



INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

Marzo de 2016

ISSN - 1657 - 799X



INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

Marzo de 2016

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

ISSN - 1657 - 799X

JUNTA DIRECTIVA

Presidente

Mauricio Cárdenas Santamaría
Ministro de Hacienda y Crédito Público

Directores

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

Gerente General

José Darío Uribe Escobar

Bogotá, abril 1 de 2016

Señores
PRESIDENTES Y DEMÁS MIEMBROS
Honorables 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 de 2015 y las perspectivas para 2016. 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 2016.

Con un atento saludo,



José Darío Uribe E.
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
Recuadro 1: Importancia del ajuste fiscal	19
I. Contexto internacional	21
A. Términos de intercambio y precios de los bienes básicos	23
B. Crecimiento, inflación y política monetaria	25
C. Proyecciones para 2016	28
II. La economía colombiana: resultados de 2015 y perspectivas para 2016	30
A. Actividad económica	32
B. Mercado laboral	38
C. Inflación	42
D. Tasas de interés y sector financiero	48
E. Balance externo y tasa de cambio	65
Recuadro 2: Intervención en el mercado cambiario	76
III. Reservas internacionales	79
A. Composición del portafolio de inversión	81
B. Rentabilidad de las reservas	81
IV. Situación financiera del Banco de la República	83
A. Evolución del estado de resultados	83
B. Constitución de reservas y distribución de utilidades	87
C. Estructura financiera	89
D. Presupuesto de ingresos y gastos para el año 2016	91
Recuadro 3: Tratamiento contable de las fluctuaciones cambiarias de las reservas internacionales	97
Anexo: Políticas de administración del portafolio de inversión de las reservas internacionales	99

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Crecimiento promedio de los socios comerciales de Colombia	22
Gráfico 2	<i>Credit default swaps</i> (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina	23
Gráfico 3	Índices de la tasa de cambio frente al dólar para algunos países de América Latina	23
Gráfico 4	Índice de términos de intercambio de Colombia	23
Gráfico 5	Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)	24
Gráfico 6	Índice de los precios internacionales de los alimentos	25
Gráfico 7	Tasa de desempleo y creación de empleo en los Estados Unidos	25
Gráfico 8	Indicadores de inflación anual total y básica en Europa	26
Gráfico 9	Crecimiento anual del PIB real para China	27
Gráfico 10	Crecimiento anual del PIB real para algunos países de América Latina	27
Gráfico 11	Inflación anual de algunos países de América Latina	28
Gráfico 12	Producto interno bruto	32
Gráfico 13	Tasa de desempleo	39
Gráfico 14	Tasa global de participación (TGP) y tasa de ocupación (TO)	40
Gráfico 15	Número de ocupados y variación anual	40
Gráfico 16	Empleo por tipo de ocupación	41
Gráfico 17	Índice de salarios nominales: industria y comercio	42
Gráfico 18	Índice de salarios nominales: construcción pesada y vivienda	42
Gráfico 19	Inflación total al consumidor e inflación básica	43
Gráfico 20	Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa	46
Gráfico 21	Inflación esperada según la <i>Encuesta trimestral de expectativas económicas</i>	46
Gráfico 22	Expectativas de inflación derivadas de los TES	47
Gráfico 23	Tasa de interés de intervención del Banco de la República, tasa interbancaria (TIB) y DTF	49
Gráfico 24	Tasas de interés activas reales	51
Gráfico 25	Tasa cero cupón de los TES en pesos y tasa de subasta de expansión del Banco de la República	52
Gráfico 26	Índice de las tasas cero cupón a 10 años para algunos países de Latinoamérica y otros países emergentes	52
Gráfico 27	Repos netos, pasivos sujetos a encaje (PSE) y patrimonio de los establecimientos de crédito	54
Gráfico 28	Crecimiento anual del M3, del efectivo y de los pasivos sujetos a encaje (PSE)	54
Gráfico 29	Principales activos de los establecimientos de crédito	54
Gráfico 30	Cartera bruta e inversiones en moneda nacional como porcentaje del activo total	55
Gráfico 31	Crecimiento anual de la cartera en moneda nacional por tipo	55
Gráfico 32	Crecimiento anual de los activos y pasivos, y nivel de apalancamiento de los establecimientos de crédito	56
Gráfico 33	Crecimiento real anual de la cartera riesgosa y de la cartera vencida	58

Gráfico 34	Indicadores de calidad por mora y de calidad por riesgo de la cartera bruta	59
Gráfico 35	IRL_R a 30 días	61
Gráfico 36	Tasas de interés de los depósitos en cuentas de ahorro, de los CDT mayores a 360 días e IBR	62
Gráfico 37	Cartera / pasivos sujetos a encaje	62
Gráfico 38	Crecimiento real de los pasivos de los establecimientos de crédito por componentes	62
Gráfico 39	VeR del sistema financiero como porcentaje del saldo expuesto	64
Gráfico 40	Tasa de cambio nominal de Colombia y precio del petróleo	72
Gráfico 41	Índices de la tasa de cambio real	72
Gráfico 42	Depreciación real anual bilateral del peso colombiano, 2015	73
Gráfico 43	Reservas internacionales/M3	74
Gráfico 44	Indicadores de posición adecuada de liquidez externa	75
Gráfico 45	Otros indicadores de reservas internacionales	75
Gráfico 46	Composición de las reservas internacionales brutas	80
Gráfico 47	Composición del portafolio de inversión por sectores	81
Gráfico 48	Composición del portafolio de inversión por calificación crediticia	81
Gráfico 49	Composición cambiaria del portafolio de inversión	81
Gráfico 50	Precio internacional del oro	86

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	33
Cuadro 2	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	35
Cuadro 3	Indicadores de inflación al consumidor	43
Cuadro 4	Principales tasas de interés nominales del sistema financiero	50
Cuadro 5	Indicadores de calidad por mora y calidad por riesgo por modalidad de crédito	59
Cuadro 6	Saldo de TES del sistema financiero por tipo de entidad	63
Cuadro 7	Balanza de pagos de Colombia	67
Cuadro 8	Indicadores de las reservas internacionales de Colombia	74
Cuadro 9	Estado de resultados del Banco de la República (2015) bajo las normas internacionales de información financiera (NIIF)	85
Cuadro 10	Rendimiento de inversiones de las reservas internacionales	86
Cuadro 12	Estado de la situación financiera del Banco de la República clasificado por criterio económico	90
Cuadro 13	Presupuesto para 2016 del Banco de la República bajo normas internacionales de información financiera (NIIF)	93

INTRODUCCIÓN

El choque negativo a los términos de intercambio de la economía colombiana, que se inició a partir del segundo semestre de 2014, continuó profundizándose durante 2015, principalmente como resultado de la tendencia decreciente de las cotizaciones del petróleo. Durante las últimas semanas estas han registrado alguna recuperación, lo cual ha reducido la presión hacia la depreciación del peso colombiano frente al dólar.

