

RESUMEN EJECUTIVO

CONTEXTO INTERNACIONAL

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

Economías desarrolladas

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

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

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

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

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

En otras economías desarrolladas la actividad económica se aceleró, como en el caso del Reino Unido y Japón. Las medidas de estímulo en este último país estarían soportando su mayor tasa de expansión. Pese a ello, el crecimiento del cuarto trimestre estuvo por debajo de lo esperado por los analistas. En el Reino Unido la recuperación de la demanda interna estaría contribuyendo a su mayor dinamismo.

Economías emergentes

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

Para las economías emergentes de Asia el crecimiento entre 2012 y 2013 pasó de 6,4% a 6,5%. En el caso de China se registró una expansión de 7,7%, similar a la

de 2012, pero que representa una desaceleración leve en relación con años anteriores. Un hecho por resaltar es la disposición de las autoridades chinas a controlar la rápida expansión del crédito y, en particular, el otorgado por la banca menos regulada (*shadow banking*). Aunque la limitación en el crecimiento del crédito podría afectar la expansión de la demanda interna en los próximos trimestres, las vulnerabilidades de su sector financiero se reducirían.

Otro hecho importante en el plano internacional fueron las noticias relacionadas con el posible desmonte del relajamiento monetario por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed), lo cual afectó el comportamiento de los mercados financieros de las economías emergentes. En una primera instancia, en mayo y junio se incrementó la incertidumbre en estos países, por lo que se produjeron salidas de capitales y depreciaciones en sus monedas. Las economías que experimentaron mayores movimientos en sus mercados de activos y de divisas fueron aquellas percibidas por los inversionistas como más vulnerables y dependientes de los flujos de corto plazo. La volatilidad de los mercados financieros se redujo en el cuarto trimestre como respuesta a los anuncios de la Fed, en los que aclaraba que el retiro del estímulo se haría de forma gradual y estaría condicionado a la evolución favorable de la actividad real en los Estados Unidos, en particular, de su mercado laboral y de la inflación. De igual forma, la Fed reiteró su compromiso de mantener las tasas de interés en los niveles actuales, por lo menos hasta mediados de 2015.

Perspectivas para 2014

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

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

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

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

LA ECONOMÍA COLOMBIANA

Actividad económica

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

Con respecto a los rubros de comercio exterior, se observaron desaceleraciones en las tasas de crecimiento de las importaciones y las exportaciones. La menor expansión de las compras al exterior se explica por el desempeño modesto de las importaciones de bienes de capital y de materias primas, debido en parte a la caída en la actividad industrial durante 2013. Por su parte, el comportamiento de las exportaciones obedeció tanto a la dinámica relativamente pobre de la demanda externa como a los distintos choques de oferta que se presentaron en el sector minero a lo largo del año, los cuales afectaron sobre todo las ventas de carbón al exterior.

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

Perspectivas de la economía colombiana para 2014

El pronóstico del equipo técnico del Banco de la República para 2014 prevé un rango de crecimiento de la economía colombiana entre 3,3% y 5,3%, con una tasa de 4,3% como más probable, la cual es cercana al promedio observado desde 2001. Una combinación de factores externos e internos contribuiría a lograr este resultado. En el entorno internacional, la mejor perspectiva de las economías avanzadas favorecerá el comportamiento de las exportaciones no tradicionales y fortalecerá los ingresos por remesas recibidas del exterior. En el ámbito local, la postura expansiva de la política monetaria seguiría teniendo efectos positivos sobre la actividad real, al mantener amplias condiciones de liquidez y facilitar el crédito. La baja inflación continuará beneficiando el poder adquisitivo del ingreso de los hogares y por esta vía su consumo, el cual se sostendría, a su vez, por la reducción de la tasa de desempleo y el incremento de la confianza del consumidor. La formación bruta de capital fijo podría ser otro factor de estímulo al crecimiento, impulsada por la inversión en obras civiles, principalmente en infraestructura vial y telecomunicaciones. De igual manera, la construcción de vivienda de interés prioritario, junto con los estímulos generados por el subsidio en la tasa de interés para créditos hipotecarios, podrían desempeñar un papel importante en el presente año.

