

# INTRODUCCIÓN

Luego de la rápida recuperación de los efectos de la crisis financiera internacional de 2009, la economía colombiana gozó de un período sostenido de expansión económica entre 2010 y 2014, que la llevó a ser una de las economías más dinámicas de América Latina. Las cifras así lo demuestran: el crecimiento promedio anual durante estos años fue de 4,8% y la tasa de desempleo para el total nacional se redujo al 9%, gracias a una masiva creación de trabajo asalariado que redujo los índices de informalidad, aumentó la confianza de los consumidores y estimuló el consumo de los hogares.

Este buen desempeño obedeció, en parte, a la mejora de los términos de intercambio, impulsados por el fuerte incremento en el precio del petróleo, que para la referencia Brent alcanzó en esos cuatro años un nivel promedio de USD 110 por barril (bl). Como resultado, la economía colombiana obtuvo rentas extraordinarias, que favorecieron las finanzas públicas y aumentaron el ingreso disponible. Esto se reflejó en un fortalecimiento de la demanda interna que estimuló la actividad económica y generó un círculo virtuoso con grandes beneficios económicos y sociales para el país.

El crecimiento observado en 2013 y 2014 muestra un consumo total que se expandió por encima del ritmo de la economía, con un fuerte dinamismo tanto en el consumo de los hogares como en el del Gobierno. Por el lado de la formación bruta de capital, las obras civiles y edificaciones (principalmente de vivienda) fueron los renglones líderes. Los beneficios de la bonanza petrolera fueron aprovechados por el Gobierno para sus programas sociales y de infraestructura, y por los hogares para invertir en vivienda y aumentar su consumo, en especial de bienes durables.

En ambos años, y sobre todo en 2014, la demanda interna creció más que el producto interno bruto (PIB), a la vez que recibió amplios niveles de financiamiento externo.

En este contexto, a partir del segundo semestre de 2014 la economía colombiana comenzó a recibir un fuerte choque en sus términos de intercambio como resultado de la sorpresiva caída en el precio internacional del petróleo. Esta disminución alcanzó el 60% entre finales de junio de 2014 y mediados de enero de 2015, al pasar de USD 115 bl a USD 45,8 bl para la referencia Brent. Los pronósticos de los analistas internacionales permiten prever que se trata de un choque con un componente persistente. Todos concuerdan en que la recuperación del precio será lenta, y que

difícilmente en el mediano plazo recuperará los niveles que se observaron antes de la caída reciente, debido a que no se espera que el exceso de oferta de crudo, principal causa de este fenómeno, desaparezca en los próximos años.

De esta manera, ese factor positivo que impulsó la economía colombiana en el pasado dejará de ser un motor de crecimiento. Dada la persistencia del choque, será imprescindible que la economía del país se ajuste a las nuevas circunstancias. De lo contrario, surgirían desequilibrios macroeconómicos que pondrían en peligro los progresos logrados, que ubican hoy en día a Colombia como una economía con grado de inversión y cuyos avances sociales han sido significativos.

Dicho ajuste es más importante en la medida en que el prolongado auge petrolero llevó a que esta actividad ganara protagonismo en ciertos aspectos de la economía colombiana. Durante el período 2011-2014, cerca del 53% de las exportaciones del país correspondieron a petróleo. Los ingresos originados en la actividad petrolera representaron, en promedio, cerca del 16% de los del gobierno nacional central (GNC) y las regalías petroleras ganaron importancia en los ingresos de las entidades territoriales. Por su parte, la inversión extranjera directa (IED) en el sector petrolero atrajo en promedio una tercera parte de la IED total. La inversión utilizada en el sector minero en esos años aumentó su participación en la inversión total del país hasta llegar a 15%. Finalmente, aunque dicho sector no es un generador importante de empleo directo por ser intensivo en capital, sí tiene encadenamientos considerables con la economía por medio de la demanda de numerosos servicios.

En tales condiciones, el ajuste de la economía deberá realizarse en diversos frentes. En el campo fiscal el Gobierno ya avanza en este proceso, tanto con la reforma tributaria aprobada a finales de 2014, como con los recortes y aplazamiento de gasto anunciados. Si los pronósticos de los analistas sobre el precio del petróleo se cumplen, posiblemente a futuro se tendría que profundizar ese ajuste. El cumplimiento de la regla fiscal será fundamental para lograr un ajuste oportuno y ordenado. De otra parte, será indispensable una recomposición del crecimiento desde la demanda interna hacia las exportaciones. Para ello, la depreciación del peso con respecto al dólar será un factor clave, no solo porque amortigua el impacto sobre las finanzas públicas, sino también porque, al depreciarse la tasa de cambio real aumenta la competitividad del sector exportador, lo cual puede estimular una mayor diversificación de las exportaciones. Ello podría contribuir a contener la ampliación del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos ante la caída del valor de las exportaciones de petróleo y, a la vez, ofrecer un impulso al crecimiento del producto.