La tendencia casi ininterrumpida de la caída de los precios del crudo muestra que en este mercado se ha consolidado un exceso de oferta global, que ha dado lugar a un significativo incremento en los inventarios de crudo. Aunque algunas zonas de producción dejan de ser rentables a precios tan bajos, es de esperar que los altos inventarios acumulados hagan más lento el rebalanceo de este mercado en el mediano plazo. A esto se agrega la moderación de la demanda mundial, lo cual ha contribuido a exacerbar el exceso de oferta de crudo.

Adicionalmente, otros bienes importantes para la canasta exportadora colombiana, como carbón, ferroníquel y café, también han registrado una prolongada caída en sus precios. Ello ha sido consecuencia del debilitamiento de su demanda, debido a la menor actividad económica mundial, en especial de las emergentes. Además, ha coincidido con incrementos en los montos producidos, como ha sido el caso del café.

A raíz del desplome generalizado de los precios de nuestros principales productos de exportación, los términos de intercambio del país han tenido un deterioro considerable. Como se indica en este *Informe*, durante 2015 el índice de términos de intercambio cayó 24,0% luego de haber registrado una reducción de 9,0% en 2014. La magnitud de esta caída ha afectado de forma considerable variables macroeconómicas importantes. Un primer efecto consiste en una reducción del ingreso nacional, lo cual se ha reflejado en una desaceleración de la demanda interna. En parte, por eso, durante 2015 la demanda interna registró un crecimiento de 3,6%, inferior al 6,0% observado en 2014. El debilitamiento de la demanda redujo el ritmo de la actividad económica, llevando a un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) para 2015 de 3,1%, inferior al 4,4% alcanzado en 2014.

Un segundo impacto de la caída de los términos de intercambio se ha manifestado en un mayor desequilibrio externo. Es importante recordar que en 2013, antes de recibir el choque, los productos mineros representaban el 72% de las exportaciones totales del país (de lo cual el 55% era petróleo). Esto explica que la fuerte

caída de los precios del crudo y de otros productos mineros haya afectado de forma significativa la balanza de pagos del país. Es así como al finalizar 2015 la balanza comercial de bienes registró un déficit de USD 14.026 millones (m) frente a un saldo negativo de USD 4.630 m en 2014. El déficit de la cuenta corriente se redujo desde USD 19.593 m en 2014 a USD 18.925 m en 2015. La disminución del déficit de la cuenta corriente, a pesar del deterioro de la balanza comercial, se explica principalmente por el menor déficit en el rubro de renta de los factores (que pasó de USD 12.638 m a USD 5.989 m), como resultado de la reducción de las utilidades obtenidas por las empresas con inversión extranjera vinculadas al sector minero del país. En términos del PIB, el déficit de la cuenta corriente pasó de 5,2% en 2014 a 6,5% en 2015. Resulta claro que el incremento del déficit como proporción del PIB no refleja un mayor valor absoluto del déficit de la cuenta corriente en dólares, sino que se explica por el menor valor en dólares del PIB corriente, debido a la depreciación promedio de 37,2% del peso frente al dólar entre 2014 y 2015.

Otro de los canales mediante los cuales el choque externo negativo de la caída del precio del petróleo impacta a la economía colombiana es el efecto sobre las finanzas del Gobierno Nacional. A partir de 2004 las rentas procedentes del sector petrolero incrementaron su participación en los ingresos totales del Gobierno Nacional, hasta alcanzar un pico de 19,6% en 2013, cuando aportaron el equivalente a 3,3% del PIB. Esa participación empezó a declinar a partir de 2014, y para 2015 fue de 7,4%, al registrar una renta petrolera equivalente al 1,2% del PIB. Para 2016 el plan financiero del Gobierno contempla ingresos por este concepto de solo el 0,1% del PIB. La importancia que esta fuente de recursos alcanzó a representar para las finanzas del Gobierno, y su rápido decrecimiento ha incidido en un incremento del déficit del Gobierno Central de 2,4% del PIB en 2014 a 3,0% en 2015, y a uno de 3,6% del PIB previsto para 2016. No obstante, el incremento en el déficit es de menor magnitud que la caída referida en el ingreso petrolero. Esto ha sido posible gracias al ajuste gradual que viene adelantando el Gobierno Nacional, que ha combinado un mayor esfuerzo tributario con recortes de gasto. Dicho ajuste ha permitido el cumplimiento de la regla fiscal, que admite un incremento del déficit por factores cíclicos, pero que a su vez exige un ajuste estructural, de acuerdo con los parámetros de largo plazo contemplados en la regla.

El efecto negativo de la caída de los términos de intercambio sobre el ritmo de crecimiento económico, la balanza de pagos y las finanzas del Gobierno Nacional, se ha reflejado en incrementos de las primas de riesgo para Colombia. Aunque en general los mercados reconocen la fortaleza de la economía colombiana, cuyo crecimiento en 2015 continuó siendo uno de los más altos de América Latina, los inversionistas han reaccionado al cambio en las condiciones económicas. Esto se observa en los flujos de capital registrados en la cuenta financiera de la balanza de pagos. Así, por ejemplo, las entradas por inversión extranjera directa (IED) en 2015 presentaron una caída de 25,8% frente al año anterior (USD 12.108 m vs. USD 16.325 m). Esta contracción fue principalmente el resultado de la menor inversión en el sector mineroenergético (-43,0%), dado el panorama de precios de estos productos. Algo similar ocurrió con los flujos de inversión de cartera o portafolio, que en 2015 registraron una caída de 47,4%, en comparación con 2014,

cuando se dio la recomposición de los índices de deuda pública emergente de JP Morgan en favor de los títulos colombianos.