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

Mercado laboral

En el año 2013 se presentó una reducción significativa de la tasa de desempleo, que para el último trimestre registró un promedio de 8,2% para el total nacional y de 9,2% para las trece principales áreas urbanas. Este descenso fue en particular importante durante el segundo semestre del año, alcanzando los niveles más bajos desde 2001. La reducción de la tasa de desempleo obedeció en especial a una mayor demanda de mano de obra. Casi la totalidad del empleo generado en 2013 fue asalariado y formal, explicado en su mayoría por la expansión del tipo calificado, lo que evidencia una mejora en la calidad de los puestos de trabajo generados por la economía. Esta tendencia podría, en parte, atribuirse a la reforma tributaria que entró en vigencia a comienzos de año y a la ley del primer empleo aplicada a partir de 2011. Ambas medidas incluían entre sus objetivos reducir la intermediación laboral e impulsar la formalización.

Inflación

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

Diversos factores, tanto de oferta como de demanda, contribuyeron a mantener el bajo nivel de inflación observado en 2013. En el primer grupo se incluye la reforma tributaria de 2012 (efectiva a partir de 2013), la cual introdujo una disminución de los impuestos indirectos para materias primas y varios bienes y servicios finales como combustibles, vehículos, algunos alimentos y comidas fuera del hogar, entre otros. Un segundo factor consistió en la reducción de las tarifas en algunos servicios públicos, como aseo y pasajes del transporte urbano, por decisión de administraciones locales, como la de Bogotá, lo que, junto a las disminuciones del precio interno de los combustibles, permitió mantener en niveles muy bajos la variación anual de los precios de los bienes y servicios regulados. Por otro lado, los precios de los alimentos producidos en el país tendieron a presentar aumentos moderados gracias a las buenas condiciones climáticas y a la fase ascendente del ciclo de producción agropecuaria. A lo anterior se sumaron los descensos en las cotizaciones internacionales de los bienes agrícolas importados por el país, los cuales compensaron la depreciación del peso. Por último, la estabilidad del precio internacional del petróleo y las caídas en los precios de otras materias primas limitaron las alzas de los costos de producción y transporte, tal como se refleja en la variación negativa del índice de precios al productor (-0,49%) en 2013.

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

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

Este pronóstico enfrenta riesgos al alza y a la baja, los cuales se consideran balanceados. En el primer caso, una depreciación mayor del peso, debido a la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos, podría inducir una variación en los precios mayor que la prevista. Pese a ello, el riesgo de que se incumpla la meta seguiría siendo bajo, gracias al nivel en el cual se encuentra la inflación hoy en día, y a la escasa transmisión que existe en Colombia entre la devaluación y los precios. Con respecto a los riesgos a la baja, el más importante sigue siendo un menor crecimiento mundial, con caídas más fuertes que las previstas en las cotizaciones internacionales de las materias primas, debido a los problemas estructurales que enfrentan varias economías desarrolladas y emergentes.

Política monetaria

Durante el primer trimestre de 2013 la JDBR consideró apropiado reducir la tasa de interés de referencia desde 4,25% en diciembre de 2012 hasta 3,25% en marzo de 2013². Este relajamiento de la política monetaria se tomó teniendo en cuenta el análisis que sugería que la actividad económica podría desacelerarse en el primer trimestre del año y que el crecimiento sería menor al de su potencial. Esto permitía descartar presiones de demanda sobre los precios. Aunque el crecimiento trimestral repuntó en los siguientes trimestres, se mantuvo alrededor de la capacidad potencial de la economía, por lo cual no se identificaron riesgos inflacionarios. Adicionalmente, las expectativas de inflación a diferentes plazos permanecieron cerca o por debajo de 3%. En tales condiciones, hasta la fecha la JDBR ha mantenido inalterada la tasa de política en 3,25%, con el propósito de estimular la demanda agregada.