Si bien un ajuste oportuno de la economía ayudará a prevenir desequilibrios macroeconómicos insostenibles, no impedirá que se transmitan los efectos del choque petrolero. Es importante crear un consenso sobre la necesidad de adaptarse a esta nueva realidad. Las políticas monetaria y fiscal no tienen el poder de eliminar totalmente los efectos negativos del choque, en la medida en que se podrían generar otros desbalances riesgosos para la economía, si esta no se adapta a su nueva

senda de ingreso. Ello es coherente con el anuncio del Banco de la República de reducir su pronóstico de crecimiento para 2015 de 4,3% a 3,6% (dentro de un rango de incertidumbre entre 2% y 4%), y con una estrategia de comunicación clara que informe a la sociedad colombiana el alcance y posibles consecuencias del choque mencionado. Para ese propósito el papel de este *Informe al Congreso* es fundamental.

En otro frente de la situación económica, la actual tendencia creciente de la inflación, que en febrero sobrepasó el techo del rango meta (4,36% vs. 4,0%), contrasta con el comportamiento de esta variable durante los últimos años. La aceleración de la inflación se explica principalmente por el mayor ritmo de aumento en los precios de los alimentos y, en menor medida, por un traspaso parcial de la depreciación del peso a algunos rubros de la canasta familiar. En contraste, el promedio de las medidas de inflación básica se situó en 3,53%. Esto revela que el aumento en la inflación total al haber sido presionado por un incremento anormal en el precio de algunos alimentos, corresponde a un fenómeno que se espera sea transitorio.

Las expectativas de inflación indican que los mercados perciben claramente el carácter transitorio de la desviación de la inflación con respecto a su rango meta. En efecto, para marzo de 2015 el promedio de las expectativas de inflación de los analistas a uno y dos años se situó en 3,17% y 3,14%, respectivamente. Las que se derivan de los TES a dos, tres y cinco años se encuentran en la mitad superior del rango meta. Adicionalmente, se observa que entre mayor es el plazo de la expectativa de inflación, esta se aproxima más a la meta de inflación (3%).

La evaluación de la situación inflacionaria que se presenta en este *Informe al Congreso* coincide con la percepción que tiene el mercado, por cuanto atribuye el incremento de la inflación al consumidor, en su mayor parte, a un choque de oferta en la producción de alimentos, que debe corregirse en los próximos meses. Adicionalmente, la desaceleración de la actividad económica que se prevé para 2015 contribuirá a reducir la presión sobre los precios, a medida que se modere la demanda interna de la economía.

La postura de la política monetaria de mantener inalterada la tasa de interés de referencia a un nivel de 4,5% desde agosto de 2014 es coherente con este análisis, al considerar que el incremento actual de la inflación no es impulsado por un exceso de demanda. Igualmente, contempla que la desaceleración esperada de la demanda agregada obedece a un ajuste permanente del ingreso, que no debe activar una respuesta de la política monetaria, puesto que ello podría traer consigo otros desequilibrios riesgosos para la economía.

# RESUMEN EJECUTIVO

## CONTEXTO INTERNACIONAL

Varios hechos fundamentales caracterizan el contexto internacional actual: crecimiento económico global que continúa a ritmo lento, aunque con diferencias importantes entre países; fuerte caída en el precio del petróleo que en términos netos tiene un efecto positivo sobre la economía mundial, pero con consecuencias opuestas sobre países importadores y exportadores de petróleo; apreciación mundial del dólar, y bajas tasas de interés de largo plazo en las principales economías avanzadas.

### **Países avanzados**

Durante el año 2014 se observó una recuperación en la actividad real de los países avanzados que, de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), crecieron 1,8% frente al 1,3% en 2013.

El crecimiento económico de este grupo de países estuvo liderado por los Estados Unidos, con una expansión del PIB de 2,4% en 2014, que superó el resultado del año anterior (2,2%). Este dinamismo fue impulsado por el buen desempeño del consumo y de la inversión no residencial. La mayor actividad real estadounidense se reflejó en una tendencia decreciente de la tasa de desempleo, que se redujo de 6,7% en diciembre de 2013 a 5,6% al finalizar 2014, comportamiento que se ha mantenido en los primeros meses del presente año. En un contexto de menor desempleo e inflación baja, la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) procedió al desmonte gradual de su programa de compra de activos financieros entre enero y octubre de 2014. Igualmente, mantuvo su tasa de interés en 0,25%, y ha sugerido que podría iniciar su incremento gradual una vez la recuperación de la economía se consolide y la inflación presente signos de convergencia hacia el objetivo de largo plazo del 2,0%.

Durante 2014 la zona del euro continuó creciendo a un ritmo muy lento, de apenas 0,9% anual, aunque el desempeño entre países fue diferente. España y Portugal mostraron signos de recuperación, en tanto que Francia permaneció estancada e Italia siguió contrayéndose. Alemania logró una expansión de 1,6%, pero con tasas de crecimiento inestables a lo largo del año, que evidencian importantes vulnerabilidades. Ante el escaso dinamismo económico y las menores cotizaciones

de los bienes básicos, se acentuaron las presiones desinflacionarias en la zona del euro, de tal forma que la inflación de la región al concluir el año se ubicó en terreno negativo (-0,2%). En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) decidió iniciar una política de expansión cuantitativa para ofrecer un mayor estímulo a la economía y combatir las presiones deflacionarias.