La menor entrada de capitales externos al país, en un entorno de caída de los términos de intercambio, condiciones financieras menos holgadas para los mercados emergentes e incremento de las primas de riesgo, conformaron un escenario propicio para la depreciación del peso. Esta presión aumentó debido al fortalecimiento del dólar estadounidense como moneda de reserva mundial, ante la mejora en el desempeño económico de los Estados Unidos; el inicio de la normalización de la política monetaria en ese país, y factores sociopolíticos que afectaron a varias economías de la zona del euro. Todo ello condujo a que en 2015 el peso colombiano se depreciara 37,2% en promedio frente al dólar, una tendencia que fue común a muchas otras economías emergentes.

Como se detalla en uno de los recuadros del presente *Informe*, la flexibilidad de la tasa de cambio tiene importantes ventajas para la economía colombiana. En la coyuntura actual, aquella contribuye a que la economía se ajuste de forma menos traumática ante la caída de los términos de intercambio, al atenuar la pérdida de los ingresos en moneda local de los exportadores. Por otra parte, la flexibilidad cambiaria es un elemento fundamental del esquema de inflación objetivo, en la medida en que preserva la autonomía de la política monetaria, que se vería comprometida si el banco central tuviera que defender un tipo de cambio fijo. Adicionalmente, la flexibilidad de la tasa de cambio desincentiva la exposición excesiva del sector privado al riesgo cambiario.

Reconociendo los beneficios de la flexibilidad cambiaria, la autoridad monetaria no descarta la conveniencia de intervenir puntualmente en el mercado cambiario, sin proponerse un objetivo de tasa de cambio. Así, por ejemplo, entre 2008 y 2014 las intervenciones de compra de divisas mediante subastas competitivas obedecieron al propósito de acumular reservas internacionales, buscando mantener los indicadores de reservas en niveles adecuados. Esa intervención, que se concentró en aquellos períodos de mayor probabilidad de desalineamiento cambiario, significó una acumulación de USD 23.866,5 m, lo cual permitió alcanzar el nivel actual de USD 46.740,4 m en reservas internacionales netas al cierre de 2015. Este es un activo que hoy en día ofrece un respaldo fundamental para la economía colombiana, en momentos en los que se enfrenta a un choque externo negativo de naturaleza tan severa.

En las circunstancias actuales, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) consideró conveniente activar un sistema de subasta de opciones para desacumular reservas internacionales con el fin de moderar aumentos injustificados de la tasa de cambio, que puedan contribuir a desanclar las expectativas de inflación, y suministrar liquidez en dólares al mercado cambiario cuando se presenten faltantes significativos. Hoy en día dicho mecanismo prevé convocar una subasta de opciones de USD 500 m en el momento en que la tasa representativa del mercado supere en 3 puntos porcentuales (pp) su promedio móvil de orden 20. Tales opciones tienen una vigencia de un mes a partir de la subasta, y su ejercicio está sujeto al cumplimiento de la misma condición.

En un contexto de desaceleración de la economía colombiana, caída de los precios internacionales de los productos básicos y baja inflación en las economías desarrolladas, la inflación al consumidor en Colombia ha tenido uno de los incrementos más fuertes desde que se inició el esquema de inflación objetivo. Es así como al cierre de 2015 la inflación al consumidor se situó en 6,77%, y durante el inicio de 2016 continuó aumentando hasta alcanzar un nivel de 7,59% al finalizar el mes de febrero. Este comportamiento, que resulta paradójico en las circunstancias anotadas, tiene dos causas bien identificadas. En primer lugar, el traspaso de la depreciación del peso a los precios al consumidor mediante diversos canales, como se explicará en seguida, y en segundo término el déficit de lluvias atribuible a la aparición del fenómeno de El Niño, que ha afectado la producción de alimentos perecederos. Las presiones inflacionarias provenientes de estos dos factores se han visto reforzadas por la activación de mecanismos de indexación que han extendido las alzas de los precios a rubros importantes como arriendos, y servicios de educación y de salud, que aunque tienen poca relación con el origen inicial del problema, terminan replicando el comportamiento de los precios de otros grupos de la canasta familiar.

El traspaso de la depreciación a la inflación se produce por medio tanto de canales directos, al afectar los precios de los bienes de consumo importados o de aquellos que son sus sustitutos cercanos, como de canales indirectos, al aumentar los costos de producción de bienes intensivos en insumos y materias primas importadas. Diversos estudios muestran que en un mercado de competencia imperfecta como el colombiano, este traspaso no ocurre de forma automática, sino que se produce de manera parcial y con un rezago importante. Adicionalmente, concluyen que el coeficiente de traspaso no es uniforme en cada episodio de depreciación, puesto que depende del desempeño de numerosas variables, tales como el estado de la economía, el tipo y la intensidad del choque que se esté recibiendo, y el comportamiento mismo de la inflación. En las circunstancias actuales se podría pensar que la desaceleración de la demanda interna es un factor que ayudaría a amortiguar el traspaso de la depreciación a los precios. Otros factores, sin embargo, actúan en sentido contrario. En particular, en la medida en que los agentes económicos formadores de precios perciban que el nuevo nivel de la tasa de cambio tiene un carácter permanente, estarán más dispuestos a hacer el traspaso, pues al juzgar que sus competidores tendrán que hacer lo mismo, el riesgo de perder participación en el mercado será menor. De manera similar, en condiciones de incrementos generalizados de la tasa de inflación, dicho traspaso se facilita.

Las cifras de inflación para 2015 indican que el traspaso de la depreciación a la inflación viene ocurriendo de manera gradual. Así, por ejemplo, el grupo de bienes transables del índice de precios al consumidor (IPC), que incluye bienes manufacturados y algunos alimentos, como cereales, aceites, huevo y pollo, registró una inflación de 7,71% en 2015 frente a 2,27% un año atrás. La depreciación también se ha reflejado en un indicador de costos, como el índice de precios al productor (IPP), cuya variación anual pasó de 6,33% en 2014 a 9,57% al finalizar 2015. Esto último ha incidido de manera indirecta en el alza de las tarifas de los servicios públicos regulados, como la energía y el gas domiciliario, debido a que

las fórmulas de regulación incluyen el comportamiento del IPP. Los cálculos de inflación básica reflejan en buena medida el traspaso de la depreciación a los precios, como se evidencia en el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República, cuyo registro a diciembre de 2015 fue de 5,43%, superior a la variación de 3,06% observada para el año anterior.

