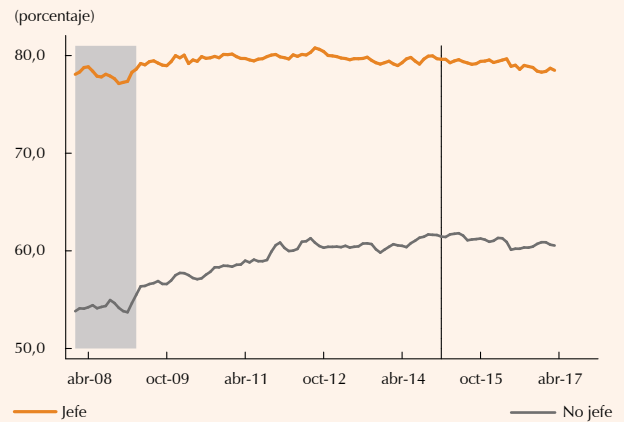
La reducción de la TGP en las principales trece ciudades se ha concentrado principalmente en las personas que no son jefes de hogar (especialmente en cónyuges), en particular durante el año 2015 y el primer semestre de 2016 (Gráfico R1.1, panel A). Este comportamiento parece no replicar el del último período de desaceleración económica registrado entre inicios de 2008 y marzo de 2009 (área sombreada gráfico R1.1). Asimismo, se observa que la caída de la TGP ha sido mayor en el segmento de la población con educación superior, aunque desde el segundo semestre de 2016 se ha mantenido estable la participación para ambos grupos (Gráfico R1.1, panel B). Finalmente, por grupos de edad, la caída reciente de la TGP se ha concentrado en el grupo de menores de 25 años (Gráfico R1.1, panel C).

Teóricamente, la decisión de participar en el mercado laboral depende de la comparación del salario esperado con el salario de reserva (*i. e.*: el salario más bajo por el cual una persona estaría dispuesta a trabajar). Si el primero es superior al segundo, el individuo participará en el mercado laboral; en caso contrario, no lo hará. En este sentido mayores salarios podrían estar relacionados con una mayor participación laboral. El Gráfico R1.2 muestra el comportamiento reciente del salario real mediano por hora y la TGP, en el cual se observan tendencias similares de las dos variables. Además, durante la desaceleración económica de 2008 tanto el salario real mediano por hora como la TGP muestran una caída importante, similar al comportamiento que se ha venido observando en la reciente desaceleración económica que, como señalamos, dista de ser una contracción económica. Por tanto, la caída actual de la TGP podría asociarse a simple vista con una caída en los salarios.

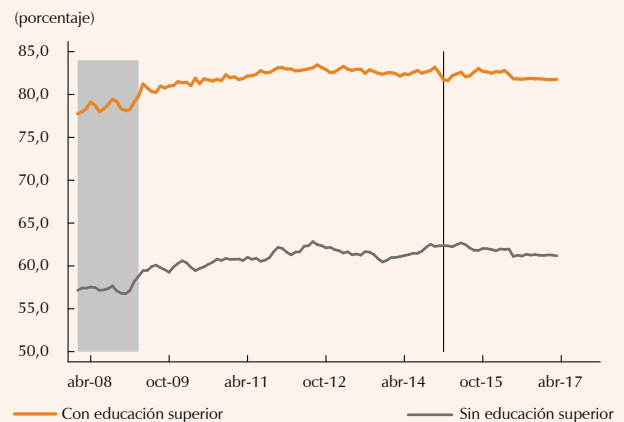
Para hacer una interpretación un poco más adecuada del comportamiento de los salarios, estos se descomponen en

Gráfico R1.1
Tasa global de participación por segmentos de población (trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)

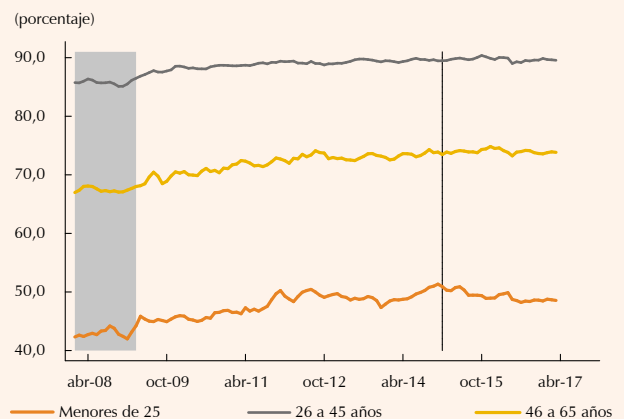
A. Jefes y no jefes de hogar



B. Nivel educativo



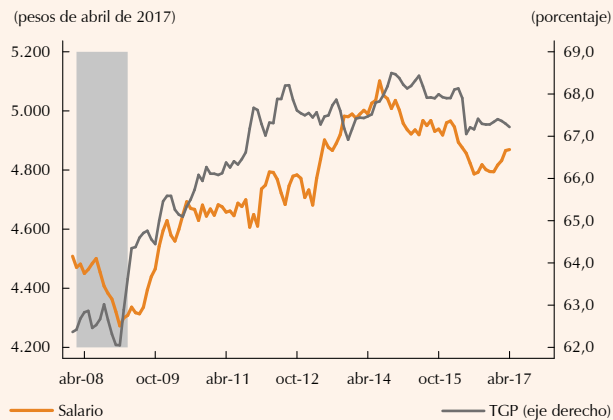
C. Grupos de edad



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

1 El dominio de trece principales ciudades lo conforman: Bogotá, Cali, Medellín, Barranquilla, Bucaramanga, Manizales, Pasto, Pereira, Cúcuta, Villavicencio, Ibagué, Montería y Cartagena.

Gráfico R1.2
Salario real mediano por hora y tasa global de participación
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



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

una parte estructural y una cíclica o residual². El residuo del salario permite observar la dinámica de los salarios aislando su componente estructural. Por otro lado, en épocas de contracción económica se pueden observar dos efectos que afectan la TGP: el efecto del trabajador adicional y el efecto desánimo. El primero surge cuando, ante el episodio de pérdida del empleo del jefe del hogar, los miembros secundarios deciden participar, produciéndose un aumento de la oferta laboral, en cuyo caso esta sería contracíclica. El segundo se asocia con la decisión de las personas de dejar de participar por la búsqueda infructuosa de un trabajo adecuado³; en este caso, la TGP sería procíclica. El efecto neto en la participación depende de cuál de estos dos efectos sea mayor.

2 Este procedimiento se hace para reducir, en la medida de lo posible, el efecto composición de los salarios, el cual se presenta a lo largo del ciclo económico. En las fases de contracción de la economía (o inclusive en las de desaceleración), se supone que los primeros en ser despedidos son los individuos de menor calificación, razón por la cual los salarios promedio (o medianos) pueden aumentar, lo cual es algo curioso, por decir lo menos, ya que induciría un comportamiento contracíclico en los salarios. La descomposición se hace mediante la ecuación de Mincer. En la especificación econométrica, además de incluir el logaritmo del salario real mediano por hora, se incluyen los años de escolaridad, la edad, la edad al cuadrado y variables categóricas para el sexo, el máximo nivel educativo alcanzado, grupos de ocupación y si es asalariado público o privado. Luego de calcular el residuo para todos los individuos, se calcula la mediana mensual para las trece ciudades. El componente residual de los salarios aísla el efecto que las características propias de las personas puedan tener sobre sus salarios reales por hora, es decir, su componente estructural. Para este ejercicio se utiliza la GEIH desde marzo de 2007 hasta abril de 2017.

3 La caída en los salarios de mercado también podría inducir un efecto desánimo. En este caso, la respuesta de las personas a esa caída está determinada por lo que se conoce como elasticidad de Frisch.

Para analizar de manera más precisa la relación entre la TGP y los salarios reales, se realizó un ejercicio econométrico entre la variación mensual de la TGP y las variaciones mensuales del indicador cíclico del salario real mediano por hora y de la tasa de ocupación (TO), que es la relación entre las personas ocupadas y la población en edad de trabajar⁴. Además, teniendo en cuenta la persistencia de la variación de la TGP, se incluyen los rezagos de su variación. El ejercicio se realizó para el período comprendido entre marzo de 2007 y abril de 2017 (Cuadro R1.1). Esta regresión muestra que existe una relación predominantemente positiva y estadísticamente significativa entre el cambio de la participación laboral y el cambio en el residuo de los salarios reales. Estos resultados indican que la caída reciente observada en la participación laboral coincidió con la caída en los salarios reales. De igual manera, la relación entre la TO rezagada y la TGP sugiere que, dado el signo del coeficiente y para el período en estudio, ha tendido a dominar el efecto del trabajador adicional: aumentos en la ocupación reducen la participación laboral⁵. Adicionalmente, dado el ejercicio anterior, vale la pena señalar que en vista de que a comienzos de 2017 se estaría presentando un repunte en los salarios reales, es posible que se observe un aumento de la participación laboral si dicho incremento persiste.

En resumen, puede afirmarse que, en general, en épocas de desaceleración de la actividad económica han primado los aumentos en la TGP, pero este es un fenómeno que no está ocurriendo en la actualidad. La reciente caída de la TGP urbana se ha concentrado en las personas que no son jefes de hogar, las que tienen educación superior y los menores de 25 años. Finalmente, los resultados del ejercicio econométrico presentado indican que esta reducción en la participación se relaciona con una caída en los salarios reales.

4 Se realiza una regresión en diferencias dadas las propiedades estadísticas de las variables.

5 Dada la endogeneidad de las variables, en este ejercicio se abstiene de hablar de causalidad y, más bien, se prefiere referir a correlaciones entre las variables.

Cuadro R1.1
Determinantes de la variación mensual de la tasa global de participación

Variables	Coficiente
Variación mensual del residuo del salario real rezagada dos períodos	0.098** (0,045)
Variación mensual de la TGP rezagada un período	0.657*** (0,227)
Variación mensual de la TGP rezagada tres períodos	-0.286* (0,159)
Variación mensual de la TO rezagada un período	-0.418* (0,233)
Número de observaciones	117
R ²	0,23

Nota: * significativa al 10%, ** significativa al 5% y *** significativa al 1%. La regresión incluye constante, 4 rezagos para cada una de las variables y un indicador de ciclo; sólo se presentan los rezagos estadísticamente significativos. Esta regresión se realiza con datos mensuales desestacionalizados, trimestre móvil, desde marzo 2007 hasta abril de 2017.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Recuadro 2

TRANSMISIÓN DE LA TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA A LAS TASAS DE INTERÉS DEL SISTEMA FINANCIERO

En este recuadro se muestran las conclusiones de varios estudios que han evaluado la relación que existe entre los cambios en la tasa de interés de política y las tasas de interés de captación y crédito en Colombia. También, se ilustran los resultados de dos tipos de indicadores que pretenden medir este tipo de relación. El primero, llamado indicador de sensibilidad, intenta medir el grado de transmisión de los cambios en la tasa de interés de referencia hacia las tasas de interés de captación o de préstamos. El segundo, llamado indicador de difusión, ilustra la proporción de entidades de crédito en las cuales sus tasas de ahorro y crédito se mueven en el mismo sentido que lo hace la tasa de interés de política.

Como se verá, diferentes estudios muestran que existe una relación de largo plazo entre la tasa de política y las tasas de interés de los mercados de ahorro y crédito. En el corto plazo los cambios en la tasa de referencia suelen transmitirse con mayor velocidad hacia las tasas de interés de los créditos comerciales que a las tasas de interés de los préstamos dirigidos a los hogares. Esta última conclusión se evidencia en el actual ciclo de reducción de tasas de interés de política.

1. La relación entre la tasa de interés de política y las tasas de captación y crédito

Varios estudios en Colombia han encontrado una relación entre el comportamiento de la tasa de interés de referencia del Banco de la República y el de las tasas de interés del sistema financiero. En términos generales, concluyen que en el corto plazo los cambios en la tasa de interés de política demoran algunos meses en traspasarse a las tasas de ahorro y crédito, pero a largo plazo la transmisión se completa¹. La velocidad e intensidad de este traspaso depende de muchos factores, tales como: la modalidad del crédito, el estado de la economía, la existencia de límites en las tasas de interés, los niveles de riesgo, los cambios en la disponibilidad externa e interna de liquidez, las expectativas sobre el comportamiento futuro de la tasa de política, etc.

Por ejemplo, Amaya (2006) encuentra que en las tasas de ahorro y crédito la transmisión es alta y rápida (se materializa en siete meses), con un efecto heterogéneo entre bancos. Por su parte, Chavarro *et al.* (2015) muestran que el traspaso se completa para las diferentes modalidades de crédito después de ocho meses de la intervención, y destacan que se ve influenciado por el tipo de crédito, los plazos ofrecidos,

la presencia de tasas límite (usura y máxima remuneratoria) y las condiciones económicas. En general, los resultados muestran que el efecto es más rápido a las tasas comerciales que a las tasas ofrecidas a los hogares; en particular, la transmisión a las tasas de crédito preferencial es la más rápida y completa. En cuanto a las tasas de tarjetas de crédito e hipotecarias, el traspaso es más débil debido a su naturaleza, regulación, existencia de tasa límite y sus rigideces.

Recientemente, Cristiano *et al.* (2017) evaluaron la respuesta de las tasas de mercado ante cambios no anticipados en la tasa de interés de referencia; también, analizaron el efecto que tienen las expectativas de los agentes sobre la evolución futura de la tasa de intervención en la transmisión de las tasas. Los autores muestran que una manera por la cual el banco central afecta la tasa de interés de mediano plazo es vía expectativas. Adicionalmente, encuentran que las sorpresas de política monetaria tienen un efecto significativo en la fijación de tasas de mercado, tanto de captación como de colocación. En particular, para la tasa de los depósitos a término fijo (DTF)², tanto las sorpresas de política monetaria como las expectativas de los agentes sobre los movimientos futuros de la tasa de intervención son consideradas por las entidades financieras al momento de fijar sus tasas de mercado. Además, encontraron que las entidades financieras buscan anticipar los movimientos de la tasa de interés de referencia y que este comportamiento constituye la variable más importante para determinar la tasa de los certificados a término (CDT) a noventa días.

2. Indicador de sensibilidad

En esta sección se evalúa el grado de transmisión de los cambios en la tasa de política sobre las tasas de mercado, utilizando una medida de sensibilidad, la cual se define como el cociente entre el cambio acumulado en una tasa de mercado y el cambio acumulado en la tasa de política (Chavarro *et al.*, 2015). El cociente puede tomar valores positivos o negativos ($-\infty, +\infty$): valores negativos indican una reacción contraria con respecto al movimiento de la tasa de interés de mercado; entre $[0,1)$ una transmisión menos que proporcional a la tasa de mercado; igual a 1 indica transmisión completa, y valores superiores a 1 una transmisión más que proporcional.