Para otras economías desarrolladas se destaca el buen desempeño del Reino Unido, que aceleró su crecimiento anual de 1,7% en 2013 a 2,6% un año adelante. En contraste, la economía de Japón registró un estancamiento durante 2014, lo que significa un retroceso frente al aumento anual del PIB de 1,6% que se observó en el año 2013.

En cuanto a los mercados financieros internacionales, las tasas de los bonos de largo plazo de los Estados Unidos mostraron disminuciones durante 2014, y en lo corrido de 2015, aunque han presentado alguna corrección, continúan en niveles bajos. Igualmente, las tasas de los bonos de largo plazo de los principales países de la zona del euro tuvieron un comportamiento similar durante 2014.

### **Economías emergentes**

En contraste con el mejor resultado promedio para las economías avanzadas, las economías emergentes se desaceleraron en 2014, al registrar un crecimiento del PIB de 4,4%, inferior al 4,7% alcanzado en 2013. Por regiones, la expansión anual del PIB en Asia se redujo levemente de 6,6% a 6,5%, mientras que en América Latina la desaceleración fue más marcada, al pasar de 2,8% a 1,2%.

En el caso de China el crecimiento del PIB para 2014 fue de 7,4%, inferior al observado durante 2013 (7,8%). En cuanto a América Latina, predominó el bajo dinamismo en la mayor parte de los países de la región. En términos generales, las ventas al exterior se mantuvieron débiles, como consecuencia de la reducción en los precios de los principales bienes básicos de exportación y del debilitamiento de la demanda de los socios comerciales. De forma similar, la confianza de los hogares y de los empresarios se mantuvo en niveles bajos, lo cual afectó las decisiones de inversión y de consumo.

### **Perspectivas para 2015**

Para el presente año se anticipa un leve repunte en el crecimiento mundial, fundamentado en un mejor desempeño de las economías desarrolladas, especialmente en los Estados Unidos, y en la recuperación de algunos países emergentes. La expansión en el PIB estadounidense se aceleraría gracias al buen comportamiento de su demanda interna, en especial del gasto de los hogares, que se ha visto favorecido por la reducción en los precios de los combustibles y por las mejoras del mercado laboral. No obstante, el efecto neto en la economía podría moderarse por la reducción de la inversión en el sector petrolero ante los menores precios del crudo.

En el caso de la zona del euro existen dudas sobre la efectividad del programa de relajamiento cuantitativo del BCE para reactivar el canal del crédito de la región, dado el alto nivel de endeudamiento que ya se registra en varios de sus países. En cuanto a los emergentes, se espera que continúe la desaceleración del crecimiento económico en China. Para el caso de América Latina se prevé un comportamiento heterogéneo. Algunos países, como Perú y Chile, se han visto favorecidos por el menor precio del petróleo, al ser importadores netos. México recibiría el estímulo de la mayor dinámica de la economía estadounidense. En contraste, las perspectivas de Brasil son poco alentadoras, como resultado del ajuste fiscal que implementaría y los bajos niveles de confianza de empresarios y consumidores. Finalmente, los problemas estructurales de Venezuela se han agudizado con los bajos precios internacionales del petróleo.

### **Precios del petróleo**

Durante el segundo semestre de 2014 los precios internacionales del petróleo presentaron una fuerte caída que alcanzó el 60% entre finales de junio de 2014 y mediados de enero de 2015, al pasar de USD 115 por bl a USD 45,8 bl para la referencia Brent. Este choque obedeció a una conjugación de factores, dentro de los cuales predomina la consolidación del incremento en la oferta de petróleo y, en menor medida, la reducción en las perspectivas de la demanda.

La mayor oferta de petróleo ha estado asociada principalmente con el incremento en la extracción de crudos no convencionales en América del Norte y la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de no recortar su cuota de producción. Por su parte, el debilitamiento en las perspectivas de demanda ha respondido, principalmente, a las menores expectativas de crecimiento económico mundial y la mayor eficiencia en el uso de combustibles. A esto se suma la apreciación del dólar, que debilita aún más la demanda de crudo, al reducir el poder adquisitivo de las monedas de los países compradores (Banco Mundial, 2015)<sup>1</sup>. Adicionalmente, las presiones a la baja sobre el precio se acentuaron con la liquidación de las posiciones de contratos de futuros y opciones por parte de los agentes del mercado financiero.

## LA ECONOMÍA COLOMBIANA

### **Actividad económica en 2014**

En 2014 la economía colombiana creció 4,6%, cifra levemente inferior a la observada en 2013 (4,9%). En el primer semestre del año factores como la amplia liquidez internacional, la elevada demanda por activos colombianos, las mejoras en el mercado

---

1 “Understanding the Plunge in Oil Prices: Sources and Implications”, cap. 4, *Global Economics Prospects*, enero, Washington, D. C.

laboral y los efectos de la política monetaria y fiscal expansiva del año anterior llevaron a un alto crecimiento de la demanda interna, una expansión del PIB superior al 5%; también generaron una apreciación del tipo de cambio y una ampliación en el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Durante este período el dinamismo de la demanda interna impulsó las importaciones. Por su parte, la baja expansión de varios de nuestros socios comerciales, junto con algunos choques de oferta, afectaron el sector transable. Como resultado, las exportaciones netas restaron al crecimiento del producto.