La presión inflacionaria se ha visto agravada por la escasez de lluvias debido al fuerte fenómeno de El Niño, que ha reducido el abastecimiento de los alimentos perecederos. Esto ha ocasionado un incremento significativo de los precios de estos productos, que en 2015 registraron una variación de 26,03%. Esta situación y la depreciación del peso que presiona al alza los precios de los alimentos, ya sea por su origen importado o por el encarecimiento de sus insumos, ha impactado a la inflación total de los alimentos, la cual se situó en 10,85% en diciembre de 2015, más del doble que la registrada en 2014 (4,69%). Dada la importancia que tienen los alimentos en la canasta familiar (28,2%), este rubro fue el que más aportó al aumento de la inflación anual al consumidor en el año 2015. Además, durante el segundo semestre del año pasado el fenómeno de El Niño empezó a tener incidencia en las cotizaciones en bolsa de los precios de la energía, los cuales se transfieren lentamente a los precios al consumidor en caso de que las alzas en el mercado mayorista se sostengan. Este proceso ya ha empezado a suceder.

La inesperada coincidencia de fuertes choques sobre la economía colombiana, con efectos tan complejos y diversos como los que se vienen observando, exige una reacción de política económica idónea y oportuna, que logre amortiguar algunos de esos efectos, y consiga adaptar la economía colombiana a las nuevas circunstancias y restricciones objetivas que la rodean. Para ello es fundamental contar con un diagnóstico acertado de los choques y sus consecuencias a corto y mediano plazos. Esa es una tarea que ocupa a los equipos técnicos del Banco de la República y del Gobierno, y en la cual la academia y analistas nacionales e internacionales tienen mucho que aportar.

El primer factor indispensable para llevar a cabo una respuesta de política apropiada, es la caracterización de estos choques entre sus componentes permanente y transitorio. Para efectos de política monetaria los análisis técnicos han concluido que los choques que han venido afectando a la inflación tienen un carácter eminentemente transitorio. Así lo ha hecho saber el Banco de la República en sus diversos comunicados de prensa e *Informes sobre Inflación*. Esto no impide reconocer que tales choques han tenido una intensidad y persistencia superior a la esperada, con impactos sobre las expectativas de inflación.

Por ello la JDBR ha informado a la opinión pública que la convergencia de la inflación hacia el rango meta se irá dando de manera lenta, completándose en algún momento de 2017. Para que esto sea posible, las decisiones de política monetaria adoptadas hasta finales de marzo que han incrementado la tasa de interés de política desde 4,50% a 6,50%, cumplen un papel fundamental. Este cambio en la postura de política monetaria debe inducir un descenso de las expectativas de inflación, lo cual contribuirá a contrarrestar los mecanismos de indexación que han venido

reforzando los efectos de los choques sobre el nivel de precios. El aumento de la tasa de referencia también tiene la función primordial de contribuir a lograr el ajuste macroeconómico que se requiere, ante una caída del ingreso nacional que contiene un componente permanente, pues no se espera que los precios del petróleo retornen a los niveles observados hasta mediados de 2014, superiores a los USD 100 por barril. A medida que los incrementos de la tasa de interés de política se transmitan a las tasas de interés del crédito, se irá produciendo una moderación del gasto del sector privado, hasta hacerlo más coherente con el nuevo nivel de ingreso, lo que ayudará a reducir el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

El otro factor que permitirá que la inflación retome una senda de convergencia hacia la meta será la desaparición paulatina del fenómeno de El Niño. Ello hará posible que se normalicen las siembras y la producción, lo cual deberá reflejarse en una corrección de los precios de los alimentos, algo que se espera suceda en el segundo semestre de 2016, y en especial durante el cuarto trimestre.

En cuanto a la política fiscal, el Gobierno viene adelantando un ajuste significativo, pero aún faltan decisiones necesarias sobre las cuales los mercados y agencias calificadoras de riesgo están a la expectativa. El presente *Informe al Congreso* incluye un importante recuadro que sintetiza la visión de la JDBR sobre este tema tan trascendental. Baste solo aquí señalar que el Gobierno ya cuenta con la regla fiscal, la cual ofrece un marco de política idóneo para la toma de decisiones, en un momento en el cual el complejo panorama macroeconómico por el que atraviesa el país no admite equivocaciones.

Recuadro 1

IMPORTANCIA DEL AJUSTE FISCAL

Como se ha mencionado en informes recientes de la Junta Directiva del Banco de la República al Congreso, el deterioro de los términos de intercambio ocurrido desde mediados de 2014 y, en especial, el de los precios internacionales del petróleo, ha impactado a la economía colombiana mediante diversos canales que afectan las variables externas, el ingreso nacional, las cuentas fiscales, la inflación y la actividad económica.

El consenso de los expertos internacionales es que buena parte de la reducción en los precios de los hidrocarburos y minerales exportados por Colombia es de carácter permanente, por lo cual el ingreso y la capacidad de gasto de la economía también se han reducido de manera permanente. Esto significa que el crecimiento del gasto debe moderarse. Esto es aún más evidente en la medida en que antes del choque a los términos de intercambio ya se presentaba un elevado déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que se ha incrementado como consecuencia de tal choque.

El gasto requiere un ajuste a realizarse con una gradualidad que permita evitar el riesgo de que su nivel sea percibido como inconsistente con las nuevas condiciones de ingreso, lo que produciría un ajuste súbito en las fuentes de financiamiento. Una “parada súbita” del financiamiento externo de la economía generaría un ajuste abrupto en el gasto, con consecuencias drásticas en variables reales como el producto y el empleo. La probabilidad de un recorte del financiamiento externo ha aumentado con la mayor aversión global al riesgo y el menor apetito mundial por inversiones en países emergentes.