1 Véase Julio (2001), Huertas *et al.* (2005), Betancourt *et al.* (2006) y Vargas *et al.* (2010).

2 Tasa de interés semanal calculada como el promedio de los CDT a noventa días de bancos, corporaciones y compañías de financiamiento comercial.

Para entender los gráficos que resumen los ejercicios, es importante aclarar los siguientes aspectos:

- La sensibilidad se calcula para cada ciclo de incrementos (áreas grises) o de reducciones (áreas claras) de la tasa de interés de referencia (tasa repo a un día)³.
- Como algunos ejercicios econométricos muestran que los agentes tienden a anticipar los cambios en la tasa de referencia, la sensibilidad se calcula a partir del mes anterior del inicio de un ciclo de cambio en la tasa de política.

En los gráficos R2.1 al R2.3 se presenta la sensibilidad de las principales tasas de captación y crédito frente a los cambios en la tasa de política en los seis ciclos más recientes de aumentos o reducciones en la tasa de interés de referencia.

En las tasas de captación se observa que, en todos los períodos, incluyendo el actual, la transmisión de tasas se ha materializado para todos los plazos (Gráfico R2.1). En el período vigente se destaca la reducción más que proporcional en las tasas de los CDT a plazos más largos (mayores o iguales a 360 días). En general, las captaciones de tesorería⁴ suelen presentar movimientos acumulados de una magnitud más que proporcional que los registrados por la tasa de interés de intervención. Por su parte, las tasas asociadas con captaciones por oficina presentan movimientos acumulados menos que proporcionales⁵.

El comportamiento de las tasas de los préstamos es mixto. En los créditos comerciales es frecuente que las tasas de interés de tesorería y preferenciales registren transmisiones rápidas y altas (sensibilidad mayor a 1), mientras que en los créditos ordinarios se suele observar un traspaso más lento y moderado. No obstante, en el ciclo actual de reducción de tasas, la transmisión a todas estas tasas comerciales ha sido elevada.

La sensibilidad de las tasas de interés de los créditos a los hogares es más lenta y volátil que la registrada por las tasas de interés de créditos a empresas. Las menos sensibles ante cambios en la tasa de interés de referencia son las tasas hipotecarias, mientras que las de consumo y tarjetas de crédito son las que registran mayor varianza. En el ciclo actual las tasas hipotecarias registran una reacción menos que proporcional a los movimientos en la tasa de política, mientras que las de consumo y tarjeta de crédito apenas comienzan a

reaccionar y presentan leves reducciones, comparando con los niveles observados a finales de 2016.

3. Indicador de difusión

El grado de difusión de los cambios en la tasa de interés de referencia puede medirse como el porcentaje de entidades cuyos movimientos de tasa de interés van en la misma dirección que los cambios en la tasa de política en cada período (Chavarro *et al.*, 2015). En otras palabras, este indicador representa la proporción de entidades financieras que registran incrementos (o descensos) en sus tasas de interés de ahorro o crédito, cuando el banco central está aumentando (o disminuyendo) la tasa de interés de política⁶.

En el caso de la DTF, el indicador de difusión sugiere que no hay diferencias significativas entre períodos de aumentos o descensos de la tasa de política y que, en general, esta tasa se mueve en la misma dirección que la tasa de referencia. Por ejemplo, entre diciembre de 2016 y junio de 2017, período en el cual la tasa de intervención acumulaba una reducción de 125 puntos básicos (pb), el indicador de difusión muestra que el 83% de las entidades que captan con CDT a noventa días también registraron descensos en sus tasas de interés (Gráfico R2.4).

En el caso de las tasas de crédito (consumo, ordinario, preferencial y tesorería), el indicador de difusión también muestra que, en promedio y en cada ciclo, más de la mitad de las entidades financieras mueven sus tasas en la misma dirección que lo hace la tasa de referencia del Banco de la República. El indicador de difusión de las tasas de créditos comerciales es mayor que el de las tasas de créditos a hogares. En particular, en el último período de reducción de tasas, a junio de 2017 el 74% de las entidades han desembolsado créditos comerciales a tasas más bajas que las observadas en noviembre de 2016. Para el crédito de consumo dicho porcentaje se sitúa en 63% (Gráfico R2.5).

3 Períodos de incrementos en la tasa de interés son, por ejemplo, abr/06-nov/08, feb/11-jun/12 y abr/14-nov/16, y de reducciones: dic/08-ene/11, jul/12-mar/14 y dic/16-actual.

4 Captaciones realizadas a grandes entidades del sector real, fondos de pensiones, el sector asegurador, etc.

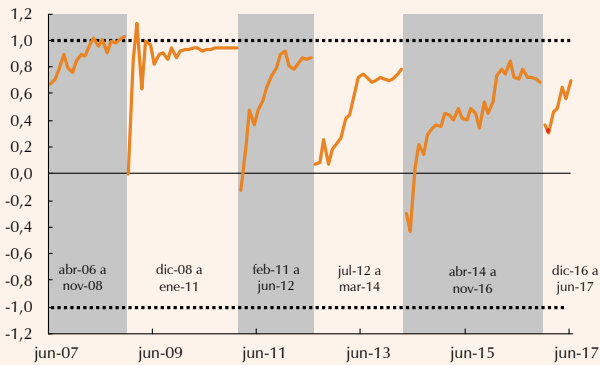
5 Realizadas al público en general.

6 Esta medida no considera la magnitud de cambio en las tasas, solamente la dirección. También, se puede calcular un indicador de difusión ponderado, el cual tiene en cuenta la importancia de cada entidad en el total de las operaciones de captación o colocación. Las conclusiones de ambos indicadores son similares.

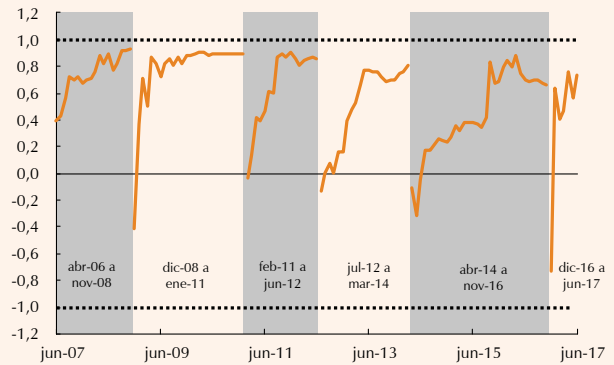
Gráfico R2.1

Sensibilidad^{a/} de las tasas de interés de captación por plazos según períodos de postura de la política monetaria

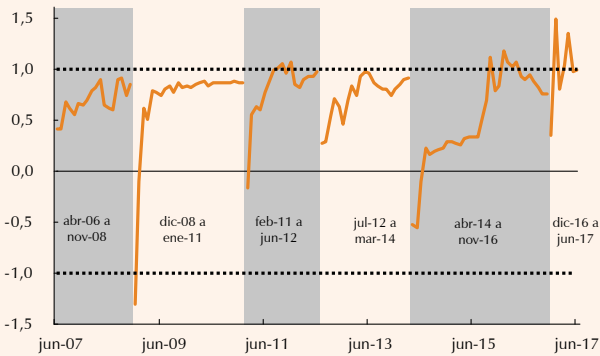
A. Sensibilidad de la tasa de interés mensual de los CDT a 90 días frente a la tasa de política



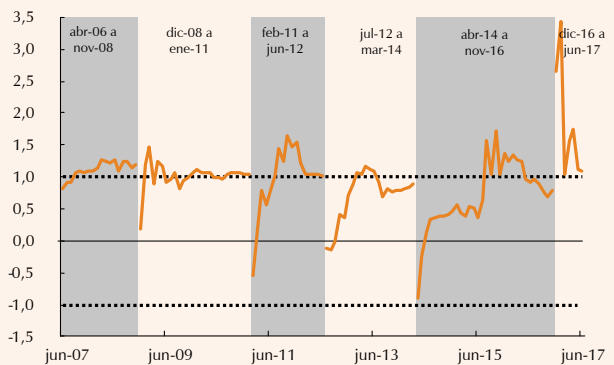
B. Sensibilidad de la tasa de interés mensual de los CDT a 180 días frente a la tasa de política



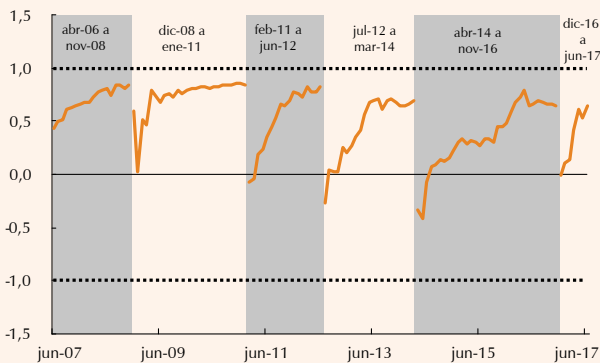
C. Sensibilidad de la tasa de interés mensual de los CDT a 360 días frente a la tasa de política



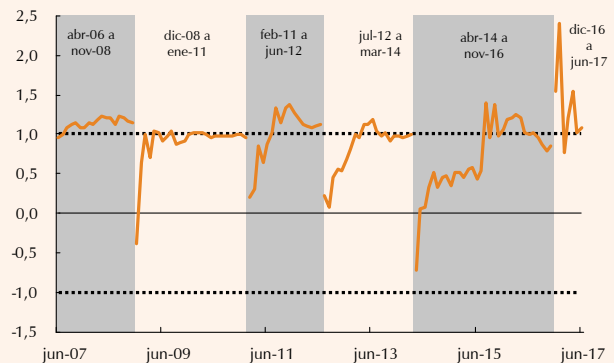
D. Sensibilidad de la tasa de interés mensual de los CDT superiores a 360 días frente a la tasa de política



E. Sensibilidad de la tasa de interés mensual de los CDT captados por oficina frente a la tasa de política



F. Sensibilidad de la tasa de interés mensual de los CDT captados por tesorería frente a la tasa de política



a/ El cálculo corresponde al cociente entre el cambio acumulado en la tasa de interés de mercado y el cambio acumulado en la tasa de política. Se acumula a partir del mes anterior al cambio de postura de la política monetaria.

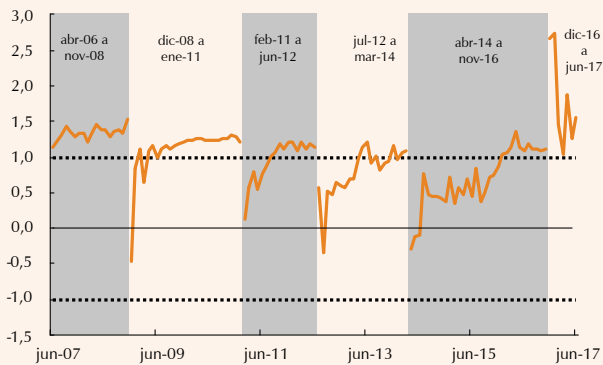
Nota: las áreas grises indican los ciclos de incremento de la tasa de interés de política, las áreas blancas, ciclos de reducción.

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

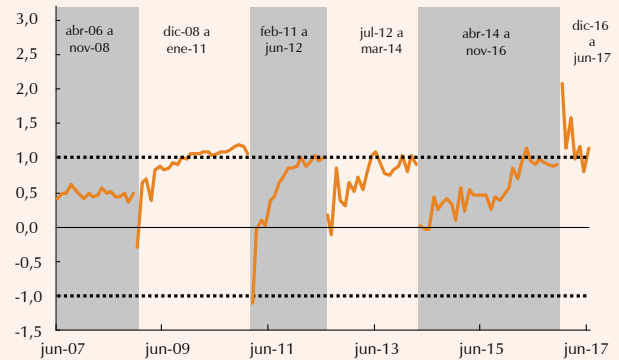
Gráfico R2.2

Sensibilidad ^{a/} de las tasas de interés de colocación (ordinario, preferencial y tesorería) según períodos de postura de la política monetaria

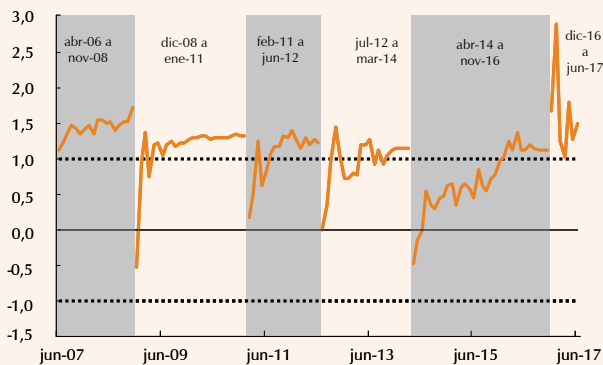
A. Sensibilidad de la tasa de interés mensual comercial del Banco de la República^{b/} frente a la tasa de política



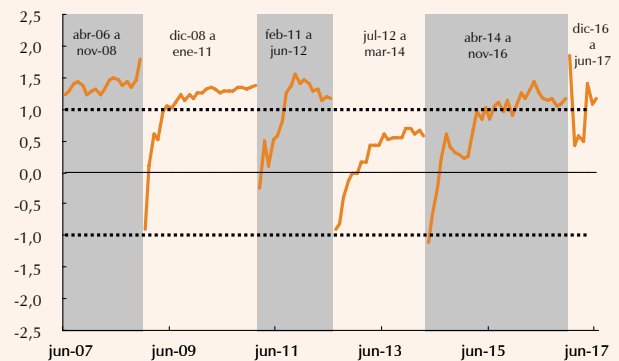
B. Sensibilidad de la tasa de interés mensual de los créditos ordinarios frente a la tasa de política



C. Sensibilidad de la tasa de interés mensual de los créditos preferenciales frente a la tasa de política



D. Sensibilidad de la tasa de interés mensual de los créditos de tesorería frente a la tasa de política



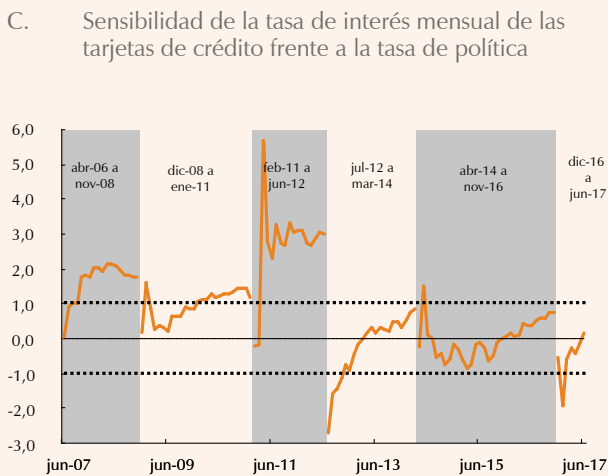
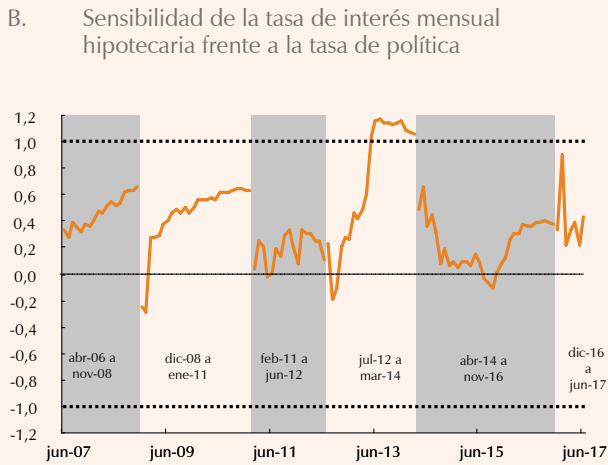
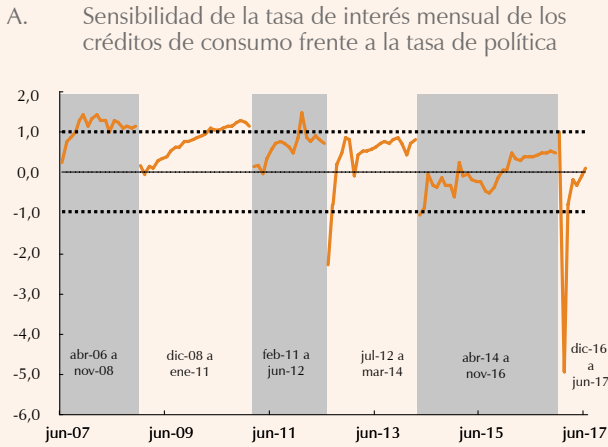
a/ El cálculo corresponde al cociente entre el cambio acumulado en la tasa de interés de mercado y el cambio acumulado en la tasa de política. Se acumula a partir del mes anterior al cambio de postura de la política monetaria.

b/ La tasa de interés comercial del Banco de la República corresponde al promedio ponderado por monto de las tasas de los créditos ordinarios, de tesorería y preferenciales. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso.