A partir del tercer trimestre del año el cambio en las condiciones externas, especialmente en lo relacionado con el precio del petróleo, llevó a una depreciación del tipo de cambio. Sin embargo, esta variación en los precios relativos no alcanzó a reflejarse en una desaceleración pronunciada de la demanda interna ni en una aceleración de las exportaciones. El bajo dinamismo que presentaban las exportaciones netas fue reforzado por la caída en los términos de intercambio, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se mantuvo en niveles históricamente altos durante los últimos meses. Lo anterior estuvo acompañado de una desaceleración en el crecimiento económico, al pasar de 6,4% en el primer trimestre a 3,5% en el último trimestre del año.

En 2014 se destacó el papel del consumo público y de las inversiones en obras civiles, rubros que crecieron a un ritmo superior al del resto de la economía y que contribuyeron de manera importante a la expansión del PIB. La inversión en vivienda también aportó al dinamismo de la actividad económica, aunque en menor medida que en 2013.

Adicionalmente los altos niveles de confianza, la reducción del desempleo y las mejoras en la calidad del mismo, fomentaron el buen desempeño del consumo de los hogares. Esto último en un entorno de relativa disponibilidad de crédito a tasas de interés bajas.

Por el lado de la oferta, las ramas de mayor dinamismo fueron los sectores no transables (la construcción, el comercio y los servicios financieros). Por su parte, la industria manufacturera y la minería presentaron un comportamiento débil, incluso en algunos trimestres se observaron contracciones anuales. La mayoría de los sectores se desaceleraron durante la segunda mitad del año.

### **Perspectivas para 2015**

Las proyecciones para 2015 sugieren como escenario más probable un crecimiento del PIB de 3,6%, en un rango de incertidumbre entre 2% y 4%. La desaceleración de la actividad económica frente al año anterior estaría principalmente relacionada con la caída de los precios internacionales del petróleo; el ajuste las finanzas públicas; el desempeño de la economía global, y el efecto sobre el comportamiento de los flujos de capital ante un eventual incremento de tasas de interés

en los Estados Unidos. De la misma manera, la disponibilidad de financiamiento externo y la confianza de los agentes económicos influirán en este resultado.

Los efectos de la caída de los precios internacionales del petróleo se transmiten a la economía nacional mediante diversos canales. El más importante es el descenso en los términos de intercambio. Ello se refleja en un deterioro del ingreso nacional y en una menor inversión, al igual que en una desmejora del balance comercial y fiscal. La caída de las cotizaciones del crudo también reduce las entradas de capital, sobre todo las relacionadas con la IED dirigida al sector petrolero. Todo ello puede aumentar las primas de riesgo del país. Adicionalmente, este sector tiene encadenamientos con otras ramas de la economía mediante la compra y venta de insumos y bienes finales. Además, es una actividad intensiva en el uso de capital, con lo cual aporta a la formación bruta de capital del país y, en menor medida, al mercado laboral.

La depreciación de la tasa de cambio nominal que ha tenido lugar en el contexto de un régimen de tasa de cambio flexible contribuye a amortiguar algunos de estos efectos. Por una parte, compensa parcialmente la pérdida de valor de las exportaciones de petróleo, contribuyendo a sostener la rentabilidad del sector y, con ello aliviar las finanzas públicas. Por otra parte, en la medida en que la depreciación nominal se traduzca en una depreciación real, se produce una recomposición de la demanda hacia bienes producidos localmente, y un desincentivo al consumo de bienes importados. Asimismo, la depreciación real mejora la competitividad de las exportaciones colombianas, y de aquella producción nacional que compite con importaciones. En la medida en que la producción interna responda a este estímulo, habrá una recomposición de la oferta hacia bienes transables. De esta forma, la depreciación real, a través de su influencia sobre la composición de la demanda y la oferta agregadas de la economía, desempeña un papel importante en suavizar los efectos de la caída en el precio del petróleo sobre el crecimiento económico.

### **Mercado laboral**

A lo largo de 2014 se observó una significativa reducción de la tasa de desempleo, la cual se ubicó en promedio en 9,1% en el total nacional y en 9,9% para las trece principales áreas metropolitanas. Estos valores son inferiores en 0,5 y 0,7 puntos porcentuales (pp), respectivamente, a los registrados para el promedio de 2013. La dinámica del mercado de trabajo puede explicarse por un crecimiento de la demanda de mano de obra (medida mediante la tasa de ocupación) mayor que el incremento de la oferta de trabajo (según la tasa global de participación).

Asimismo, se observó una mejora en la calidad del empleo, gracias a que la mayoría de la ocupación generada en 2014 fue asalariada, la cual creció en las trece áreas a una tasa anual de 4,5%. Esto permitió que el porcentaje de los trabajadores formales de las trece áreas se ubicara en promedio durante el año en 51,5%, aumentando 1,02 pp con respecto al mismo período del año anterior. Los progresos



en la calidad del empleo se reflejan en una mayor estabilidad laboral, remuneraciones más altas y un mejor acceso al crédito; lo que a su vez impulsa la confianza de los consumidores y el consumo de los hogares.