Este proceso de ajuste gradual del balance entre ingresos y gastos se inició en 2015, pero debe continuar y profundizarse en los años venideros, y debe ocurrir en los sectores público y privado. En el caso de las finanzas estatales, la caída en los ingresos, como producto del choque a los términos de intercambio, hace necesario continuar con la política de disminución de los gastos y de incremento de los ingresos de origen no petrolero, con el fin de no entrar en una trayectoria fiscal que pueda resultar insostenible. En el caso del sector privado, las nuevas condiciones financieras que enfrenta la economía señalan que se debe presentar un ajuste que lleve a reducir los excesos de inversión sobre ahorro que ha mantenido en el pasado.

En general, las decisiones de política fiscal siempre tienen un impacto importante en el comportamiento de las variables macroeconómicas y en la confianza de consumidores e inversionistas. Ante un choque tan fuerte como el que está recibiendo la economía colombiana, y en particular

las finanzas públicas, estas decisiones se vuelven cruciales y tienen una incidencia mayor sobre aspectos que también incumben a la política monetaria.

El primer aspecto a considerar tiene que ver con las condiciones financieras que enfrenta la economía. La credibilidad en la sostenibilidad de la política fiscal es fundamental para determinar las condiciones de financiamiento externo de todos los agentes nacionales. Como lo muestra el período reciente, las economías más dependientes externa y fiscalmente de los ingresos petroleros han visto un incremento mayor que el de otros países emergentes de sus primas de riesgo y muy posiblemente en el costo de los recursos de financiamiento externo para los agentes privados. En este contexto, apuntalar la credibilidad de la sostenibilidad fiscal del país es necesario para garantizar condiciones de acceso al financiamiento externo que permitan un ajuste gradual del gasto.

Un segundo aspecto tiene que ver con la distribución del ajuste entre agentes económicos. Como se señaló, se requiere que tanto el sector público como el privado ajusten su balance de ingresos y gastos. La trayectoria del déficit fiscal es la variable fundamental para determinar un ajuste equilibrado entre los dos sectores. En ambos casos, decisiones oportunas y adecuadas de política fiscal preservan un marco de acción conveniente para la política monetaria y evitan recargar el ajuste macroeconómico sobre la tasa de interés¹.

En términos de política fiscal, en el pasado reciente el Congreso de la República y el Gobierno Nacional adoptaron “la regla fiscal” como un instrumento para darle credibilidad y predictibilidad a los niveles de déficit fiscal y a la trayectoria de la deuda pública. La adopción de este instrumento ha sido positiva para el país y para la política macroeconómica, ha mejorado el marco de ejecución de las políticas públicas y ha reducido el costo de capital para la economía. Ante el choque a los términos de intercambio, una buena decisión de política fiscal es ser consistente con la trayectoria de la regla fiscal que permite un aumento transitorio del déficit, pero obliga a que converja en un período razonable a niveles inferiores a los previos al choque. Si bien este tema ya fue abordado en el más reciente *Marco fiscal de mediano plazo*, es conveniente que la ciudadanía y los mercados entiendan

1 Ante la necesidad de un ajuste del gasto las dos variables que usualmente utilizan las autoridades económicas son reducir el déficit fiscal e incrementar la tasa de interés. En la medida en que no exista modificaciones en la política fiscal, la respuesta de la tasa de interés debe ser muy fuerte, porque la disminución en el gasto privado inducido por el aumento en la tasa de referencia debe tratar de hacer toda la corrección.

con claridad y precisión la forma concreta como se va a desarrollar este proceso.

En resumen, llevar a cabo un ajuste ordenado en los aspectos descritos es prioritario para la sostenibilidad de la economía y el bienestar de los colombianos y requiere el trabajo coordinado de las autoridades económicas. En términos de la política fiscal, esto se traduce en decisiones oportunas de reducción de gasto por parte del Gobierno Nacional y en decisiones igualmente oportunas en materia de estructura tributaria por parte del Gobierno Nacional y del Congreso de la República. Con respecto al primer

punto, las decisiones recientes de recorte presupuestal van en la dirección correcta, pero es deseable una mayor precisión sobre la senda futura de gastos. Esta última debe ser consistente con el proyecto de presupuesto a presentarse en julio próximo y con los programas de gasto que se aprueben y que tengan impacto en varias vigencias fiscales. Con respecto al segundo punto, la reforma tributaria aprobada en 2014 contribuyó a mitigar los efectos de la caída de la renta petrolera. Ahora es necesaria la presentación y aprobación pronta de una reforma tributaria que garantice los recursos para la reducción gradual del déficit y así lograr los objetivos anotados.

I. CONTEXTO INTERNACIONAL

En 2015 y los primeros meses de 2016 la economía colombiana continuó enfrentando tres importantes choques externos: 1) una fuerte caída de sus términos de intercambio, causada, en gran parte, por la reducción en el precio internacional del petróleo; 2) una débil demanda de sus principales socios comerciales, y 3) un aumento en los costos del financiamiento externo debido al incremento en su prima de riesgo y a la depreciación del peso colombiano.

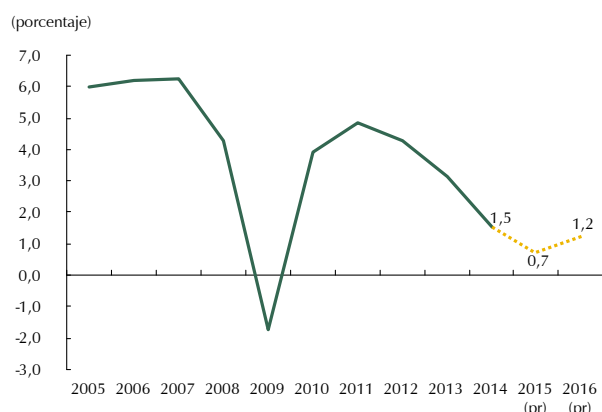
En 2015 y los primeros meses de 2016 la economía colombiana continuó enfrentando choques externos. En primera instancia, la caída de los precios de los bienes básicos, en especial el del petróleo, ha causado una importante reducción de sus términos de intercambio. Esto se ha reflejado en un menor ingreso externo que se traduce en una disminución en el ingreso nacional. Adicionalmente, la demanda por las exportaciones del país se desaceleró frente a lo observado en años anteriores, como consecuencia, en especial, de que el ingreso nacional de varios países de América Latina también se ha visto afectado por los menores precios de las materias primas y de que el crecimiento en las economías desarrolladas sigue siendo modesto. A esto se suma el importante deterioro de la actividad real en Ecuador y Venezuela, países que, además, han impuesto restricciones comerciales a las exportaciones de Colombia. En este entorno, se ha observado un incremento en las primas de riesgo del país y una fuerte depreciación del peso frente al dólar, lo cual está asociado, con la vulnerabilidad proveniente de la posición fiscal y externa del país, con una mayor aversión al riesgo mundial y con las perspectivas de una reducción en la liquidez global.