Nota: las áreas grises indican los ciclos de incremento de la tasa de interés de política, las áreas blancas, ciclos de reducción.

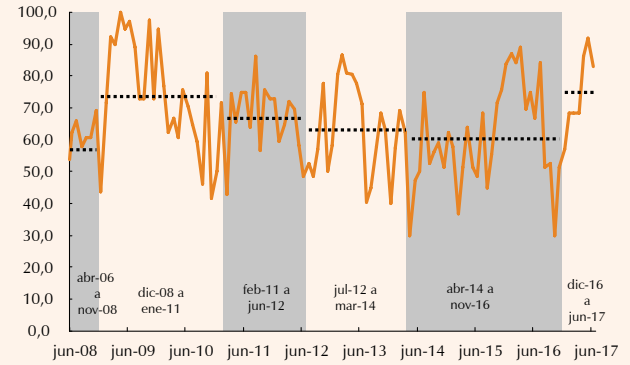
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R2.3
Sensibilidad^{a/} de las tasas de interés de colocación a hogares (consumo, hipotecaria y tarjeta de crédito) según períodos de postura de la política monetaria



a/ El cálculo corresponde al cociente entre el cambio acumulado en la tasa de interés de mercado y el cambio acumulado en la tasa de política. Se acumula a partir del mes anterior al cambio de postura de la política monetaria.
Nota: las áreas grises indican los ciclos de incremento de la tasa de interés de política, las áreas blancas, ciclos de reducción.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R2.4
Índice de difusión^{a/} mensual de la DTF

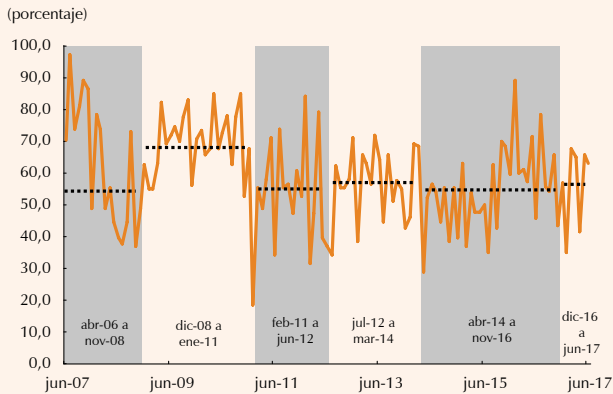


a/ Porcentaje de entidades cuyos movimientos de tasa de interés siguieron la misma dirección que los cambios en la tasa de política monetaria en cada período.
Nota: las áreas grises indican los ciclos de incremento de la tasa de interés de política, las áreas blancas, ciclos de reducción. Las líneas punteadas horizontales corresponden al promedio del índice para cada período.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

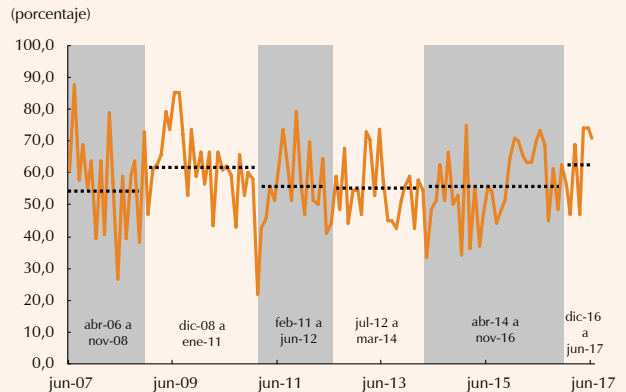
Gráfico R2.5

Índice de difusión^{a/} mensual promedio de las tasas de consumo, ordinario, preferencial y tesorería según períodos de postura de la política monetaria

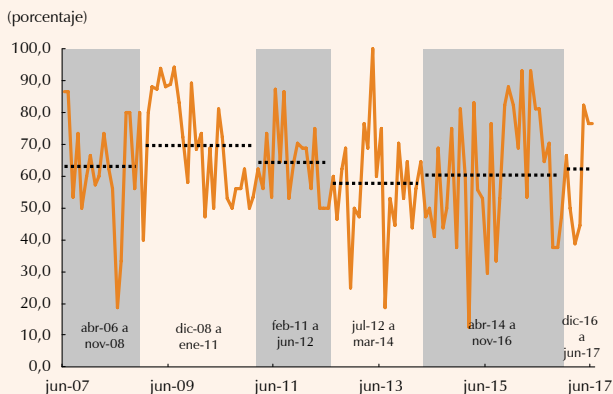
A. Índice de difusión para la tasa de interés de créditos de consumo



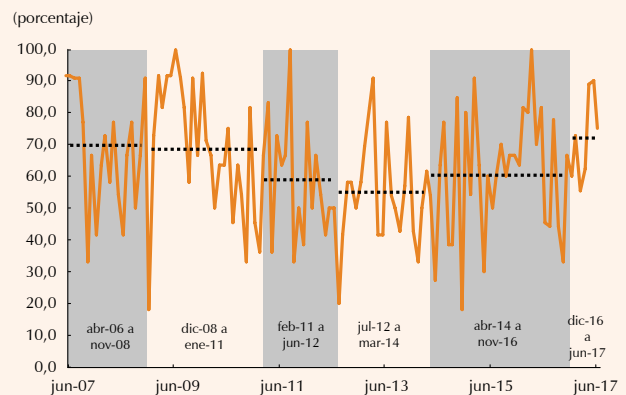
B. Índice de difusión para la tasa de interés de crédito ordinario



C. Índice de difusión para la tasa de interés de crédito preferencial



D. Índice de difusión para la tasa de interés de los créditos de tesorería



a/ Porcentaje de entidades cuyos movimientos de tasa de interés siguieron la misma dirección que los cambios en la tasa de política monetaria en cada período.

Nota: las áreas grises indican los ciclos de incremento de la tasa de interés de política, las áreas blancas, ciclos de reducción. Las líneas punteadas horizontales corresponden al promedio del índice para cada período sombreado.

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

Referencias

Amaya, C. (2006). "Interest Rate Setting and the Colombian Monetary Transmission Mechanism", *Ensayos sobre Política Económica*, núm. 50, Banco de la República.

Betancourt, R.; Vargas, H.; Rodríguez, N. (2008) "Interest Rate Pass-Through in Colombia: a Micro-Banking Perspective", *Cuadernos de Economía*, vol. 45, núm. 131, pp. 29-58, Pontificia Universidad Católica de Chile.

Chavarró, X.; Cristiano, D.; Gómez, J.; González, E.; Huertas, C. (2015). "Evaluación de la transmisión de la tasa de interés de referencia a las tasas de interés del sistema financiero", *Borradores de Economía*, núm. 874, Banco de la República.

Cristiano, D.; González, E.; Huertas, C. (2017). "Evaluación de la transmisión de la tasa de interés de referencia a las tasas de interés del sistema financiero considerando las

expectativas de los agentes", *Borradores de Economía*, núm. 988, Banco de la República.

Huertas, C.; Jalil, M.; Olarte, S.; Romero, J. (2005). "Algunas consideraciones sobre el canal del crédito y la transmisión de tasas de interés en Colombia", *Borradores de Economía*, núm. 351, Banco de la República de Colombia.

Julio, J. (2001). "Relación entre la tasa de intervención del Banco de la República y las tasas del mercado: una exploración empírica", *Borradores de Economía*, núm. 188, Banco de la República de Colombia.

Vargas, H.; Hamann, F.; González, A. (2010). "Efectos de la política monetaria sobre las tasas de interés de los créditos hipotecarios en Colombia," *Borradores de Economía*, núm. 592, Banco de la República de Colombia.

Recuadro 3

INVERSIONISTAS EXTRANJEROS EN MERCADOS FINANCIEROS LOCALES DE AMÉRICA DEL SUR

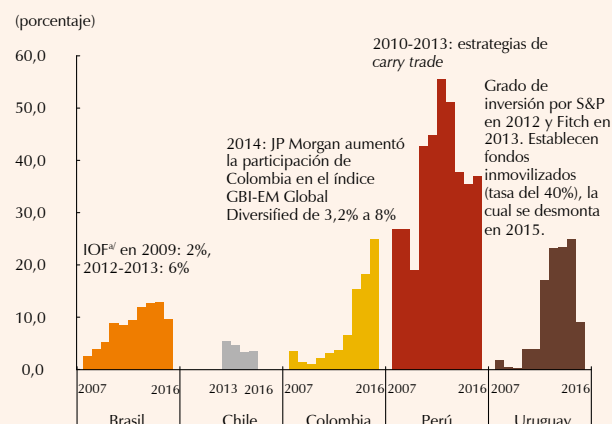
En el Recuadro 2 de la pasada versión del *Informe al Congreso* se realizó una caracterización de la participación de los inversionistas extranjeros (*offshore*) en el mercado de deuda pública local en Colombia¹, resaltando su tendencia creciente en los últimos años. En esta edición se presenta un análisis comparativo de dicha evolución, teniendo en cuenta la experiencia de otros países de América del Sur e incluyendo la información de otros mercados (p. e.: acciones y derivados cambiarios). La información utilizada como insumo de este recuadro fue obtenida de una encuesta distribuida a diferentes bancos centrales en el marco de la XXXII Reunión de Presidentes de Bancos Centrales de América del Sur². Dado que un cambio en las condiciones externas puede afectar las decisiones de inversión de estos agentes, el objetivo de esta encuesta fue conocer mejor la importancia y las posibles implicaciones de los movimientos de portafolio de los inversionistas extranjeros en los mercados locales de la región.

1. Participación de los extranjeros en los mercados locales

De acuerdo con los resultados de la mencionada encuesta, entre 2007 y 2016 los no residentes han aumentado significativamente su participación en el mercado de deuda pública local en los países de la región³. En Colombia esta tendencia ha sido pronunciada y creciente, partiendo de un nivel de 3,5% en 2007 a 24,9% a finales de 2016. Por su parte, la participación de extranjeros también aumentó en Brasil, Uruguay y Perú (de 2,6% a 9,6%; de 1,8% a 9%, y de 26,8% a 37% respectivamente) a pesar de una disminución en los últimos años. En Chile, aunque solo hay información disponible para el período 2013-2016, la proporción de extranjeros ha disminuido y es mucho menor que en otros países, al ubicarse en 3,5% a término de 2016 (Gráfico R3.1).

Entre los países considerados se destaca el caso de Perú, donde los no residentes llegaron a representar el 55,4% del mercado en 2012, muy por encima del promedio de la región. En particular, luego de la crisis financiera, se observó una entrada de capitales al mercado interno que las

Gráfico R3.1
Participación de extranjeros en mercados de deuda pública locales



Nota: cada barra representa el porcentaje de participación a fin de cada año (2007 a 2016); para Chile solo hay datos para 2013-2016. La participación de extranjeros se calcula como el saldo total de deuda pública local en su poder sobre el saldo total de deuda pública local del país. No hay información reportada para Bolivia o Paraguay. En el caso de Argentina no fue posible discriminar la tenencia de títulos gubernamentales por parte de extranjeros entre los bonos adquiridos en el mercado local y el externo.
 a/ IOF: impuesto a las transacciones financieras. Los textos dentro del gráfico corresponden a las razones por las que se considera que ha aumentado la inversión de portafolio y a medidas macroprudenciales adoptadas por los países para afrontar las entradas de capitales. Fuente: Cuestionario sobre Agentes Externos y Mercados Financieros. XXXII Reunión de Presidentes de Bancos Centrales de América del Sur.

autoridades en Perú asociaron con la implementación de la estrategia de *carry trade* por parte de los inversionistas extranjeros. Esta consiste en tomar préstamos denominados en la moneda de países desarrollados, a tasas de interés que se encontraban en sus niveles históricos más bajos, y adquirir activos financieros como los bonos locales de países emergentes, con rendimientos más altos. De acuerdo con el Banco Central de Reserva del Perú, entre 2009 y 2010 se registró un incremento de más del 120% en las tenencias de bonos del tesoro por parte de inversionistas no residentes y, posteriormente, esos agentes continuaron incrementando sus tenencias hasta alcanzar una participación de más del 56% del saldo total en circulación. Asimismo, en dicho período se registró una apreciación de la moneda nacional de más del 22%, por lo que, en muchos casos, los inversionistas no residentes buscaron adquirir bonos soberanos sin tomar cobertura cambiaria y así maximizar su rentabilidad (por el diferencial de tasas y la apreciación cambiaria). Incluso, tras los descensos de los últimos años, la participación de extranjeros en el mercado de deuda pública peruano es la más alta de la región. También, se destaca la disminución ocurrida en Brasil y Uruguay durante 2016, dejando a Colombia como el único país donde la proporción de extranjeros en el mercado de deuda pública no se ha reducido en años recientes.