## **Inflación**

Al finalizar 2014 la inflación anual al consumidor se situó en 3,66%, ubicándose en la mitad superior del rango meta (2,0% a 4,0%) establecido por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR). En el transcurso del año anterior la inflación aumentó de manera continua desde el bajo nivel observado a finales de 2013 (1,94%). Igualmente, la inflación básica, que se ubicó en 3,06%, registró un aumento, aunque de menor magnitud que el de la inflación total.

Este comportamiento no fue del todo sorpresivo. Tanto el equipo técnico del Banco de la República como los analistas del mercado esperaban que en 2014 la inflación convergiera hacia el 3,0%, dado que el descenso observado un año atrás había sido en parte originado por choques transitorios que impactaron el nivel de precios por una sola vez. Estos abarcaron desde una rebaja en los impuestos indirectos a materias primas, alimentos y combustibles, hasta unas condiciones climáticas excepcionales que favorecieron la oferta agropecuaria. A lo anterior se sumó una oferta importada amplia en el caso de ciertos productos alimenticios específicos y rebajas en las tarifas de diversos servicios públicos ordenadas por autoridades locales. Al desaparecer su efecto en 2014, los precios de diversos componentes de la canasta familiar, en particular los alimentos y los regulados, tendieron a presentar ajustes positivos más acordes con la meta de inflación de largo plazo.

Este incremento de la inflación fue igualmente coherente con una demanda interna más dinámica y con un nivel del producto que convergió al uso pleno de su capacidad instalada. A esto se sumó una depreciación del peso en la segunda mitad del año, la cual se transmitió parcialmente a la variación anual del índice de precios de bienes transables. A pesar de ello, las expectativas de inflación, un elemento clave para garantizar el cumplimiento de la meta de largo plazo, se mantuvieron ancladas en el 3,0% a lo largo del año.

En los primeros meses de 2015 la inflación anual al consumidor ha seguido aumentando. Sin embargo, se espera que entre el segundo y el tercer trimestres empiece a declinar, en la medida en que cedan las presiones de carácter transitorio. Adicionalmente, si se cumplen los pronósticos de un menor crecimiento del PIB en 2015, la economía deberá enfrentar algunos excesos de capacidad productiva, lo que permitiría descartar presiones importantes originadas en la demanda. Por esta misma razón, el ritmo de creación de empleo tenderá a ser menor que en los años anteriores, limitando las alzas de los costos laborales. Esta tendencia se mantendría en 2016, cuando la inflación continuaría convergiendo a la meta.

Igualmente, es previsible que la depreciación acumulada del peso continúe traspasándose a los precios al consumidor a lo largo de 2015. Sin embargo, cabe esperar

que esta sea una transmisión moderada, según los resultados que se presentan en el Recuadro 2 de este *Informe*, y en línea con experiencias pasadas de episodios de depreciación del peso en un contexto de desaceleración económica.

### **Política monetaria**

Entre abril y agosto de 2014 la JDBR elevó la tasa de interés de referencia en cinco oportunidades, a razón de 25 puntos base en cada mes, al considerar que la mayor dinámica de la demanda interna, junto con una inflación al alza y algo mayor que la esperada, era coherente con una tasa de interés menos expansiva. La caída del precio del petróleo que comenzó a observarse desde mediados del año anterior generó incertidumbre sobre la solidez del crecimiento económico hacia el futuro. Adicionalmente, se registraron pocas presiones de demanda junto con unas expectativas de inflación que permanecieron ancladas en la meta. Ante estas circunstancias, luego de hacer el balance de riesgos, la JDBR decidió mantener inalteradas las tasas de interés en los últimos cuatro meses del año y en los primeros meses de 2015. Esta postura se consideró adecuada, incluso teniendo en cuenta que alguna proporción de la depreciación del peso eventualmente se transmitiría a los precios de los bienes transables.

### **Tasas de interés y crédito**

El incremento de 125 puntos básicos (pb) de la tasa de interés de referencia entre abril y agosto de 2014, determinado por la JDBR, se reflejó de manera parcial en las tasas de captación y colocación del sistema financiero hacia finales del año. De esta manera, entre abril y diciembre de 2014 la tasa de interés de los depósitos a término fijo (DTF) aumentó 53 pb, la tasa agregada de captación de los certificados de depósito a término (CDT) lo hizo en 25 pb y la de los créditos comerciales en 58 pb. También, se observó que las tasas de interés de los préstamos para consumo descendieron unos 49 pb y la de vivienda permaneció estable. En enero de 2015 las tasas de interés de captación, las de crédito comercial y las de consumo aumentaron, lo cual demuestra que la transmisión se siguió presentando. En términos reales todas las tasas de interés de los préstamos se mantienen en niveles inferiores a sus promedios históricos calculados desde 2000 (exceptuando tarjetas de crédito), lo que indica una estructura de tasas que ofrece un estímulo a la economía.