Tasas de interés y crédito

El recorte de 100 puntos básicos (pb) de la tasa de intervención del Banco de la República durante el primer trimestre de 2013 se transmitió plenamente a las demás tasas de interés de la economía. Así, en dicho período la tasa interbancaria a un día (TIB) descendió 101 pb y a finales del año se ubicó en 3,26%. Por otra parte, las tasas de captación de los depósitos a término del sistema financiero descendieron en 117 pb para la DTF (a noventa días) y 115 pb para el total de CDT. En el caso de las tasas de colocación, en general se observó un mayor descenso durante el año, con caídas de 204 pb para la tasa de interés de vivienda, 175 pb para los créditos comerciales y 158 pb para las de tarjetas de crédito. En los créditos de consumo la reducción fue de 63 pb.

El mercado de deuda pública también se vio estimulado por la reducción de la tasa de interés de referencia, al disminuir el costo de fondeo de los títulos de deuda pública (TES), contribuyendo a su valorización. De esta manera, en los primeros cuatro meses de 2013 los precios de los TES se incrementaron, disminuyendo sus

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

tasas de interés. Esta tendencia se vio reforzada por una inflación baja y menores expectativas; por la mejora en la perspectiva y en la calificación de la deuda soberana de Colombia, y por la reforma tributaria de 2012 que redujo la carga impositiva para los inversionistas extranjeros de portafolio, todo lo cual aumentó el atractivo de invertir en TES. A pesar de que la tasa de política se ha mantenido inalterada en 3,25%, la tendencia decreciente de la tasa de interés de los TES se revirtió a partir de mayo de 2013, como resultado de los indicios sobre el posible retiro del programa de compra de activos por parte de la Fed.

En materia de crédito, en 2013 el crecimiento de la cartera total se desaceleró, pero continuó siendo superior al del PIB nominal. El saldo de la cartera bruta en moneda nacional creció 14,3% anual y su saldo a final del año ascendió a \$260.353 mm (37% del PIB). Los créditos según modalidad (comercial más microcrédito, consumo e hipotecaria) han mostrado un comportamiento diverso. La cartera de consumo presentó un menor ritmo de crecimiento, con variaciones anuales cercanas a 12% en el último trimestre de 2013. Los créditos a empresas, representados por la cartera comercial y la de microcrédito, se aceleraron a partir del segundo trimestre del año, de tal forma que su variación anual conjunta fue de 12,9% en diciembre de 2013 frente a 11,6% en marzo. Igual sucedió con la cartera hipotecaria ajustada por titularizaciones, cuya expansión se aceleró desde 14% anual en marzo de 2013 a 15,5% en diciembre del mismo año.

Riesgos del sistema financiero

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

Balance externo

En 2013 la economía colombiana registró un déficit en la cuenta corriente de 3,4% del PIB, cifra ligeramente superior a lo observado el año anterior (3,2% del PIB).

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

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

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

Política cambiaria

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

La devaluación nominal del peso colombiano frente al dólar y a otras monedas de los principales socios comerciales del país coincidió con un incremento en los

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

Durante 2013 el Banco de la República acumuló reservas internacionales mediante su programa de subastas de compras directas de divisas por un valor de US\$6.769 m (equivalentes a \$12.586 m). La estrategia de acumulación de reservas reconoce la importancia que el Banco otorga al objetivo de mantener un nivel adecuado de liquidez internacional para enfrentar posibles salidas de capital, así como para mejorar la confianza en la economía del país. Este Informe presenta diversos indicadores que permiten determinar si las reservas internacionales son suficientes para prevenir y enfrentar choques externos. A partir de estas medidas se puede concluir que el monto de reservas internacionales al finalizar 2013 ofrece suficiente capacidad de respuesta de la economía colombiana ante salidas de capital provocadas por un ataque especulativo. Igualmente, este nivel permitiría cubrir holgadamente las amortizaciones de deuda y el déficit de la cuenta corriente, en un escenario extremo donde se cerrara completamente el acceso al financiamiento internacional. De forma alternativa, las reservas internacionales permitirían cubrir el equivalente a 9,5 meses de importaciones de bienes, lo que ofrece un margen apreciable de seguridad ante un cambio abrupto de la balanza comercial. En general, los indicadores de reservas internacionales en Colombia se comparan favorablemente con los de otros países de la región.