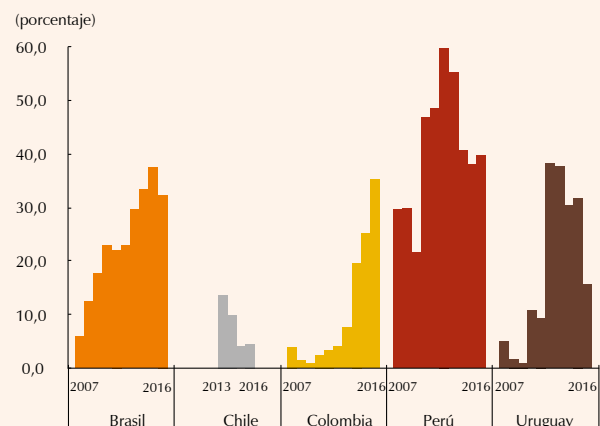
1 Véase el Recuadro 2: "Participación de extranjeros en el mercado de deuda pública local", en el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, marzo de 2017.
 2 Celebrada en Santa Cruz de la Sierra, Bolivia, el 28 de abril de 2017.
 3 La participación de extranjeros se calcula como el saldo total de deuda pública local en poder de extranjeros sobre el stock total de deuda pública local del país.

Al examinar más específicamente la asignación que han realizado los extranjeros en los mercados locales, se encuentra que en la mayoría de los países las inversiones se han destinado a títulos a tasa fija en lugar de los atados a la inflación⁴. Así, la participación de extranjeros en los títulos a tasa fija fue, a diciembre de 2016, 40% en Perú, 35% en Colombia, 32% en Brasil, 16% en Uruguay y 4% en Chile. Como ocurre para el total del mercado, Colombia es el único país donde la tendencia creciente se ha mantenido durante los últimos años. Brasil sufrió una disminución durante 2016, mientras en Perú, Chile y Uruguay la participación de extranjeros en este segmento del mercado lleva varios años disminuyendo (Gráfico R3.2). La participación de extranjeros en deuda pública atada a la inflación no es significativa en la mayoría de los países: en 2016 en ningún caso supera el 4%. Entre 2013 y 2015 hubo una participación cercana al 20% en Uruguay.

La preferencia por los títulos a tasa fija es más clara al visualizar la composición del portafolio de deuda pública que poseen los extranjeros. En la mayoría de países los títulos a tasa fija representaban, para finales de 2016, más del 70% del portafolio, siendo Chile la única excepción (Gráfico R3.3).

Cuando la diferenciación en las tenencias de deuda pública de los extranjeros se hace por el plazo remanente de los tí-

Gráfico R3.2
Participación de extranjeros en el total de deuda pública a tasa fija



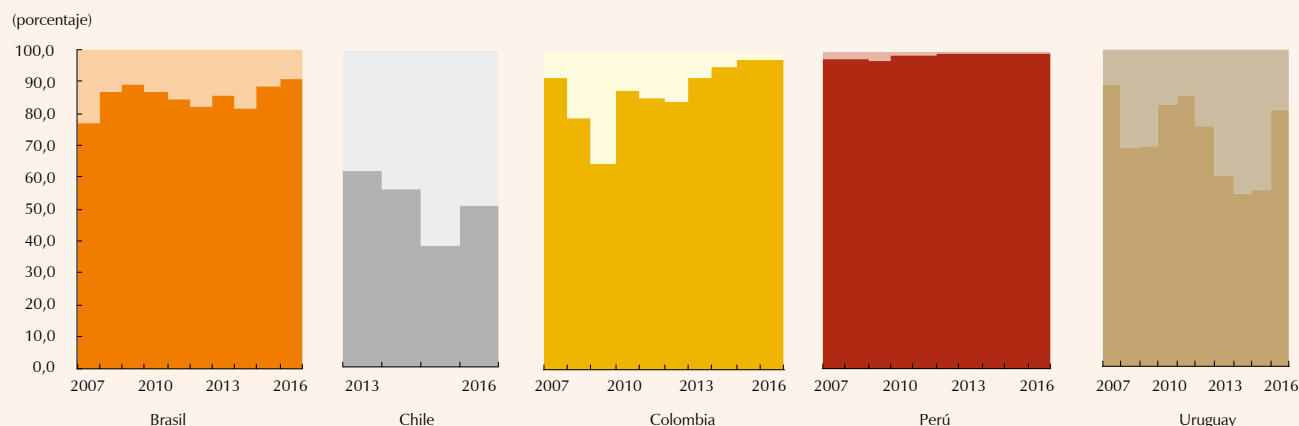
Nota: cada barra representa el porcentaje de participación a fin de cada año (2007 a 2016), para Chile solo hay datos para 2013-2016. La participación de extranjeros se calcula como el saldo total de deuda pública local en bonos a tasa fija en su poder sobre el saldo total de deuda pública local en bonos a tasa fija. No hay información reportada para Bolivia o Paraguay. En el caso de Argentina no fue posible discriminar la tenencia de títulos gubernamentales por parte de extranjeros entre los bonos adquiridos en el mercado local y el externo.
Fuente: cuestionario sobre agentes externos y mercados financieros, XXXII Reunión de Presidentes de Bancos Centrales de América del Sur.

tulos⁵, se hallan ciertas particularidades entre los países. En el caso de Brasil, la evolución en la participación de extranjeros tanto en los títulos de largo plazo como en los más próximos a vencerse ha sido similar. Para Colombia se observa que los extranjeros empezaron a tener una participación mayor en los títulos de largo plazo a partir de 2014, y actualmente es casi tres veces la participación que poseen en títulos de corto

4 La participación de extranjeros por tipo de título se calcula como el saldo en poder de extranjeros en títulos de deuda pública local, a tasa fija o atados a la inflación, sobre el saldo total de deuda pública local en títulos de ese tipo. No hay información reportada para Bolivia y Paraguay. Para Argentina, con la información reportada, no fue posible discriminar títulos emitidos en el mercado local de aquellos emitidos en el extranjero.

5 Se definen como títulos de largo plazo aquellos con vencimientos mayores a cinco años, y como de corto plazo los de plazo remanente menor a tres años.

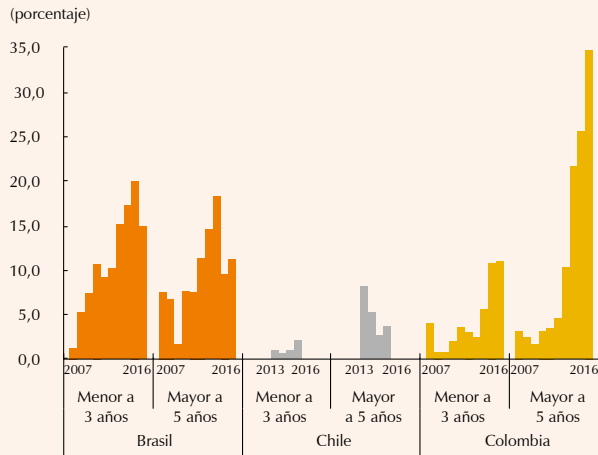
Gráfico R3.3
Composición del portafolio de deuda pública de extranjeros por tipo de título



Nota: títulos a tasa fija en la parte inferior, títulos atados a la inflación en la parte superior. Cada barra representa la composición del portafolio de deuda pública de extranjeros a fin de cada año (2007 a 2016), para Chile solo hay datos para 2013-2016. La composición del portafolio se calcula como el saldo en cada tipo de título en manos de extranjeros sobre el saldo total de deuda pública de su propiedad. No hay información reportada para Bolivia o Paraguay. En el caso de Argentina no fue posible discriminar la tenencia de títulos gubernamentales por parte de extranjeros entre los bonos adquiridos en el mercado local y el externo.
Fuente: cuestionario sobre agentes externos y mercados financieros, XXXII Reunión de Presidentes de Bancos Centrales de América del Sur.

plazo. En cuanto a Chile, se percibe que siempre ha habido una preferencia por los títulos de mayor vencimiento, a pesar de la disminución en la proporción de extranjeros en ese segmento del mercado durante los últimos años (Gráfico R3.4).

Gráfico R3.4
Participación de extranjeros en deuda pública por plazo remanente



Nota: cada barra representa el porcentaje de participación a fin de cada año (2007 a 2016), para Chile solo hay datos para 2013-2016. La participación de extranjeros para cada plazo se calcula como las tenencias de extranjeros en títulos de ese plazo remanente sobre el saldo total de deuda pública local del país en ese plazo. No hay información reportada para Bolivia o Paraguay. En el caso de Argentina no fue posible discriminar la tenencia de títulos gubernamentales por parte de extranjeros entre los bonos adquiridos en el mercado local y el externo.
Fuente: cuestionario sobre agentes externos y mercados financieros, XXXII Reunión de Presidentes de Bancos Centrales de América del Sur.

Se encontró evidencia de que los extranjeros son también importantes en otros mercados. Por el lado del mercado accionario, Perú es el país con mayor proporción de no residentes, los cuales poseen alrededor del 35% del mercado. Esta cifra es también alta en Brasil, donde los extranjeros tienen el 22% de la capitalización bursátil total, mientras es mucho menor para Chile y Colombia, con 9% y 7%, respectivamente⁶ (Gráfico R3.5 panel A).

En cuanto al mercado de derivados cambiarios, la participación de extranjeros es considerable en todos los países que reportaron esta información⁷. En Chile es superior al 70%, mientras que en Brasil es cerca del 30%. Tanto en Colombia como en Paraguay la participación de extranjeros en este

6 La participación de extranjeros en el mercado accionario se calcula como el valor de las acciones en poder de extranjeros sobre la capitalización bursátil total. No hay información para Bolivia, Paraguay ni Uruguay sobre extranjeros en el mercado accionario.

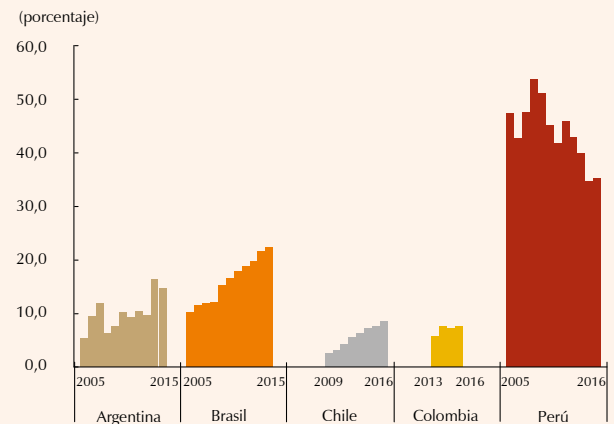
7 Se calcula como el valor de la posición de los extranjeros en derivados cambiarios sobre el valor total del mercado de este tipo de activos. No hay reporte de información para Argentina, Bolivia, Perú ni Uruguay.

mercado ha disminuido en los últimos años y se ubica en 30% y 20%, respectivamente (Gráfico R3.5 panel B).

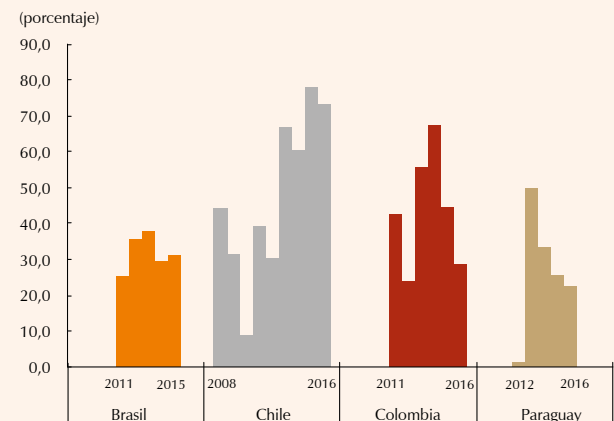
Además del porcentaje del mercado que poseen los extranjeros, también es útil analizar las posiciones que toman con estos activos. Usualmente se trata de posiciones de compra de dólares. En Brasil, Chile, Colombia, Paraguay y Perú los extranjeros toman normalmente posiciones de compra de dólares. Los extranjeros pueden tomar esta postura como un mecanismo para cubrir el riesgo cambiario de otras inversiones en el país o también como una apuesta de apreciación de la moneda.

Gráfico R3.5
Participación de extranjeros en mercados de renta variable y derivados de tipo de cambio

A. Renta variable



B. Derivados cambiarios



Nota: cada barra representa el porcentaje de participación a fin de cada año. Para acciones, la participación de extranjeros se calcula como el saldo total de acciones en poder de extranjeros sobre la capitalización total del mercado; no hay información reportada para Bolivia, Paraguay ni Uruguay. Para derivados cambiarios, la participación de extranjeros se calcula como el valor de la posición de los extranjeros sobre el valor total de los derivados en el mercado; no hay información para Argentina, Bolivia ni Uruguay.
Fuente: cuestionario sobre agentes externos y mercados financieros, XXXII Reunión de Presidentes de Bancos Centrales de América del Sur.

2. Factores que pueden explicar las tendencias en la participación de los extranjeros en los mercados locales

Existen varios factores que han influido en la llegada de inversionistas extranjeros a los mercados de la región. En primer lugar, las bajas tasas de interés y el lento crecimiento de los países desarrollados han impulsado en los últimos años a los inversionistas internacionales a incursionar activamente en los mercados financieros de las economías emergentes. Los países de América del Sur no son ajenos a esta dinámica y han sido receptores de importantes flujos de inversión extranjera directa y de portafolio.

Por otra parte, un factor relevante para explicar dicha tendencia ha sido la mejora en la calificación de deuda pública de los países de la región y los incrementos en las ponderaciones de los títulos de los países en los índices de bonos internacionales. Por ejemplo, en Uruguay se asocia el incremento sustancial por parte de los extranjeros en el mercado de deuda pública con la obtención del grado de inversión por Standard & Poors en 2012 y por Fitch en 2013. El incremento en la participación de extranjeros llevó a las autoridades a utilizar una medida macroprudencial, que estableció un esquema de fondos inmovilizados con una tasa del 40%, el cual se desmontó posteriormente en 2015. En el caso de Colombia, sin duda el anuncio de JP Morgan en 2014 de incrementar la participación de Colombia en el índice de deuda emergente *GBI-EM global diversified* (de 3,2% a 8%) explica, en parte, la tendencia creciente de la participación de los extranjeros en el mercado de deuda pública⁸. Este aumento probablemente ocurrió debido a la reducción en el impuesto de renta y a la simplificación en el cálculo de los impuestos.

Otro factor que puede explicar las diferencias por países es la tributación aplicable a los extranjeros. Según cada jurisdicción, los impuestos requeridos para inversionistas locales pueden diferir de los exigidos a inversionistas extranjeros con el objetivo de incentivar el ingreso de no residentes a los mercados locales. No obstante, tomando el caso del mercado de deuda pública, se observa que la mayoría de países en la región no aplican impuestos a los extranjeros por sus inversiones en estos instrumentos (Cuadro R3.1), donde Colombia⁹ y Chile son las únicas excepciones. En el caso de Bolivia, si bien no se cobra un impuesto directo a los extranjeros

por sus inversiones en bonos de deuda pública, sí se exige una comisión por salida de recursos del 1,6%.