En cuanto al mercado de deuda pública, en 2014 las tasas de los títulos de tesorería del Gobierno nacional (TES) de corto plazo aumentaron 72 pb frente al cierre de 2013. Por su parte, las tasas de los TES de mediano y largo plazos también lo hicieron, aunque en magnitudes inferiores a las del corto plazo. Los incrementos en las tasas para estos plazos se registraron principalmente en diciembre. Varios factores influyen sobre las tasas de interés de los TES, en especial la evaluación del riesgo país. Al respecto, la incertidumbre acerca del efecto de la caída del precio del petróleo sobre el crecimiento económico y la futura situación fiscal

pudo haber motivado la venta de estos títulos hacia finales de año, produciendo su desvalorización (y, como contrapartida, provocando el incremento de sus tasas de interés). No obstante, a inicios de este año los precios de los TES se han recuperado, al igual que los de los bonos de otros países emergentes. Esto se explica por la continuidad de las condiciones de amplia liquidez mundial, dadas las medidas de estímulo anunciadas por el BCE y la autoridad monetaria de China y ante las expectativas de que la Reserva Federal mantendría la tasa de política en niveles expansivos por un período más prolongado. A lo anterior se le sumó el cambio de postura de la política monetaria en el país, como ya se explicó.

El saldo de la cartera bruta del sistema financiero al cierre de 2014 presentó una variación anual de 12,8%, y ascendió a COP 297.653 miles de millones (mm). En términos reales la cartera en moneda nacional creció a un ritmo similar al del año anterior (10,8% en promedio), debido a que el mayor crecimiento nominal promedio fue explicado por el incremento de la inflación. Por tipo de crédito, los otorgados a las empresas (comercial y microcrédito), así como los hipotecarios, mostraron una aceleración en la primera mitad del año, en especial en el segundo trimestre, y una desaceleración en la segunda. De esta manera, el crédito a las empresas se expandió 13,6% en diciembre de 2014, después de crecer a tasas promedio de 16,1% en el segundo trimestre del año. A su turno, la cartera hipotecaria ajustada por titularizaciones redujo su ritmo de expansión desde 17,1% en promedio en el segundo trimestre, a 15,3% en los últimos tres meses del año. Este es un comportamiento coherente con el incremento de la tasa de interés de referencia y su transmisión a las tasas del mercado, señalado atrás. En relación con la cartera de consumo, y en contraste con los otros tipos créditos, la variación porcentual se estabilizó entre abril y septiembre de 2014 (11,8% en promedio) y se aceleró en el cuarto trimestre del año, al crecer 12,8% en promedio, revirtiendo la tendencia decreciente exhibida desde el inicio del año 2012. Este comportamiento es coherente con la respuesta parcial, hacia finales de 2014, de la tasa de interés del crédito de consumo ante el cambio de postura de la política monetaria.

### **Riesgos del sistema financiero**

La evaluación periódica de los riesgos a los que están expuestos los principales intermediarios financieros es una labor que constantemente desarrolla el Banco de la República en su propósito de preservar la estabilidad financiera del país. Este *Informe* presenta dicha evaluación actualizada a finales de 2014. Allí se examina la exposición a los riesgos de crédito y de fondeo de las entidades que pertenecen al sistema financiero y se realiza un análisis del riesgo en el mercado de TES. En 2014 en el mercado de crédito se destacó un aumento en los indicadores de mora, con y sin castigos, así como una relativa estabilidad en el indicador de calidad. Asimismo, las provisiones se mantuvieron en niveles que permiten cubrir la totalidad de la cartera vencida. 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. Por su parte, un análisis realizado sobre un conjunto de firmas del sector real consideradas expuestas

a la depreciación nominal debido a sus descalces cambiarios, revela una baja participación de este grupo en el saldo de la cartera comercial de los establecimientos de crédito. Finalmente, se encuentra una baja exposición del sistema financiero a las firmas petroleras del país. Todo lo anterior es evidencia de la solidez del sistema financiero para afrontar la coyuntura actual.

### **Balance externo y perspectivas para 2015**

Durante 2014 la economía colombiana registró un déficit en la cuenta corriente de 5,2% del PIB, superior al observado un año atrás (3,2% del PIB). Esta ampliación se originó, principalmente, en el balance negativo de la cuenta de bienes, que contrasta con el superávit obtenido en 2013. El déficit comercial fue el resultado del descenso en el valor exportado (-5,5%) y del incremento de las importaciones (8,0%). La disminución de las ventas externas del país obedeció, en especial, a los menores precios internacionales de los principales productos de origen minero, destacándose la fuerte caída del precio del petróleo en el segundo semestre del año. Además, el cierre de la Refinería de Cartagena y las restricciones a la exportación de carbón en algunos puertos a principios de 2014 profundizaron la caída del valor de las ventas externas de estos productos.

El descenso de las exportaciones mineras fue compensado parcialmente por el incremento en los valores exportados de los productos agrícolas (café, flores y banano), que en conjunto registraron un crecimiento anual de 18%, en tanto que las ventas externas de productos industriales tuvieron una reducción anual de 4,8%. Por su parte, durante 2014 las importaciones se vieron impulsadas en especial por las mayores compras de insumos y bienes de capital para la industria, combustibles y lubricantes y bienes de consumo duradero. Por último, la menor remisión de utilidades por parte de las empresas con capital extranjero del sector minero-energético evitó un mayor deterioro del balance en la cuenta corriente.