MANEJO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

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

El Banco de la República sigue las mejores prácticas internacionales con respecto a la administración de las reservas, lo cual significó que en enero de 2014 fuera elegido como “Administrador de reservas internacionales del año” por la publicación británica *Central Banking*. En este sentido, y de acuerdo con el FMI, la administración de las reservas debe procurar: i) contar con suficiente liquidez en moneda extranjera; ii) tener políticas estrictas para la gestión de los diferentes

riesgos que enfrentan las operaciones, y iii) generar retornos razonables ajustados por riesgo, sujetos a la liquidez y a otras restricciones³.

A diciembre de 2013 las reservas internacionales netas totalizaron US\$43.632,74 m, cuantía superior en US\$6.166,13 m al saldo registrado en diciembre de 2012⁴. La composición cambiaria objetivo del tramo de inversión de las reservas, el cual ascendía a US\$40.469,23 m a fin de año era 87% en dólares de los Estados Unidos, 5% en dólares canadienses, 4% en dólares australianos, 2% en libras, 1% en coronas suecas y 1% en dólares neozelandeses. Por otro lado, más del 95% del tramo de inversión estaba concentrado en papeles emitidos por gobiernos o cuasi-gobiernos y acuerdos de recompra con la Fed.

SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

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

El estado de pérdidas y ganancias del Banco de la República está determinado, en gran medida, por los ingresos y egresos monetarios, los cuales se asocian con sus funciones de banca central y dependen, principalmente, de variables que no están bajo su control. El Banco, tras muchos años de obtener utilidades, empezó a generar pérdidas en 2010. Este cambio en el estado de resultados se explica por las menores tasas de interés externas y, durante 2013, por la caída del precio internacional del oro y la depreciación de las monedas de reserva frente al dólar, que han afectado el rendimiento de las reservas internacionales⁵. Adicionalmente, durante los últimos años el Banco de la República ha incrementado significativamente las compras de divisas en el mercado cambiario⁶, las cuales han sido contrarrestadas

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

4 Las reservas internacionales netas son iguales al total de las reservas, o reservas brutas, menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera con agentes no residentes. Las reservas internacionales brutas ascendieron a US\$43.639,3 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron US\$6,57 m.

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

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

con operaciones de contracción para evitar su efecto inflacionario, lo cual ha generado costos para el Banco⁷.

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

Los estatutos del Banco contemplan la constitución de reservas estatutarias para absorber eventuales pérdidas⁸. Estas reservas se constituyen con las utilidades del ejercicio cuando se proyecten pérdidas para los siguientes dos años (Reserva de Estabilización Monetaria y Cambiaria) y con las utilidades generadas por el diferencial cambiario entre el dólar y las demás monedas de reserva sobre los activos y pasivos denominados en moneda extranjera (Reserva para Fluctuación de Monedas)⁹. La constitución de estas reservas permitió cubrir el resultado operacional negativo obtenido en 2010 (\$271,5 mm) y 2011 (\$356,1 mm), y cubrir parcialmente las pérdidas de 2012 (\$340,5 mm). El remanente de ese año, de acuerdo con los Estatutos, fue cubierto con recursos del presupuesto general de la nación (PGN por \$239,3 mm).

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

Para 2014 se proyecta un resultado operacional negativo de \$728,6 mm. Esta estimación considera, entre otros supuestos, que las tasas de interés externas continuarán en niveles bajos y que las tasas de cambio y el precio de oro corresponderán al promedio observado durante febrero, variables que por su volatilidad podrían cambiar y afectar el resultado final obtenido.

Finalmente, vale la pena señalar que las reservas internacionales brutas, principal activo del Banco, alcanzaron un saldo de \$84.086 mm (US\$43.639 m) a diciembre de 2013, monto que incorpora las compras de divisas por US\$6.769 m durante

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

8 Decreto 2520 de 1993.

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

el año. La base monetaria, principal pasivo del Emisor, registró un crecimiento de 15,3% frente al cierre de 2012, alcanzado \$65.093 mm a diciembre de 2013. El patrimonio, por su parte, ascendió a \$10.476 mm al cierre de 2013, rubro que incorpora el incremento de la cuenta Ajuste de Cambio por \$6.169 mm como resultado del efecto de la depreciación del peso frente al dólar sobre el saldo de las reservas internacionales.