Se espera que la mayor participación de los inversionistas en los mercados locales vaya acompañada de un mayor efecto de sus decisiones en los mercados locales. Con el objetivo de evaluar la relación de corto plazo entre la participación de los inversionistas extranjeros, los precios en los mercados en los cuales participan (p. e.: tasas de los bonos e índices accionarios) y algunos indicadores de percepción al riesgo (p. e.: CDS) se estimó una serie de modelos de vectores autorregresivos (VAR) que relacionan estas variables para algunos países de la región¹⁰. Con las estimaciones de las funciones de impulso-respuesta se encontró: 1) una correlación positiva significativa entre los cambios en la participación de los inversionistas extranjeros con los precios de los mercados financieros locales¹¹, y 2) una correlación negativa entre las posiciones de los extranjeros y las variaciones en la percepción del riesgo¹². Estos resultados sugieren que las decisiones de portafolio de estos agentes son importantes para los mercados locales y son sensibles a cambios en la percepción del riesgo.

En el capítulo 4 de la edición más reciente del *Regional Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional¹³ se identifican algunos determinantes de la participación de extranjeros en los mercados locales. Dicho reporte señala que el diferencial de tasas de interés y el crecimiento económico son factores individuales relevantes para explicar los flujos de capital. Igualmente, factores como el marco regulatorio, el riesgo político y la transparencia del Gobierno en cada país están relacionados con la presencia de inversores extranjeros y los flujos de capital a economías emergentes. Además, las estimaciones específicas para América Latina muestran que los precios de los *commodities* tienen un papel predominante en la explicación de los flujos de capital, incluso

8 Véase el Recuadro 2: "Participación de extranjeros en el mercado de deuda pública local", en el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, marzo de 2017.

9 A pesar de la tasa impositiva de Colombia, desde 2010 se implementaron algunas mejoras en las condiciones de acceso y de tributación de los inversionistas internacionales. Esto también ha explicado en parte el incremento en las tenencias de bonos por parte de los extranjeros.

10 Se emplearon datos mensuales (2005-2016) de las series en primeras diferencias.

11 De acuerdo con las estimaciones de las funciones de impulso-respuesta de un modelo VAR, un choque de una desviación estándar en la participación de extranjeros en los títulos de deuda pública de Colombia (equivalente a un aumento en 114 pb en la participación) predice una caída de 15 pb en la tasa de los bonos a diez años. En el caso de Perú, tomando su mercado accionario, un aumento de 132 pb en la participación de extranjeros en el mercado accionario (una desviación estándar) predice un aumento de 150 pb en el índice accionario.

12 De acuerdo con las estimaciones, un aumento del 6% en el nivel de los CDS en Colombia predice una caída en la participación de los extranjeros en 20 pb en el mercado de deuda pública local. Por su parte, un aumento del 18% en el nivel de los CDS de Perú predice una caída de 40 pb en la participación de los extranjeros en el mercado de deuda pública.

13 Disponible en <http://www.imf.org/es/Publications/REO/WH/Issues/2017/05/10/wreo0517>

Cuadro R3.1
Aspectos impositivos de la inversión en deuda pública por parte de extranjeros

País	Tributación exigida a extranjeros por inversiones en deuda pública
Argentina	0%
Bolivia	Comisión por salida de recursos al extranjero (aplica para residentes y no residentes): 1,6%
Brasil	0% para países con "tributación no favorecida" ^{a/}
Chile	4% sobre intereses de deuda pública. No hay impuesto por valorización del título.
Colombia	14% para centros <i>no off shore</i> ^{b/}
Ecuador	0%
Paraguay	0%
Perú	0%
Uruguay	0%

a/ Países en donde no hay impuesto a la renta o este es menor al 20%. Para el resto de países la tasa es decreciente con el tiempo (oscila entre el 22,5% y el 15%, en este último caso para inversiones con más de 720 días).

b/ Para Perú y Chile tasa preferencial de 0%, centros *off shore* aplica el 33%.

Fuente: bancos centrales.

superior al del crecimiento mundial y la aversión al riesgo internacional.

Dada la alta participación de extranjeros en algunos mercados locales, cabe analizar las consecuencias que esto podría tener sobre las economías de la región. El FMI afirma que la composición de la base inversionista determina en gran parte la sensibilidad de los mercados locales ante choques internacionales. De hecho, el reporte encuentra que en los países con mayor presencia de inversionistas extranjeros, los flujos de capital tienden a ser más sensibles a sus determinantes.

Así, de acuerdo con el reporte del FMI, si los inversionistas locales son los mayores participantes en los mercados, estos posiblemente se hacen más resistentes a cambios en la percepción del riesgo y modificaciones en las condiciones globales. En contraste, una alta presencia de inversionistas no residentes también puede ser beneficiosa para los mercados locales al hacerlos más profundos y líquidos, facilitando así la formación de precios.

No obstante, esta premisa supone de cierta forma que los inversionistas extranjeros son más reactivos en sus decisiones de portafolio ante cambios en la percepción de riesgo, lo cual no es necesariamente cierto. Una pregunta de la encuesta iba dirigida precisamente a la percepción de los bancos centrales en torno a las diferencias ante cambios en la percepción del riesgo en la reacción de los extranjeros comparados con los inversionistas locales. Las respuestas no fueron concluyentes, pues algunos bancos centrales perciben que los inversionistas locales tienden a ser más reactivos mientras que otros aprecian que los extranjeros responden más ante este tipo de cambios. En el primer grupo, los bancos centrales de Brasil y Colombia perciben que los residentes tienden a ser más reactivos; no obstante, ante eventos fuertes los ex-

tranjeros podrían ser más reactivos. También, señalaron que entre los inversionistas extranjeros existen diferentes tipos (p. e.: fondos de pensiones vs. banca de inversión), lo que dificulta dicha identificación. El Banco Central de Reserva del Perú, por su parte, señala que las restricciones de portafolio a los fondos de pensiones limitan la posibilidad de sustituir fácilmente activos locales por externos, lo que genera que los agentes locales sean menos restrictivos.

En resumen, la participación de extranjeros en mercados financieros de la región supone algunos beneficios, pero conlleva también una serie de riesgos. En particular, un escenario caracterizado por una normalización de la política monetaria en los países desarrollados que conlleve a un endurecimiento de las condiciones financieras externas, junto con un período de desaceleración de las economías de la región, podría generar presiones en los mercados locales ante una eventual salida de los inversionistas extranjeros. Ante un escenario adverso caracterizado por una menor liquidez internacional y una mayor aversión al riesgo hacia los países emergentes, los inversionistas muy probablemente serán más selectivos en la elección de sus activos y seguramente las economías con fundamentales menos fuertes se verán afectados por salidas de capital.

III. RESERVAS INTERNACIONALES

A junio de 2017 las reservas internacionales netas totalizaron USD 47.234 m, cuantía superior en USD 560 m al saldo registrado en diciembre de 2016.

El aumento de las reservas internacionales en 2017 se explica por la rentabilidad obtenida por las inversiones y por la depreciación del dólar estadounidense, la cual ha provocado un aumento del valor en dólares de las inversiones en otras monedas.

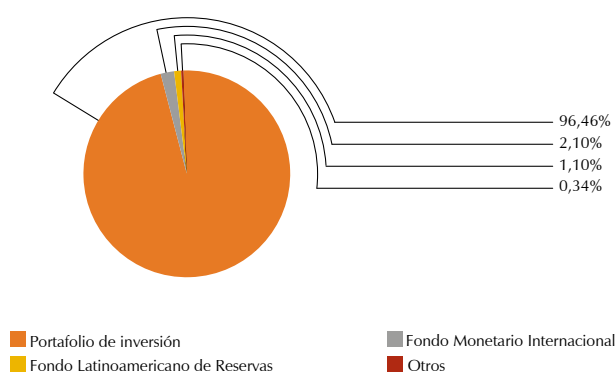
De forma consistente con la Ley 31 de 1992, el Banco de la República administra las reservas internacionales conforme al interés público, al beneficio de la economía nacional y con el propósito de facilitar los pagos del país en el exterior. De acuerdo con esto, la ley define que la inversión de los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

El Banco de la República reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional para enfrentar salidas de capital del país, las cuales pueden ser provocadas por factores como el deterioro de los términos de intercambio, pánicos financieros o crisis financieras en países vecinos. En este contexto, mantener un nivel adecuado de reservas internacionales también sirve para mejorar la confianza en el país y, por ende, enfrentar en mejor medida una crisis en los mercados externos. El nivel de las reservas internacionales es un factor determinante en la percepción de la capacidad de pago de los prestatarios nacionales. Las agencias calificadoras de riesgo y los prestamistas externos consideran que un nivel adecuado de reservas permite que los residentes puedan atender las obligaciones en moneda extranjera, tales como el pago de importaciones y el servicio de la deuda externa en el momento en que el país enfrente dificultades de acceso al financiamiento externo. El uso que dan los agentes en los mercados internacionales de capitales a los indicadores de capacidad de pago de las reservas, como

medida de liquidez del país, resalta la importancia de mantener un nivel adecuado de reservas internacionales. Un país con niveles bajos de reservas internacionales puede recibir menos recursos del resto del mundo por inversión directa, tener una mayor dificultad para acceder a créditos externos y/o pagar mayores tasas de interés sobre la deuda externa.

El Banco de la República administra las reservas internacionales dentro de un marco estricto de control de riesgos, 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 vean afectadas significativamente por cambios en las tasas de interés internacionales, y al manejo del riesgo crediticio, con el propósito de tener una probabilidad muy baja de enfrentar eventos de incumplimiento de los pagos. Mediante estas medidas de control de riesgo se busca que las reservas mantengan un alto nivel de seguridad y liquidez. Esto, a su vez, está asociado con una menor rentabilidad, ya que las inversiones más seguras son también las que tienen rendimientos más bajos. La rentabilidad de las reservas también se ha visto afectada en los últimos años por la coyuntura internacional, ya que los bancos centrales de los países desarrollados han mantenido tasas de interés muy bajas o incluso negativas.

Gráfico 51
Composición de las reservas brutas
(al 30 de Junio de 2017)

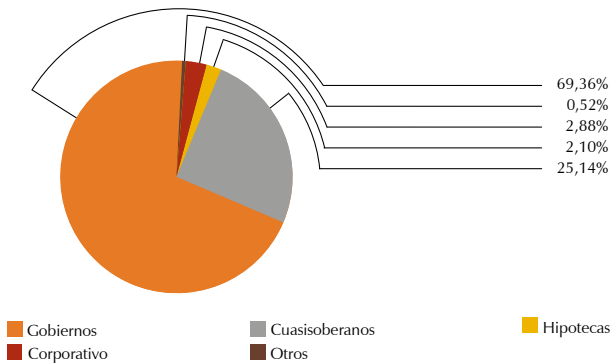


Nota: el oro se incluye dentro del portafolio de inversión. El rubro otros incluye convenios internacionales, efectivo en caja y depósitos a la orden.
Fuente: Banco de la República.

A junio de 2017 las reservas internacionales netas totalizaron USD 47.234 m, cuantía superior en USD 560 m al saldo registrado en diciembre de 2016⁵⁸. El aumento de las reservas internacionales en 2017 se explica por la rentabilidad obtenida por las inversiones y por la depreciación del dólar estadounidense, la cual ha provocado un aumento del valor en dólares de las inversiones en otras monedas. El principal componente de las reservas internacionales es el portafolio de inversión, el cual corresponde a las inversiones en instrumentos financieros en el mercado internacional y al oro físico certificado (96% y 0,5% de las reservas respectivamente). En el Gráfico 51 se presenta la composición de las reservas internacionales.

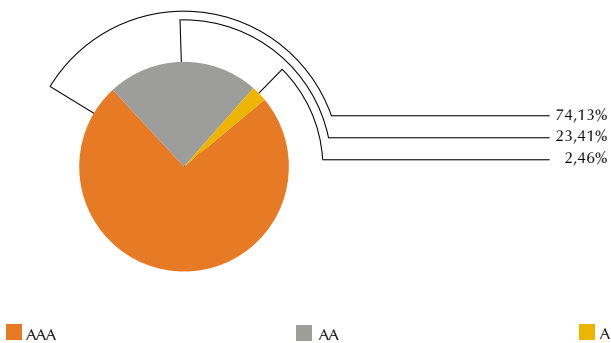
58 Las reservas internacionales netas son iguales al total de las reservas internacionales, o reservas brutas, menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera con agentes no residentes. Las reservas internacionales brutas ascendieron a USD 47.242 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron USD 8 m.

Gráfico 52
Composición del portafolio de inversión por sectores
(al 30 de junio de 2017)



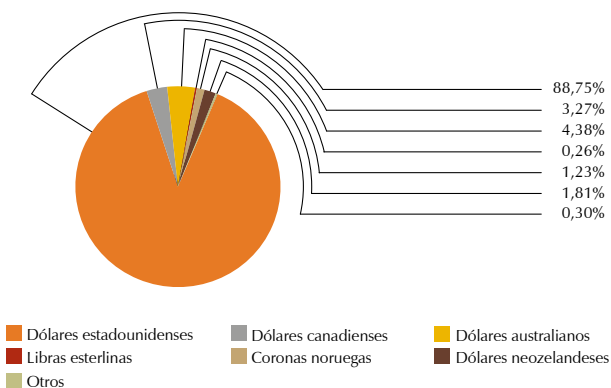
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 53
Composición del portafolio de inversión por calificación crediticia
(al 30 de junio de 2017)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 54
Composición cambiaria del portafolio de inversión
(al 30 de junio de 2017)



Fuente: Banco de la República.

A. COMPOSICIÓN DEL PORTAFOLIO DE INVERSIÓN⁵⁹

En el Anexo de la página 117 se presenta una explicación de las políticas que orientan la inversión del portafolio de inversión y algunas definiciones relevantes. En el Gráfico 52 se observa la composición del portafolio a junio de 2017, cuando alrededor del 94% del portafolio de inversión estaba invertido en papeles emitidos por gobiernos y cuasisoberanos⁶⁰.

El Gráfico 53 muestra la calidad crediticia del portafolio de inversión. El Banco utiliza como referencia la menor calificación otorgada por al menos dos de las tres principales agencias calificadoras (S&P, Moody's y Fitch Ratings). El 74,1% del portafolio se encuentra invertido en instrumentos con calificación AAA, lo cual evidencia la alta calidad de los activos en que se invierte el portafolio.