La economía colombiana continúa viéndose afectada por la fuerte caída de sus términos de intercambio.

Con relación al primer choque, la economía colombiana continúa viéndose afectada por la fuerte caída de sus términos de intercambio, por cuenta, principalmente, del desplome en los precios internacionales del petróleo. La referencia de crudo Brent se redujo 46,7% en promedio para todo 2015 frente a lo observado el año anterior. Adicionalmente, a comienzos de 2016 esta caída se profundizó y en enero alcanzó los niveles más bajos desde 2003. Los datos disponibles para las últimas semanas (al 15 de marzo de 2016) muestran una recuperación a niveles cercanos a USD 40 por barril. A esto se suma el hecho de que otros bienes básicos exportados por el país, como el carbón, el café y el ferroníquel, también exhibieron importantes reducciones en sus cotizaciones durante 2015 y comienzos de 2016, para luego presentar aumentos en las semanas más recientes.

A diferencia de episodios anteriores, los menores precios de los bienes básicos han tenido un efecto adverso sobre la actividad global. Por un lado, la producción de las economías desarrolladas ha respondido menos que lo observado en ocasiones anteriores al mayor ingreso disponible y a los bajos costos de producción. Por el otro, las economías emergentes han seguido desacelerándose, especialmente aquellas exportadoras de bienes básicos. Estas se han visto obligadas a ajustar su gasto a la reducción importante de su ingreso nacional.

Gráfico 1
Crecimiento promedio de los socios comerciales de Colombia (ponderado por comercio no tradicional)



(pr): proyección.

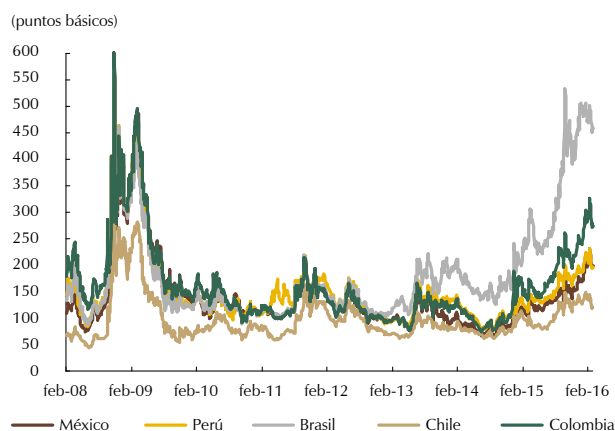
Fuente: Fondo Monetario Internacional; cálculos del Banco de la República.

De esta forma, el crecimiento de los socios comerciales de Colombia (ponderado por comercio no tradicional) se habría desacelerado de 1,5% a 0,7% entre 2014 y 2015, la expansión más débil desde 2009 (Gráfico 1). Lo anterior se explica, en parte, por las contracciones en el producto de Venezuela y Ecuador, países que se vieron fuertemente afectados por la caída en el precio internacional del crudo. A esto se suma la persistente recesión que atraviesa Brasil, mientras que Chile, México y Perú mostraron un bajo dinamismo relativo al observado en años anteriores. En cuanto a las economías desarrolladas, como los Estados Unidos y la zona del euro, mostraron crecimientos relativamente modestos, que resultan insuficientes para compensar la debilidad de los países de América Latina. Adicionalmente, China continuó desacelerándose.

Durante la segunda parte de 2015 y comienzos de 2016 se presentó un incremento en la volatilidad en los mercados financieros internacionales, como consecuencia, principalmente, de una mayor aversión al riesgo. Esto es el resultado de la percepción de un mayor deterioro de la salud de la economía mundial, en particular la de China, lo cual generó una preferencia por activos de algunos países desarrollados que se perciben como más seguros. A esto se suman los efectos adversos que han tenido los menores precios de los bienes básicos sobre las finanzas de las empresas productoras y de las instituciones financieras expuestas a este tipo de activos. Además, se temía que se presentara una reducción de la liquidez global, por cuenta del comienzo de la normalización de la política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) y de que las acciones de otros bancos centrales en los países desarrollados fueran percibidas como insuficientes para seguir estimulando a sus economías. No obstante, las decisiones recientes del Banco Central Europeo (BCE) y de las autoridades monetarias de Japón y China, de seguir expandiendo sus medidas de estímulo, ayudaron a calmar un poco estos temores y explicarían una parte importante de la reducción en la volatilidad que se observó en las últimas semanas.

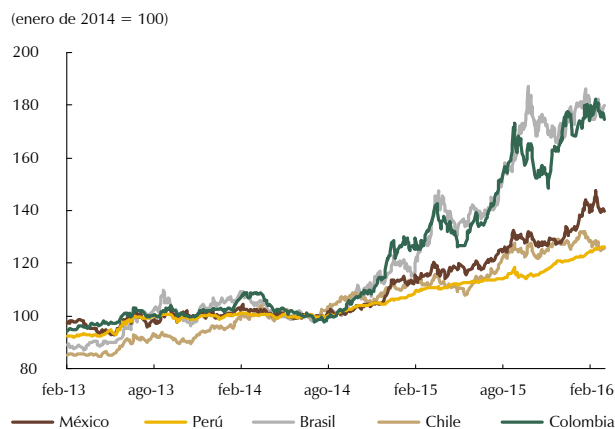
En este entorno, durante 2015 las principales economías de América Latina presentaron incrementos de sus primas de riesgo (Gráfico 2) y un debilitamiento de sus monedas frente al dólar (Gráfico 3). Este comportamiento se exacerbó durante los dos primeros meses de 2016, cuando las tasas de los *credit default swaps* (CDS) alcanzaron sus niveles máximos desde 2009, y las monedas de la