El déficit en la cuenta corriente de 2014 fue financiado con entradas de capital registradas en la cuenta financiera (sin incluir activos de reserva) por un valor de USD 23.949 millones (m) (6,3% del PIB), monto superior en USD 5.167 m al registrado en 2013. Estas entradas de capital correspondieron a ingresos de capital extranjero por USD 36.260 m, a salidas de capital colombiano por USD 12.311 m y a una acumulación de reservas internacionales por USD 4.437 m. En particular, por concepto de IED se registraron entradas por un valor de USD 16.054 m, USD 146 m menos que el año anterior (-0,9%). El 40% del flujo de IED fue recibido por el sector petróleo y minería, el 46% en conjunto lo recibieron empresas que operan en las actividades de la industria, transporte, comunicaciones, servicios financieros y empresariales, y el 14% restante llegó a comercio, hoteles y electricidad.

Para 2015 la proyección del balance externo se enmarca en un contexto de recuperación de las economías avanzadas, pero con precios internacionales de productos básicos más bajos. Adicionalmente, para las economías exportadoras netas de bienes primarios, los choques de precios implicarían una desaceleración

de su crecimiento. En este escenario, la fuerte caída del precio del petróleo y sus implicaciones en la dinámica de los precios de otros bienes básicos tendrán un efecto significativo en las ventas externas de productos tradicionales y en las cuentas externas del país. Por el contrario, las mejores perspectivas para la economía de los Estados Unidos, en particular, significan unas mejores condiciones de demanda para las exportaciones no tradicionales de Colombia, las cuales se verían adicionalmente favorecidas por el proceso de apreciación de la moneda estadounidense.

### **Tasa de cambio y política cambiaria**

La recuperación de la economía de los Estados Unidos y la desaceleración en otros países se tradujo en un fortalecimiento del dólar frente a la mayoría de las monedas, tanto de países desarrollados como emergentes. Así, por ejemplo, en 2014 se observó una depreciación del yen de 13,6%, del euro de 13,5% y de la libra esterlina de 6% frente al dólar de los Estados Unidos. De igual manera, todas las monedas de Latinoamérica se depreciaron: el peso argentino 31,2%; el peso colombiano 24,2%; el peso chileno 15,3%; el peso mexicano 12,7%; el real brasileño 12,6%, y el sol peruano 6,9%.

No obstante, el comportamiento de las tasas de cambio en América Latina no fue uniforme durante el transcurso del año. Durante el primer semestre se presentaron apreciaciones, como resultado de una reducción de las primas de riesgo para estas economías. En el caso de Colombia, se observaron mayores valorizaciones asociadas con la entrada de capitales de portafolio ante el incremento de la ponderación de su deuda denominada en pesos en los índices de deuda emergente de JP Morgan. Durante el segundo semestre, en contraste, se registraron depreciaciones significativas frente al dólar para la mayoría de las monedas de los países de la región. Entre las razones de esta tendencia se encuentran la disminución en los precios internacionales de las materias primas y las expectativas de un incremento de las tasas de interés en los Estados Unidos. En cuanto al peso colombiano, durante el segundo semestre se presentó una depreciación mayor a la de sus pares latinoamericanos. Aunque algunos bienes básicos, como la plata, el oro o el cobre, mostraron caídas en sus precios, ninguna fue comparable a la caída del precio del petróleo, que afecta particularmente a Colombia, dentro de los países con régimen de tasa de cambio flexible.

Las variaciones en la tasa de cambio nominal no necesariamente se reflejan en tasa de cambio real (TCR), pues esta última se ajusta por el comportamiento de los precios internos y externos. Es así como en promedio durante 2014, los diferentes índices de TCR para Colombia mostraron una depreciación anual entre el 3,0% y el 4,1% frente a nuestros principales socios comerciales, según si se utilizan los precios al productor o al consumidor, y del 3,9% frente a nuestros competidores en los Estados Unidos en café, banano, flores y textiles. Esto indica que la depreciación de peso se ha reflejado, hasta cierto punto, en una ganancia de competitividad para Colombia.

Durante 2014 el Banco de la República continuó con el programa de compra de reservas internacionales, y durante el año adquirió divisas en el mercado cambiario por USD 4.057,6 m mediante el mecanismo de subastas de compra directa. Con esto, al cierre del año las reservas internacionales brutas alcanzaron USD 47.328,1 m. En su sesión de diciembre la JDBR anunció que, teniendo en cuenta los niveles de cobertura de riesgo de liquidez externa, así como los cambios en el mercado cambiario, no continuaría con el programa de compra de reservas internacionales.

## 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. A diciembre de 2014 las reservas internacionales netas alcanzaron un valor de USD 47.323,09 m. El 94,9% de las reservas internacionales corresponde al portafolio de inversión, conformado por inversiones en instrumentos financieros en el mercado internacional, y el resto corresponde a la posición en el FMI (3,09%), los aportes al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) (1,06%) y las inversiones en oro (0,84%). Con respecto al portafolio de inversión, este se invierte principalmente en dólares estadounidenses (87,8%), dólares canadienses (4,8%), dólares australianos (3,8%) y libras esterlinas (1,9%).