Finalmente, el Gráfico 54 muestra la composición cambiaria que tenía el portafolio de inversión al 30 de junio de 2017. El dólar de los Estados Unidos tiene la mayor participación en las reservas internacionales de Colombia, debido a que gran parte de las transacciones comerciales y financieras del país con el resto del mundo se realizan en esta moneda. También, se permiten inversiones en las siguientes monedas: dólares canadiense, australiano y neozelandés; corona sueca; libra esterlina; franco suizo; euro; yen; corona noruega; remimbi; dólares honkonés y singaporense, y won coreano. Todas estas monedas se caracterizan por contar con altos volúmenes diarios de negociación y tener gobiernos con altas calificaciones crediticias.

B. RENTABILIDAD DE LAS RESERVAS

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

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

60 Cuasisoberanos son emisores que son propiedad de gobiernos o están respaldados por los mismos; por ejemplo, entidades supranacionales y agencias.

La teoría financiera básica de administración de portafolios indica que si un inversionista quiere enfrentar un menor riesgo, su rentabilidad esperada será menor.

En el primer semestre de 2017 la tasa de rentabilidad del portafolio de inversión, excluyendo el efecto de variación de las tasas de cambio, fue de aproximadamente 0,6%⁶¹ y ha tenido una tendencia favorable en los últimos años. Las tasas de interés en los principales países desarrollados se mantuvieron en niveles históricamente bajos, pero la tasa de referencia de la política monetaria en los Estados Unidos ha aumentado de manera gradual desde un rango entre 0% y 0,25% en 2015 hasta un rango entre 1% y 1,25% en la actualidad. Esto ha permitido que el rendimiento por causación de intereses haya mejorado frente a los años precedentes.

61 Tasa sin anualizar.

IV. SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

En el primer semestre de 2017 el Banco de la República tuvo un resultado operacional positivo de COP611 mm. Para el año completo este se estima en COP1.013 mm, superior en COP512 mm al observado en 2016.

A. RESULTADOS A JUNIO DE 2017

En el primer semestre de 2017 el Banco registró un resultado operacional de COP611 mm; los ingresos totales ascendieron a COP1.790 mm y los egresos a COP1.179 mm, lo que representa una mayor utilidad que la prevista inicialmente, debido al mayor rendimiento de las reservas internacionales y por la valorización de los TES de regulación monetaria producida por el descenso en la tasa de interés.

En el primer semestre de 2017 el Banco de la República tuvo un resultado operacional positivo de COP611 mm, determinado, en mayor medida, por el comportamiento de los ingresos monetarios.

El resultado operacional obtenido en el primer semestre de 2017 estuvo determinado, principalmente, por el comportamiento de los ingresos monetarios. El rendimiento del portafolio de inversión de las reservas internacionales, COP783 mm, presentó una tasa de rendimiento semestral de 0,58%⁶². Al incluir las inversiones en oro y los aportes a organismos internacionales, el rendimiento total de las reservas, COP855 mm, presentó una ejecución de 82,5% frente al presupuesto. Por su parte, el rendimiento del portafolio de inversión de regulación monetaria (TES) presentó una ejecución de COP524 mm, 92,0% en el presupuesto del año, por el incremento del saldo de este portafolio, originado por las compras realizadas y su valorización⁶³ (Cuadro 14).

62 El presupuesto consideró una tasa de rendimiento de 0,71% para el período enero a diciembre de 2017.

63 Dada la relación inversa entre tasas de interés y el precio de los títulos de renta fija, este portafolio se ha valorizado por la reducción en las tasas de interés en el mercado secundario.

Cuadro 14
Estado de resultados del Banco de la República, enero a junio de 2017
(miles de millones de pesos)

	Presupuesto 2017	Observado a junio de 2017	Porcentaje frente al presupuesto
I. Total ingresos (A + B + C)	2.537	1.790	70,5
A. Ingresos monetarios	2.022	1.602	79,2
1. Intereses y rendimientos	1.882	1.534	81,5
Reservas internacionales	1.037	855	82,5
Portafolio de inversión de regulación monetaria (TES)	569	524	92,0
Operaciones activas de regulación monetaria (repos)	276	155	56,0
Otras operaciones	0	0	8,6
2. Diferencias en cambio	137	64	46,6
3. Otros ingresos monetarios	3	4	162,7
B. Moneda metálica emitida	331	101	30,4
C. Ingresos corporativos	184	88	47,7
1. Comisiones: servicios bancarios y negocios fiduciarios	161	77	47,6
Servicios bancarios	64	27	41,9
Negocios fiduciarios	97	50	51,3
2. Otros ingresos corporativos	23	11	48,6
II. Total gastos (A + B + C + D)	2.384	1.179	49,4
A. Gastos monetarios	1.409	795	56,4
1. Intereses y rendimientos	1.182	714	60,4
Depósitos remunerados (DGCPTN)	1.151	711	61,7
Depósitos operaciones pasivas de regulación monetaria	31	4	11,5
2. Gastos de administración y manejo fondos en el exterior	49	22	44,9
3. Comisión de compromiso de crédito flexible con el FMI	91	43	47,7
4. Diferencias en cambio	85	15	17,1
5. Otros gastos monetarios	1	0	37,8
B. Billetes y monedas	321	79	24,5
C. Gastos corporativos	583	265	45,4
1. Gastos de personal	366	179	48,8
2. Gastos generales	84	35	41,7
3. Otros corporativos	132	51	38,3
D. Gastos pensionados	72	41	57,1
III. Resultado del ejercicio (I - II)	153	611	399,9

Fuente: Banco de la República.

En relación con los ingresos:

- Como se mencionó, el rendimiento de las reservas internacionales, COP855 mm⁶⁴, es explicado, principalmente, por la rentabilidad del portafolio de inversiones (Cuadro 15).

64 Incluye la causación y valoración del portafolio de inversión, rendimientos por aportes en organismos internacionales, la valorización de las inversiones en oro y otros rendimientos por el convenio Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi).

Cuadro 15
Rendimiento de las inversiones de las reservas internacionales
(miles de millones de pesos)

	Presupuesto 2017	Observado a junio de 2017	Porcentaje frente al presupuesto
Rendimientos	1.037	855	82,5
Portafolio de inversión	1.027	783	76,3
Oro	0	44	-
Organismos internacionales	9	24	254,4
Otros	0	4	930,7

Fuente: Banco de la República.

- La alta ejecución del rendimiento del portafolio de inversión de regulación monetaria (TES en poder del Banco de la República) con respecto al presupuesto, es el resultado del mayor saldo de este portafolio⁶⁵ y de la disminución de las tasas de interés de mercado de TES que ha valorizado este portafolio.
- Los ingresos por las operaciones de liquidez mediante repos (operaciones activas de regulación monetaria) fueron de COP155 mm, 56,0% del presupuesto, que se explica por el mayor volumen promedio diario registrado de estas operaciones, a pesar de la disminución de la tasa de remuneración observada⁶⁶.
- El resultado neto de los ingresos y egresos originados por las variaciones de la tasa de cambio del peso frente al dólar sobre los activos y pasivos en moneda extranjera diferentes a las reservas internacionales fue positivo en COP49 mm, resultado, principalmente, de la depreciación semestral del peso frente al dólar (1,7%)⁶⁷.
- La puesta en circulación de moneda metálica generó ingresos por COP101 mm, una ejecución de 30,4% del presupuesto, resultado de la estacionalidad en su demanda.
- Los ingresos recibidos por comisiones de servicios bancarios y negocios fiduciarios ascendieron a COP77 mm, 47,6% del presupuesto, que se explican, principalmente, por la administración de los TES (COP39 mm).

En el primer semestre del año los ingresos del Banco ascendieron a COP1.790 mm.

65 El portafolio de TES a precios de mercado se incrementó, al pasar de COP8.893 mm en diciembre de 2016 a COP10.145 mm en junio de 2017. En este periodo se realizó la transferencia del portafolio de pensiones del Banco por COP309 mm, se realizaron compras por COP900 mm, se presentaron vencimientos por COP378 mm y valoración de COP524 mm.

66 El volumen promedio diario observado de estas operaciones fue de COP4.643 mm y el presupuestado para 2017 fue de COP3.702 mm; la tasa de remuneración promedio observada fue de 7,11% efectivo anual (e. a.) y la tasa de política contemplada en el presupuesto fue de 7,75% e. a.

67 La tasa de cambio a fin de 2016 fue de COP3.000,71 por dólar y al cierre de junio de 2017 fue de COP3.050,43.

En el primer semestre de 2017 los egresos totalizaron COP1.179 mm.

En relación con los egresos:

- La remuneración a las cuentas de la DGCPTN, principal componente de los egresos del Banco, fue de COP711 mm⁶⁸, 61,7% del presupuesto. Este nivel de ejecución es explicado por el mayor volumen de los depósitos de la DGCPTN en el Banco.
- Los mayores niveles de los depósitos de la DGCPTN en el Banco de la República son contrarrestados con incrementos de la liquidez en el mercado primario por otras vías, como son compras de TES y aumento de operaciones repo de expansión. Es así como los mayores egresos por la remuneración de los depósitos del Gobierno en el Banco se ven compensados por mayores ingresos derivados del rendimiento de TES en poder del Banco de la República y de las operaciones de expansión transitoria.
- Los costos por emisión y distribución de especies monetarias totalizaron COP79 mm como resultado de la puesta en circulación de 363 m de piezas de moneda metálica y de 328 m de piezas de billetes. El nivel de ejecución a junio, 24,5%, se explica principalmente por el comportamiento de la demanda de efectivo.
- Los egresos corporativos se situaron en COP265 mm y registraron una ejecución de 45,4% del presupuesto, distribuidos de la siguiente manera:
 - Los gastos de personal presentaron una ejecución de COP179 mm, 48,8% del presupuesto. Estos gastos comprenden salarios, prestaciones sociales, aportes a seguridad social, servicio médico, auxilios y capacitación formal, aportes a cajas de compensación, al Instituto Colombiano de Bienestar Familiar (ICBF) y al Servicio Nacional de Aprendizaje (SENA), capacitación continuada y viáticos, entre otros.
 - Los gastos generales fueron de COP35 mm y registraron una ejecución presupuestal de 41,7%. Este grupo incluye gastos asociados con el mantenimiento y reparaciones de equipos de infraestructura técnica (sistemas de aire acondicionado y ascensores), de tecnología y comunicación, servicios públicos, de vigilancia, de aseo y generales, y servicios contratados para la Biblioteca Luis Ángel Arango (BLAA), entre otros.
 - Otros gastos corporativos ascendieron a COP51 mm y presentaron una ejecución de 38,3% del presupuesto, los cuales incluyen principalmente impuestos, seguros, contribuciones, afiliaciones, depreciaciones, deterioro y amortizaciones.
- El gasto de pensiones de jubilación presentó un resultado de COP41 mm y una ejecución de 57,1%, producto del costo financiero por concepto de pensiones de jubilación, auxilios educacionales y servicio médico para pensionados.

68 En el primer semestre el saldo promedio diario de estos depósitos fue de COP21.310 mm y la tasa promedio anual de remuneración de 7,13% e. a.; el presupuesto consideró para 2017, depósitos promedio diarios de COP17.421 mm y una tasa promedio anual de remuneración de 7,75% e. a.

Al cierre de junio de 2017 las reservas internacionales brutas, valoradas a precios de mercado, fueron COP 144.110 mm (USD 47.242 m). Este concepto fue el que más aportó al incremento de los activos del Banco en el período analizado.

Al 30 de junio de 2017 los pasivos aumentaron COP 1.635 mm (1,5%) frente a los registrados a diciembre de 2016, debido a los mayores depósitos del Gobierno en el Banco.

B. ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA

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 2017, frente a los saldos registrados el 31 de diciembre del año anterior (Cuadro 16).

1. Activo

Los activos del Banco de la República registraron un saldo de COP 172.247 mm al cierre de junio de 2017. Esta cifra es superior en COP 4.959 mm (3,0%) al saldo observado en diciembre de 2016, cuando los activos ascendieron a COP 167.289 mm. Las principales variaciones de las cuentas del activo se explican, en su orden, por:

- *Reservas internacionales brutas*: su saldo valorado a precios de mercado al cierre de junio de 2017 fue de COP 144.110 mm (USD 47.242 m)⁶⁹, superior en COP 4.028 mm (2,9%) con respecto al dato observado el 31 de diciembre de 2016. Este incremento se explica principalmente por: 1) el ajuste de cambio en COP 3.068 mm, como resultado de las variaciones de la tasa de cambio peso/monedas de reserva; 2) el rendimiento por intereses causados entre enero y junio de 2017 por COP 821 mm, y 3) la valoración a precios de mercado en lo corrido de 2017 por COP 34 mm.
- *Portafolio de inversiones en moneda nacional (TES de regulación monetaria)*: su saldo valorado a precios de mercado fue de COP 10.145 mm en junio de 2017, superior en COP 1.251 mm con respecto al cierre del año 2016. Lo anterior fue el resultado de: 1) compras de TES por parte del Banco de la República por COP 900 mm; 2) el rendimiento de este portafolio por COP 524 mm, y 3) el traslado de TES de los activos del portafolio de pensiones del Banco de la República al portafolio de intervención monetaria por COP 309 mm. Lo anterior se compensó parcialmente con los vencimientos del portafolio de TES en poder del Banco por COP 480 mm.
- *Aportes en organismos y entidades internacionales*: su saldo al finalizar junio de 2017 ascendió a COP 10.043 mm, inferior en COP 66 mm (-0,7%) al registrado en diciembre de 2016.
- *Operaciones repo utilizadas para otorgar liquidez transitoria*: presentaron un saldo de COP 5.478 mm al finalizar junio de 2017, lo que significó una reducción de COP 335 mm (-5,8%) con respecto al cierre de 2016.

2. Pasivo

Al 30 de junio de 2017 el saldo de los pasivos fue de COP 112.063 mm, superior en COP 1.635 mm (1,5%) al registrado al finalizar el año 2016. A continuación se presentan las principales fuentes de variación:

⁶⁹ Este saldo tiene descontado el valor de los pasivos asociado a operaciones con reservas internacionales.