Gráfico 2
Credit default swaps (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina



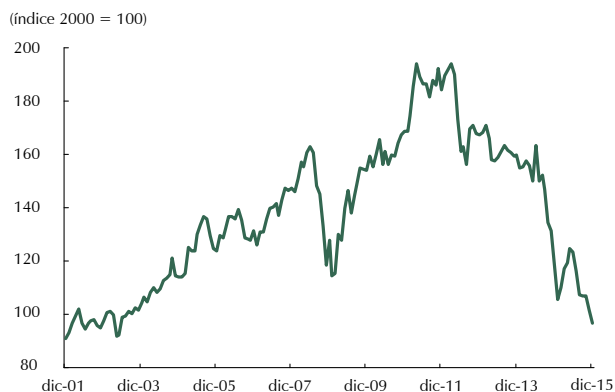
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3
Índices de la tasa de cambio frente al dólar para algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 4
Índice de términos de intercambio de Colombia (metodología comercio exterior)



Fuente: Banco de la República.

región acentuaron su tendencia a debilitarse. No obstante, en las últimas semanas se han revertido parte de los fuertes movimientos que se observaron a comienzos del año.

En el caso colombiano la depreciación del peso frente al dólar y el incremento de su prima de riesgo han sido especialmente marcados, si se comparan con los de otras economías de América Latina. Como se mencionó, esto se debe, en gran parte, al menor ingreso externo que percibe la economía por cuenta de los bajos precios de exportación, en especial los del petróleo, y sus subsecuentes efectos adversos sobre las cuentas fiscales y externas, y sobre el crecimiento. Adicionalmente, la decisión de la calificadoradora de riesgo Standard & Poor's en febrero de 2016 de revisar la perspectiva de la deuda de largo plazo de Colombia de estable a negativa habría ayudado a acentuar la mayor percepción de riesgo del país.

A. TÉRMINOS DE INTERCAMBIO Y PRECIOS DE LOS BIENES BÁSICOS

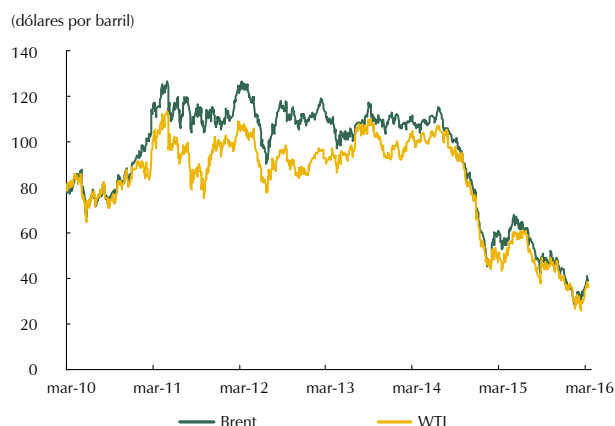
Como se señaló, el ingreso nacional de la economía colombiana continúa recibiendo un fuerte choque negativo por cuenta del deterioro de sus términos de intercambio (Gráfico 4). Según la metodología de comercio¹, este indicador cayó 24,0% entre 2014 y 2015, luego de haber registrado una reducción anual de 9,0% en 2014². De esta forma, la relación entre los precios de exportación y de importación del país se ubicó en su nivel más bajo desde finales de 2003.

Esta caída se explica, en gran parte, por el colapso del precio internacional del petróleo. La cotización para la referencia Brent pasó de un valor promedio en 2014 de

1 La medida de términos de intercambio según la metodología de comercio exterior utiliza como fuente los registros administrativos de exportaciones e importaciones (fuente DIAN-DANE). Siguiendo las recomendaciones internacionales (relacionadas con la volatilidad de las series, homogeneización de los valores unitarios, entre otras), se calculan los precios implícitos para cada partida arancelaria y luego se ponderan en un índice de precios tipo Paasche encadenado.

2 Variaciones calculadas a partir de los índices promedio para cada año.

Gráfico 5
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)



Fuente: Datastream.

USD 99,2 por barril a USD 52,9 en 2015, lo cual representa una caída de 46,7%. Adicionalmente, este desplome se profundizó durante enero de 2016, cuando se ubicó por debajo de los USD 30 por barril y alcanzó su nivel más bajo desde 2003. Los datos disponibles para las semanas más recientes³ muestran alguna recuperación de esta cotización, al registrar valores alrededor de los USD 40 por barril (Gráfico 5).

El desplome del precio internacional del crudo obedece, principalmente, a un incremento significativo en la oferta global, por lo cual se prevé que este choque sea de carácter persistente y los precios se mantengan en un nivel inferior a su promedio entre 2011 y 2014 por varios años más. Como se mencionó en *Informes*

anteriores, el incremento en la cantidad de crudo disponible es el resultado de una elevada producción en los yacimientos no convencionales en América del Norte, a pesar de los precios bajos; del levantamiento de las sanciones a la venta de crudo iraní, luego del acuerdo antinuclear con este país, y de la decisión de los miembros de la Organización de los Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de no restringir su explotación. No obstante, en las últimas semanas hay indicios de que se estaría pactando un acuerdo entre Arabia Saudí, Rusia, Catar y Venezuela para congelar sus niveles de producción, lo cual habría favorecido los incrementos que se han observado recientemente. Dado que el exceso de oferta con respecto a la demanda se ha mantenido por un período prolongado, se ha presentado un importante incremento en los inventarios de crudo, lo cual haría más lento el rebalanceo de este mercado en el mediano plazo.