El portafolio de inversión de las reservas tiene un riesgo bajo, lo cual se ve reflejado en el hecho de que el 95,41% se invierta en bonos emitidos por gobiernos o cuasigobernantes<sup>2</sup> y que el 97,87% de las inversiones cuente con calificación igual o superior a AA. En 2014 la rentabilidad de las reservas estuvo afectada por la coyuntura internacional, en particular por las bajas tasas de interés en los países en los cuales se invierte y por la apreciación del dólar estadounidense frente a las principales monedas, lo cual redujo el valor en dólares de las inversiones en otras monedas.

## SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

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, como son las tasas de interés externas, las fluctuaciones de los precios de mercado de los títulos del portafolio de reservas, del portafolio de TES y del oro, y del comportamiento de las monedas en las cuales están invertidas las reservas internacionales.

---

2 Este término hace referencia a la deuda emitida por una entidad no gubernamental, implícitamente garantizada por un gobierno. Agrupa a entidades supranacionales (por ejemplo, Banco Mundial o Corporación Andina de Fomento) y agencias financiadas por gobiernos (por ejemplo, Fannie Mae o Freddie Mac en los Estados Unidos).

Los estatutos del Banco contemplan la constitución de reservas estatutarias para absorber eventuales pérdidas (Decreto 2520 de 1993). 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).

En 2014 el Banco registró un resultado operacional negativo de COP 1.166,2 mm, el cual es explicado, principalmente, por la depreciación de las monedas de reserva frente al dólar, que ha afectado el ingreso por rendimiento de las reservas internacionales y por las operaciones de contracción ejecutadas para contrarrestar el efecto inflacionario de las compras de divisas<sup>3</sup>, las cuales han generado costos para el Banco. Las pérdidas atribuidas al diferencial cambiario entre el dólar y las monedas de reserva (COP 1.055,1 mm) se cubrieron con la reserva para fluctuación de monedas y el remanente, una vez descontada la reserva para inversión neta en actividad cultural, fue cubierto por el GNC (COP 123,9 mm).

Para 2015 el presupuesto del Banco contempla un resultado operacional negativo de COP 531,3 mm. El presupuesto no considera fluctuaciones de las tasas de cambio en las cuales están invertidas las reservas frente al dólar (diferencial cambiario) ni del precio del oro, variables que por su volatilidad podrían afectar el resultado final<sup>4</sup>.

Se debe mencionar que la diferencia entre las pérdidas observadas en 2014 (COP 1.166,2 mm) y las presupuestadas para 2015 (COP 531,3 mm) se explica por: i) un diferencial cambiario negativo en 2014, generado por la devaluación de las monedas frente al dólar de COP 1.055,1 mm, mientras que en el presupuesto de 2015 se supone que no hay egresos ni ingresos por este concepto; ii) un componente monetario presupuestado para 2015 con egresos netos de COP 159,8 mm, superiores en COP 348,0 mm al resultado de 2014, principalmente por menores ingresos netos por diferencias en cambio (COP 303,9 mm)<sup>5</sup>, así como por mayores egresos netos de esterilización (COP 119,4 mm)<sup>6</sup>, y iii) el

---

3 Entre enero de 2007 y diciembre de 2014 el Banco adquirió divisas por USD 29.482 m. En 2014 adquirió USD 4.058 m.

4 A febrero de 2015 el resultado del diferencial cambiario fue de -COP 668,6 mm.

5 Las diferencias en cambio incluyen el efecto cambiario sobre los activos y pasivos en moneda extranjera del Banco diferentes a reservas internacionales, tales como aportes y obligaciones con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF), Corporación Andina de Fomento (CAF) y Banco de Pagos Internacionales (BIS). Los ingresos registrados en 2014 se explican por la devaluación de 24,2% observada en dicho año.

6 Incluye las variaciones de: egresos del componente monetario (COP 65,3 mm) por depósitos remunerados de control monetario, depósitos por operaciones de regulación monetaria y depósitos remunerados al GNC; ingresos por valorización de TES de propiedad del Banco de la República (-COP 44,2 mm), e ingresos de repos (-COP 9,9 mm).

resultado neto del agregado corporativo genera gastos superiores en COP 72,1 mm frente a lo registrado en 2014.

Finalmente, las reservas internacionales brutas, principal activo del Banco, alcanzaron un saldo de COP 113.230 mm (USD 47.328,1 m) a diciembre de 2014, monto que incorpora compras de divisas por USD 4.058 m realizadas el año anterior. La base monetaria, principal pasivo del Emisor, registró un crecimiento de 7,0% frente al cierre de 2013, por valor de COP 69.671 mm a diciembre de 2014. El patrimonio, por su parte, ascendió a COP 31.930 mm en diciembre de 2014, rubro que incorpora el incremento de la cuenta Ajuste de Cambio por COP 21.295 mm, como resultado del efecto de la depreciación del peso frente al dólar sobre el saldo de las reservas internacionales.