Cuadro 16

Estado de situación financiera del Banco de la República clasificado por criterio económico, resultados de diciembre de 2016 a junio de 2017
(miles de millones de pesos)

Cuentas	Diciembre, 2016		Junio, 2017		Variación año corrido	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	167.289	100,0	172.247	100,0	4.959	3,0
Reservas internacionales brutas	140.082	83,7	144.110	83,7	4.028	2,9
Aportes en organismos y entidades internacionales	10.109	6,0	10.043	5,8	(66)	(0,7)
Inversiones	8.893	5,3	10.145	5,9	1.251	14,1
Sector público para regulación monetaria	8.893	5,3	10.145	5,9	1.251	14,1
Cartera de créditos	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Otros créditos	1	0,0	1	0,0	(0)	(0,0)
Deterioro	(1)	(0,0)	(1)	(0,0)	0	(0,0)
Pactos de reventa: apoyos transitorios de liquidez	5.813	3,5	5.478	3,2	(335)	(5,8)
Cuentas por cobrar	53	0,0	68	0,0	16	29,5
Otros activos netos	2.339	1,4	2.404	1,4	64	2,8
Pasivo y patrimonio	167.289	100,0	172.247	100,0	4.959	3,0
Pasivo	110.428	66,0	112.063	65,1	1.635	1,5
Pasivos M/E que afectan reservas internacionales	24	0,0	25	0,0	0	1,1
Base monetaria	84.598	50,6	78.098	45,3	(6.500)	(7,7)
Efectivo	55.305	33,1	49.245	28,6	(6.060)	(11,0)
Reserva	29.293	17,5	28.853	16,8	(440)	(1,5)
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	83	0,0	85	0,0	2	1,9
Otros depósitos	70	0,0	56	0,0	(14)	(20,2)
Gobierno nacional: DGCPTN, M/N	14.589	8,7	22.675	13,2	8.086	55,4
Gobierno nacional: DGCPTN, M/E	266	0,2	208	0,1	(58)	(21,6)
Obligación con organismos internacionales	11.453	6,8	11.502	6,7	50	0,4
Cuentas por pagar	82	0,0	50	0,0	(32)	(38,8)
Otros pasivos	(737)	(0,4)	(635)	(0,4)	101	(13,8)
Patrimonio total	56.861	34,0	60.184	34,9	3.324	5,8
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Superávit	56.897	34,0	60.028	34,9	3.132	5,5
Liquidación CEC	521	0,3	521	0,3	0	0,0
Ajuste de cambio	56.199	33,6	59.267	34,4	3.068	5,5
Inversión en activos para actividad cultural y donaciones	177	0,1	241	0,1	64	36,1
Otros resultados integrales	(397)	(0,2)	(345)	(0,2)	52	(13,1)
Resultados	502	0,3	611	0,4	109	21,7
Resultados acumulados proceso de convergencia a NIIF	(153)	(0,1)	(123)	(0,1)	31	(20,0)

Fuente: Banco de la República.

Para 2017 se estima un resultado operacional positivo de COP1.013 mm.

- *Los depósitos en pesos del Gobierno, constituidos mediante la DGCPN en el Banco de la República:* su saldo fue de COP22.675 mm al cierre de junio de 2017, superior en COP8.086 mm (55,4%) al registrado en diciembre de 2016.
- *Obligaciones con organismos internacionales:* en junio de 2017 su saldo fue de COP11.502 mm, superior en COP50 mm (0,4%) al presentado al cierre de 2016.
- *Base monetaria:* el 30 de junio de 2017 la base monetaria presentó un saldo de COP78.098 mm, inferior en COP6.500 mm (-7,7%) al registrado al cierre de 2016. Por componentes, tanto el efectivo en circulación como la reserva bancaria presentaron reducciones de COP6.060 mm y COP440 mm, respectivamente.

3. Patrimonio

El patrimonio presentó un saldo de COP60.184 mm en junio de 2017, superior en COP3.324 mm (5,8%) con respecto a la cifra observada en diciembre de 2016. Este incremento se explica principalmente por: 1) la variación de la cuenta de ajuste de cambio, la cual aumentó en COP3.068 mm y tuvo como contrapartida un aumento en pesos de las reservas internacionales brutas, como se explicó anteriormente; 2) el resultado positivo del ejercicio del Banco por COP611 mm en el período enero-junio de 2017, y 3) la transferencia de utilidades al Gobierno, que redujo el patrimonio en COP407 mm.

C. PROYECCIÓN DE INGRESOS Y GASTOS

Para 2017 se estima un resultado operacional positivo de COP1.013 mm, producto de ingresos por COP3.368 mm y de egresos por COP2.355 mm (Cuadro 17). Dentro de los ingresos, los principales son los siguientes:

- Los rendimientos de las reservas internacionales se estiman en COP1.602 mm, superiores en COP471 mm (41,7%) a los observados el año anterior. Este resultado incorpora rendimientos y valoraciones del portafolio de inversión por COP1.530 mm, dividendos y rendimientos por aportes en organismos internacionales y otros por COP28 mm y valorización de las inversiones en oro por COP44 mm⁷⁰. Se proyecta que la rentabilidad promedio del portafolio de las reservas internacionales será de 1,14% anual.
- Los ingresos por el rendimiento del portafolio de inversión de regulación monetaria (TES en poder del Banco de la República) se proyectan en COP826 mm, inferiores en COP182 mm (-18%) a los observados en 2016, resultado de una menor valorización proyectada.

70 Al cierre de 2016 el precio internacional del oro fue de USD1.159,1 por onza *troy* y se estima un precio para fin de 2017 de USD1.243,25 por onza *troy* (dato al cierre de junio).

Cuadro 17
Proyección del estado de resultados del Banco de la República, 2017
(miles de millones de pesos)

	Observado 2016	Proyección 2017	Variaciones anuales	
			Porcentuales	Absolutas
I. Total ingresos (A + B + C)	3.130	3.368	7,6	238
A. Ingresos monetarios	2.635	2.880	9,3	244
1. Intereses y rendimientos	2.595	2.758	6,3	163
Reservas internacionales	1.131	1.602	41,7	471
Portafolio de inversión de regulación monetaria (TES)	1.007	826	(18,0)	(182)
Operaciones activas de regulación monetaria (repos)	456	329	(27,8)	(127)
2. Diferencias en cambio	37	118	220,0	81
3. Otros ingresos monetarios	4	4	20,5	1
B. Moneda metálica emitida	300	304	1,5	4
C. Ingresos corporativos	194	184	(5,5)	(11)
1. Comisiones: servicios bancarios y negocios fiduciarios	160	161	0,7	1
Servicios bancarios	67	64	(4,7)	(3)
Negocios fiduciarios	93	97	4,6	4
2. Otros ingresos corporativos	35	23	(33,8)	(12)
II. Total gastos (A + B + C + D)	2.628	2.355	(10,4)	(273)
A. Gastos monetarios	1.850	1.466	(20,8)	(384)
1. Intereses y rendimientos	1.568	1.303	(16,9)	(266)
Depósitos remunerados (DGCPTN)	1.427	1.299	(9,0)	(128)
Depósitos remunerados de control monetario	131	0	(100,0)	(131)
Depósitos operaciones pasivas de regulación monetaria	10	4	(62,0)	(6)
2. Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior	40	48	18,1	7
3. Comisión de compromiso de crédito flexible con el FMI	61	90	46,5	28
4. Diferencias en cambio	180	25	(86,0)	(155)
5. Otros gastos monetarios	1	1	0,6	0
B. Billetes y monedas	215	245	14,2	30
C. Gastos corporativos	496	567	14,3	71
1. Gastos de personal	332	366	10,4	35
2. Gastos generales	71	81	13,4	10
3. Otros corporativos	93	120	29,0	27
D. Gastos de pensionados	67	77	14,4	10
III. Resultado del ejercicio (I - II)	502	1.013	101,9	512

Fuente: Banco de la República.

- El ingreso estimado por las operaciones de liquidez mediante repos se proyecta en COP329 mm, inferior en COP 127 mm (-27,8%) al observado en 2016. Esta disminución obedece al menor volumen proyectado de operaciones y a la disminución de la tasa de interés⁷¹.

71 La proyección para 2017 considera un volumen promedio diario de operaciones repo de COP5.427 mm frente a los COP6.690 mm observados en 2016. La tasa de interés promedio estimada para 2017 es de 6,26% e. a., frente a 7,06% e. a., observada en 2016. El presupuesto contempló un promedio diario de operaciones repo de COP3.702 mm y una tasa de política de 7,75% e. a.

Para 2017 se proyectan ingresos por \$ 3.368 mm, superiores en \$ 238 mm a los observados en 2016. En cuanto al presupuesto de egresos, este se estima en COP 2.355 mm, equivalentes a una reducción anual de COP 273 mm (10,4%).

- El resultado neto estimado por diferencias en cambio de COP 93 mm se explica por ingresos de COP 118 mm y por egresos de COP 25 mm, producto de la variación estimada del peso frente al dólar sobre los activos y pasivos en moneda extranjera diferentes a las reservas internacionales.
- Se estima que la puesta en circulación de moneda metálica generará ingresos por COP 304 mm, superiores en COP 4 mm (1,5%) frente a lo observado en 2016. Esta variación está asociada, principalmente, con la puesta en circulación de la moneda de mil pesos.
- Los ingresos corporativos se estiman en COP 184 mm, con una reducción anual de COP 11 mm (-5,5%), explicada principalmente por las menores exportaciones bajo el convenio Aladi.

Los egresos para 2017 se estiman en COP 2.355 mm, con una disminución anual de COP 273 mm (-10,4%), así:

- Se proyecta que la remuneración a los depósitos de la DGCPN en el Banco ascenderá a COP 1.299 mm, con una disminución anual de COP 128 mm (-9,0%), producto, principalmente, de la menor tasa de remuneración por estos depósitos⁷².
- El gasto por la comisión de compromiso correspondiente a la línea de crédito flexible con el FMI se proyecta en COP 90 mm. En junio de 2016 esta línea se incrementó de DEG 3,87 mm a DEG 8,18 mm, según el nuevo acuerdo⁷³.
- Los costos de emisión y distribución de especies monetarias se calculan en COP 245 mm, con una variación anual de COP 30 mm (14,2%), resultado de la proyección de la demanda, puesta en circulación y distribución de moneda metálica y de billetes.
- Los egresos corporativos se proyectan en COP 567 mm, con una variación anual de COP 71 mm (14,3%), de los cuales COP 366 mm corresponden a gastos de personal, COP 81 mm a gastos generales y COP 120 mm a otros gastos corporativos. El crecimiento esperado se explica, principalmente, por el incremento en el IPC y en el salario mínimo, que afectan directamente los gastos corporativos del Banco.

-Los gastos de personal se estiman con un crecimiento anual de 10,4%, de acuerdo con lo pactado en la convención colectiva vigente y por el aumento de la planta, principalmente por la apertura de los nuevos centros culturales en San Andrés, Manizales y Buenaventura.

-Los gastos generales se estiman con un aumento anual de 13,4% para 2017. Este incremento se explica, principalmente, por los gastos asocia-

72 Los volúmenes promedio diarios para 2017 se estiman en COP 21.053 mm frente a COP 20.367 mm observados en 2016; la tasa proyectada para 2017 es de 6,36% e. a. frente a 7,26% en 2016. El presupuesto contempló volúmenes anuales promedio de COP 15.421 mm y una tasa de interés de remuneración de 7,75%.

73 El 13 de junio de 2016 se firmó un nuevo acuerdo con el FMI por dos años.

dos con el mantenimiento de equipos de infraestructura eléctrica, sistemas de aire acondicionado, de tecnología y del área de tesorería, por los contratos que se ajustan de acuerdo con el incremento del salario mínimo⁷⁴ y los mayores gastos generados por la apertura de los nuevos centros culturales.

-Otros gastos corporativos tales como impuestos, seguros, depreciaciones, deterioro y amortizaciones, contribuciones y afiliaciones, se estiman con un incremento de 29,0% frente a 2016⁷⁵.

- Por último, se estima que el costo financiero de las pensiones de jubilación ascenderá a COP 77 mm, con un incremento de 14,4% con respecto a 2016, de acuerdo con la actualización del cálculo actuarial para 2017.

74 Contratos de vigilancia, aseo y cafetería, estudiantes en práctica y *outsourcing* tales como servicios generales, servicios informáticos, fotocopiado y microfilmación, entre otros.

75 El incremento obedece, en mayor medida, a proyectos de tecnología, depreciaciones, amortizaciones, contribuciones, e impuestos.

PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA EN EL BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES

La Ley 1484 del 12 de diciembre de 2011 autorizó la incorporación del Banco de la República como accionista del Banco de Pagos Internacionales (BPI). *De acuerdo con la autorización conferida, el Banco suscribió 3.000 acciones del BPI por un valor de 65.712.000 derechos especiales de giro (DEG), equivalentes a USD 100.978.710, las cuales se mantienen registradas a su costo de adquisición en DEG en el rubro “aportes en organismos y entidades internacionales”.* El 29 de junio de 2017 el Banco recibió USD 1.244.985,48 por concepto de dividendos, correspondientes al ejercicio contable del BPI que finalizó en marzo de 2017 (abril de 2016 a marzo de 2017), lo cual equivale a una rentabilidad anual del 1,3%¹.

La incorporación del Banco de la República al BPI ha permitido su participación en reuniones periódicas en las cuales se examinan los acontecimientos recientes y las perspectivas de la economía global y de los mercados financieros. Estas reuniones son un foro de discusión para intercambiar puntos de vista y experiencias en temas de especial relevancia para los bancos centrales, lo cual contribuye a entender mejor los desafíos que afectan a varios países y a implementar medidas de política apropiadas. Así mismo, el Banco participa en diversos grupos consultivos coordinados por el BPI, como el Consejo Consultivo para las Américas (CCA), los cuales fomentan la cooperación internacional y la investigación en asuntos relacionados con las políticas de los bancos centrales y otros temas que inciden en la estabilidad macroeconómica y financiera.

En el marco de las actividades coordinadas por el CCA, el cual está conformado por los gobernadores de los bancos centrales del continente americano miembros del BIS², el Banco participa activamente en proyectos de investigación y conferencias en diversas áreas de banca central. Entre ellas, el Comité Científico (que comprende a los economistas jefe de los respectivos bancos centrales), que organiza la red anual de investigación, y que para este año se enfocó en *los efectos de la política monetaria, las tasas de interés, la inflación y los flujos de capital*³. En la conferencia, que se celebró en Washington entre el 25 y 26 de mayo, el Banco

presentó un trabajo sobre la efectividad de la intervención cambiaria y el canal de portafolio. En el marco de este comité, se culminó la red de investigación sobre los efectos macroeconómicos y financieros del ciclo de los precios de los *commodities*⁴. Este año se inició una red de investigación sobre el traslado de variaciones en la tasa de cambio sobre la *inflación (pass through)* y el comercio, utilizando datos a nivel de empresas⁵.

Como resultado de la participación del Banco en el Comité Consultivo de Directores de Estabilidad Financiera del CCA, se culminó la red de investigación sobre la evaluación de políticas macroprudenciales, utilizando datos de registro de crédito⁶ (información de créditos individuales), en la cual el Banco participó y publicó su contribución en la serie de BIS Working Papers⁷. En el marco de este grupo, y trabajando nuevamente con datos de registros de crédito, se inició este año una nueva red para evaluar cómo el cambio en los modelos de negocio de los bancos comerciales ha afectado el canal de crédito de la política monetaria⁸. Adicionalmente, se inició un grupo de trabajo sobre pruebas de estrés (*stress testing*) con el objetivo de compartir experiencias entre bancos centrales y mejorar los ejercicios que se hacen para evaluar la resistencia del sistema financiero ante diferentes choques.

Por otra parte, el Banco es miembro del Grupo Consultivo de Directores de Operaciones (GCDO), una red de representantes de los bancos centrales responsables de las operaciones de mercado abierto y de mercado cambiario. En el marco del GCDO, en 2016 se conformó un grupo de trabajo para estudiar la liquidez en el mercado cambiario de los países de la región, cuyos resultados fueron publicados en la serie de BIS Papers en marzo de 2017⁹.

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

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

3 La agenda y los documentos están disponibles en: <http://www.bis.org/events/ccconf2017/agenda.htm>

4 La descripción del proyecto y algunos documentos de la red se encuentran en: https://www.bis.org/am_office/rsn/tccmafsi.htm

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

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

7 Disponible en: <https://www.bis.org/publ/work634.htm>

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

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

ANEXO

POLÍTICAS DE ADMINISTRACIÓN DEL PORTAFOLIO DE INVERSIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

De acuerdo con las recomendaciones de buenas prácticas, la administración de las reservas debe procurar: 1) contar con suficiente liquidez en moneda extranjera; 2) tener políticas estrictas para la gestión de los diferentes riesgos que enfrentan las operaciones, y 3) generar retornos razonables ajustados por riesgo, sujetos a la liquidez y otras restricciones de riesgo¹. A continuación se explica cómo se aplican estos criterios en la gestión de las reservas internacionales de Colombia.

1. Políticas de gestión de riesgo

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

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

Riesgo crediticio: solamente se invierte en activos que cuenten con altas calificaciones crediticias según las principales agencias calificadoras, dado que estas inversiones tienen una baja probabilidad de incumplimiento en sus pagos. La calificación crediticia mínima para gobiernos y entidades relacionadas con gobiernos es A-. Con respecto a los emisores privados la calificación mínima es A+. Históricamente el porcentaje de los emisores con estas calificaciones que ha experimentado incumplimientos de sus pagos en el año siguiente es cercano a 0%. Si la calificación de un emisor en el portafolio disminuye por debajo de la mínima permitida, se liquida la exposición en un plazo corto. Además, se limitan las exposiciones máximas por sector y por emisor con el fin de limitar el impacto de eventos crediticios sobre el valor del portafolio.

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

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

cubrirse del riesgo de aumento de los precios de las importaciones como consecuencia de la apreciación de las monedas de los países de los cuales provienen dichas importaciones. Teniendo en cuenta que las cotizaciones de las monedas son altamente volátiles y con frecuencia no tienen tendencias definidas en el largo plazo, el impacto del riesgo cambiario se registra directamente en el patrimonio (numeral 4 del artículo 62 del Decreto 2520 de 1993, Estatutos del Banco de la República), aumentando en los años cuando las monedas se fortalecen frente al peso, y disminuyendo en los años en que se debilitan.

Riesgo de contraparte: para disminuir la exposición que se tiene a las contrapartes, las operaciones se liquidan mediante mecanismos de pago contra entrega. Estos buscan que el intercambio de papeles por efectivo o el intercambio de pagos en una operación de divisas se hagan simultáneamente con el fin de eliminar la posibilidad de que una de las partes del negocio incumpla. Adicionalmente, se requiere que las contrapartes para la negociación de renta fija sean creadoras de mercado y que las contrapartes para la negociación de divisas cuenten con altas calificaciones crediticias. Las contrapartes de divisas deben tener una calificación crediticia mínima de A- si cuentan con un contrato marco ISDA. Si no se cuenta con dicho contrato, la calificación mínima es A+².

2. Tramos del portafolio de inversión

El portafolio de inversión está conformado por tres tramos: el de corto plazo, el de mediano plazo y el tramo de oro.

El tramo de corto plazo tiene como propósito cubrir las necesidades potenciales de liquidez de las reservas en doce meses. En la actualidad este tramo está conformado por el capital de trabajo y un portafolio pasivo. El primero 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 USD 390 m y USD 2.000 m³. El portafolio pasivo es el principal componente del tramo de corto plazo. Este portafolio se caracteriza por invertir en un mayor número de instrumentos y tener un plazo y un perfil de rentabilidad esperado superior al del capital de trabajo, buscando que el rendimiento esperado del portafolio, excluyendo el componente cambiario, sea positivo en doce meses con un nivel de confianza del 95%. El portafolio pasivo está invertido en múltiples monedas con el fin de replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país y busca tener una rentabilidad similar a la del índice de referencia⁴. A junio de 2017 el valor del tramo de corto plazo era de USD 29.698 m, de los cuales USD 1.303 m corresponden al capital de trabajo y USD 28.394 m al portafolio pasivo.

El tramo de mediano plazo se ejecuta con un plazo y un perfil de rentabilidad esperado superior al del tramo de corto plazo. Su objetivo es maximizar la rentabilidad ajustada por riesgo en dólares estadounidenses, la moneda en la cual se valoran las reservas

2 El contrato marco establecido por la International Swaps and Derivatives Association (ISDA) tiene como objetivo establecer los términos y condiciones que rigen sobre los derivados sobre el mostrador negociados entre entidades.

3 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.

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

internacionales, para la porción del portafolio que se considera menos probable de utilizar en un plazo de doce meses. Al tener un tramo de mediano plazo se busca aumentar la rentabilidad esperada de las reservas internacionales en el largo plazo, manteniendo un portafolio conservador. Se busca que el rendimiento esperado en dólares estadounidenses de este tramo sea positivo con una probabilidad del 95% en un horizonte de tres años. Actualmente el tramo de mediano plazo está conformado por portafolios de manejo activo que buscan generar una rentabilidad más alta que la del índice de referencia⁵. A junio de 2017 el valor del tramo de mediano plazo ascendía a USD 15.724 m.

El último tramo corresponde a las inversiones de las reservas internacionales en oro físico certificado que se puede negociar fácilmente en mercados internacionales. El oro permite diversificar el portafolio de inversión, ya que su precio se comporta de forma diferente al de los títulos en los cuales se invierten los tramos de corto y mediano plazos. A junio de 2017 el valor de mercado del oro en las reservas ascendía a USD 230 m.

Los títulos valor del portafolio de inversión se encuentran depositados en entidades financieras conocidas como custodios⁶. Las entidades que prestan el servicio de custodia para los títulos de las reservas internacionales son la Reserva Federal de Nueva York, Euroclear, JP Morgan Chase y State Street. Las inversiones en oro físico son custodiadas por el Banco de Inglaterra.

3. Índices de referencia

Para administrar el Portafolio de Inversión de las reservas, el Banco de la República define portafolios teóricos o índices de referencia⁷. Se construyen índices diferentes para el tramo de corto plazo y para el tramo de mediano plazo, con el fin de reflejar sus objetivos de inversión. Los índices sirven como marco de referencia para medir la gestión de cada uno de los portafolios. A continuación se explica la forma como se construyen los dos índices de referencia.

Para construir el índice del tramo de corto plazo⁸ se determina, en primer lugar, una composición cambiaria objetivo. La composición cambiaria de este índice busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país⁹. Se busca que las monedas diferentes al dólar se aprecien en períodos en los que aumenta el valor en dólares

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

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

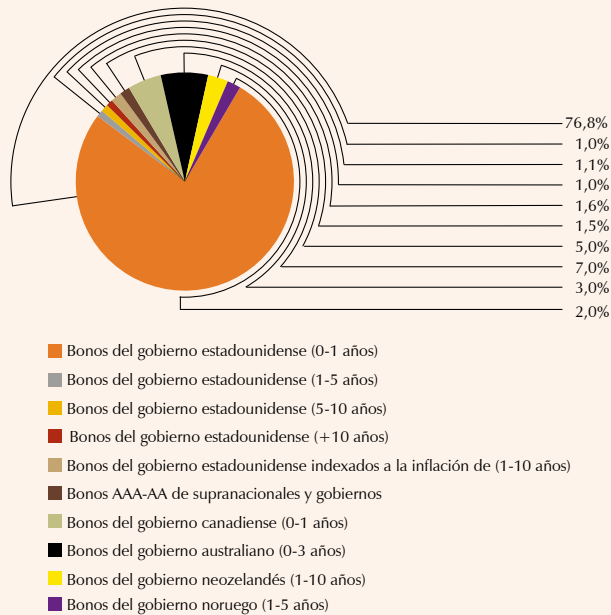
7 En los mercados de capitales un índice de referencia se refiere a una canasta de activos con ponderaciones predeterminadas de acuerdo con ciertas reglas que definen su composición. En general, un índice intenta replicar de una manera amplia el comportamiento de un mercado de activos financieros y sirve como indicador del desempeño de otros portafolios de inversión en ese mismo mercado. Por ejemplo, algunos de los índices de referencia más conocidos en los mercados accionarios son el ColCap en Colombia, o el S&P500 y el Dow Jones en los Estados Unidos (el Banco utiliza índices de mercados de renta fija únicamente).

8 Este índice de referencia no aplica para el capital de trabajo, ya que no existen portafolios de referencia que permitan medir adecuadamente los instrumentos permitidos en este portafolio.

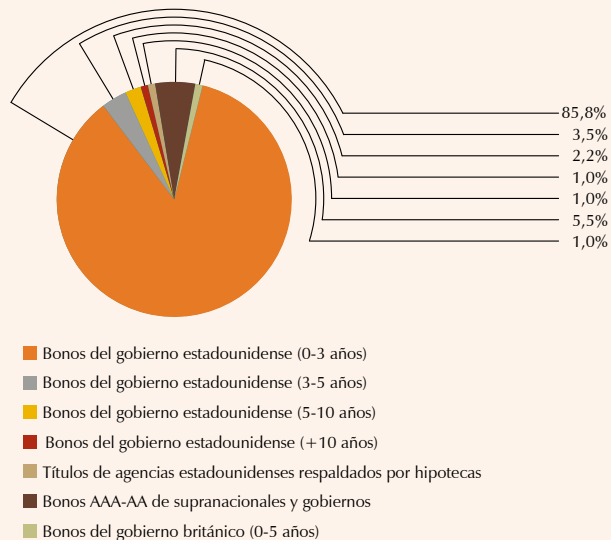
9 Véase el recuadro “Nueva composición cambiaria del portafolio de reservas internacionales”, en el *Informe al Congreso* de marzo de 2012 para una explicación detallada de la metodología de composición cambiaria de las reservas.

Gráfico A1.1
Composición del índice de referencia del tramo de inversión
(información al 30 de junio de 2017)

A. Tramo de corto plazo



B. Tramo de mediano plazo



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

de los pagos externos del país, lo cual implica que el valor de estas monedas puede reducirse frente al dólar en períodos en que el valor en dólares de los pagos externos disminuye. La composición cambiaria aprobada del tramo de corto plazo es 83% dólares estadounidenses, 7% dólares australianos, 5% dólares canadienses, 3% dólares neozelandeses y 2% coronas noruegas. Una vez definida la composición cambiaria, se incluye la restricción de tener retornos positivos en un horizonte de doce meses con un 95% de confianza, excluyendo el efecto cambiario. Con base en la restricción de composición cambiaria y la restricción de retornos positivos en doce meses, se busca el portafolio que maximiza la rentabilidad ajustada por riesgo¹⁰.

Para la construcción del índice del tramo de mediano plazo se sigue un procedimiento similar con dos diferencias fundamentales. En primer lugar, no se impone una restricción de composición cambiaria, dado que el objetivo de este tramo es maximizar el retorno ajustado por riesgo en dólares estadounidenses. En segundo lugar, la restricción de tener retornos positivos con un 95% de confianza se define sobre un horizonte más largo (tres años), con el fin de reflejar la menor probabilidad de usar los recursos de este tramo en el corto plazo. Al construir el portafolio que maximiza la rentabilidad ajustada por riesgo en dólares, se permiten inversiones en monedas diferentes al dólar.

El Gráfico A1.1 muestra los índices de referencia de los tramos de corto y mediano plazos¹¹. Los dos portafolios tienen un nivel de riesgo de mercado bajo. La duración modificada del índice del tramo de corto plazo es 1,05 y la del tramo de mediano plazo es 2,07¹².

4. Programa de administración externa

El Banco de la República gestiona directamente el tramo de corto plazo, un portafolio del tramo de mediano plazo y el tramo del oro (USD 31.788 m o 69,6% del portafolio de inversión). El resto de los recursos del tramo de mediano plazo es gestionado por administradores externos de portafolios.

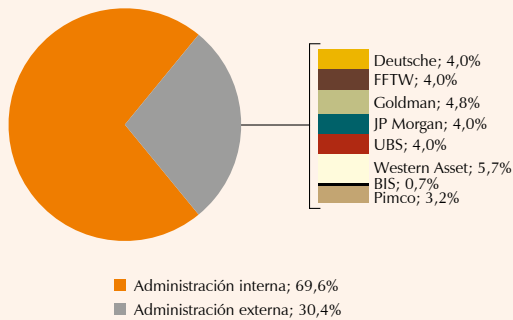
Al finalizar junio de 2017 el programa de administración externa ascendía a USD 13.903 m (30,4% del portafolio de

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

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

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

Gráfico A1.2
Composición del portafolio de inversión por administrador
(información al 30 de junio de 2017)



Nota: valores aproximados debido al redondeo.
Fuente: Banco de la República.

inversión). El propósito de utilizar administradores externos es generar retornos superiores al índice de referencia y capacitar a los funcionarios del Banco en la gestión de inversiones internacionales. Las firmas escogidas para participar en el programa tienen una alta capacidad de análisis de los mercados financieros y una infraestructura sofisticada que pueden ser aprovechadas en la definición de estrategias de inversión. En la actualidad, las firmas privadas que participan en el programa de administración externa son: Deutsche Bank Asset Management, Fisher Francis Trees & Watts (propiedad de BNP Paribas), Goldman Sachs Asset Management, JPMorgan Asset Management, UBS Global Asset Management, Pacific Investment Management Company y Western Asset Management (Gráfico A1.2). Las firmas privadas que participan en el programa son escogidas mediante procesos competitivos y son evaluadas permanentemente. Los recursos que manejan

estas entidades se encuentran en las cuentas de custodia del Banco de la República y los contratos de los administradores se pueden cancelar cuando se considere necesario. De acuerdo con los resultados obtenidos por cada administrador desde su contratación, se modifica el monto administrado y/o se revisa su continuidad en el programa. Las inversiones en los fondos administrados por el Banco de Pagos Internacionales (BIS) también se consideran parte del programa de administración externa. A estos fondos solamente tienen acceso los bancos centrales y entidades multilaterales, y que tienen como propósito hacer inversiones en activos apropiados para las reservas internacionales mundiales, en un esfuerzo cooperativo entre diferentes países¹³.

13 En la actualidad se invierte en un fondo de títulos indexados a la inflación emitidos por el Tesoro de Estados Unidos (USD 107,9 m), un fondo de títulos emitidos por el gobierno de China (USD 98,9 m) y un fondo de títulos emitidos por el gobierno de Corea (USD 101,5).