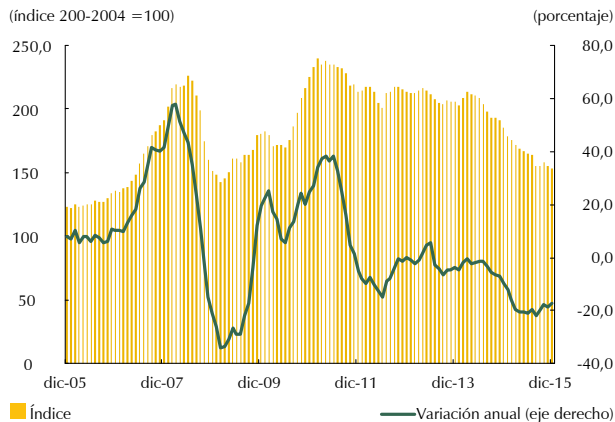
En cuanto a los otros bienes exportados por Colombia, el precio del carbón también tuvo una caída importantes durante 2015 y comienzos de 2016, como consecuencia de la desaceleración de la actividad económica mundial, en especial de las economías emergentes, de los menores precios del petróleo (lo cual facilita la sustitución de este mineral), y del esfuerzo de varios países por recomponer su aparato productivo hacia fuentes de energía más limpias.

Por su parte, los precios del café y del ferroníquel también presentaron importantes reducciones durante 2015 y comienzos de 2016 frente a lo observado en 2014. Si bien en las últimas semanas se han registrado algunos incrementos, las cotizaciones de estos bienes se mantienen en niveles bajos frente a los de los últimos años. En el caso del café, esta caída se explica por la desaparición de algunos choques de oferta que habrían afectado a los productores de este bien durante 2014. En el caso del ferroníquel, la desaceleración económica global, especialmente de las emergentes, resultó en una moderación de la demanda por metales industriales y presionó sus precios a la baja.

3

Al momento de escribir este *Informe* se disponía de datos hasta el 15 de marzo de 2016.

Gráfico 6
Índice de los precios internacionales de los alimentos



Fuente: Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura.

Entretanto, las cotizaciones en dólares de algunas materias primas agrícolas importadas por el país también presentaron reducciones anuales durante 2015, como se aprecia en el índice de precios de alimentos de la Organización de las Naciones Unidas para los Alimentos y la Agricultura (FAO, por su sigla en inglés) (Gráfico 6). Este comportamiento, junto con las caídas que se han observado en los precios en dólares de algunos bienes intermedios y de capital también importados, habría generado reducciones en el índice de precios de importación de Colombia, lo cual habría ayudado a moderar en alguna medida la caída de los términos de intercambio.

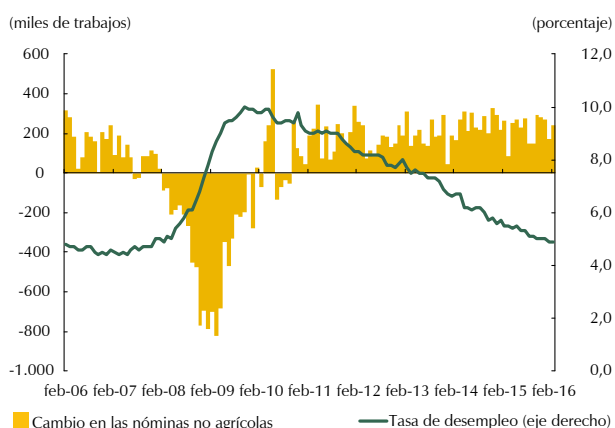
B. CRECIMIENTO, INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

Durante 2015 la economía de los Estados Unidos mostró un dinamismo similar al del año anterior, al registrar una expansión anual del PIB de 2,4%. El crecimiento estuvo impulsado, principalmente, por el buen desempeño del consumo y de la inversión. Este comportamiento favorable de la demanda interna ayudó a compensar la contracción de las exportaciones, las cuales se han visto afectadas por la apreciación del dólar frente a la mayoría de monedas del mundo y por una menor demanda externa.

El buen desempeño de la actividad real estadounidense durante el año permitió que el mercado laboral siguiera recuperándose. La creación de empleo, si bien se moderó ligeramente frente al muy buen registro del año anterior, continuó mostrando un comportamiento muy favorable y las nóminas no agrícolas se incrementaron a una tasa promedio mensual alrededor de 228.000 empleados durante el

año. En consecuencia, la tasa de desempleo conservó una clara tendencia decreciente y se redujo de 5,6% en diciembre de 2014 a 5,0% un año adelante (Gráfico 7). Los registros disponibles para los dos primeros meses muestran que la ocupación continuó creciendo a un buen ritmo, por lo que la tasa de desempleo se redujo a 4,9% y se ubicó en un nivel cercano al que los analistas y los miembros de la Fed consideran de largo plazo.

Gráfico 7
Tasa de desempleo y creación de empleo en los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

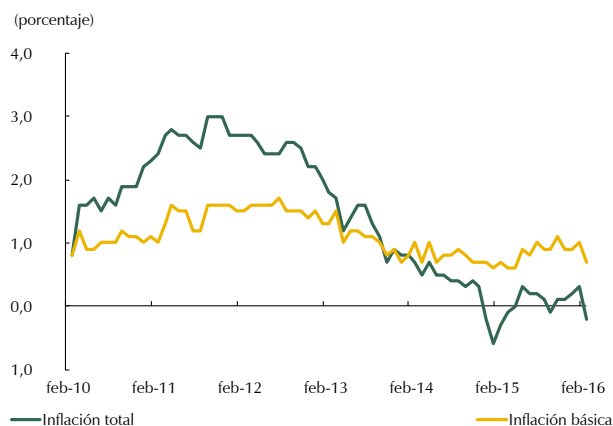
Pese al buen comportamiento de la demanda estadounidense, la inflación anual se mantuvo por debajo de la meta de largo plazo de la Fed (2%) durante todo el año y a comienzos de 2016. Esto se explica, principalmente, por los bajos precios de los combustibles y por la apreciación del dólar frente a las principales

monedas del mundo, que disminuye los precios de los bienes importados. Por su parte, el indicador de inflación básica anual, que excluye elementos volátiles como los alimentos y los combustibles, mostró una leve tendencia creciente y terminó el año en 2,1%.

En este contexto, en su reunión de diciembre de 2015 la Fed incrementó su tasa de referencia por primera vez desde la más reciente crisis financiera, y la ubicó en un rango entre 0,25% y 0,50%. Adicionalmente, mostró indicios de que la normalización de su política monetaria continuaría de forma gradual durante los próximos años. No obstante, la alta volatilidad en los mercados financieros globales, la percepción de que la desaceleración económica mundial podría afectar la actividad real en los Estados Unidos y la baja inflación han llevado a los principales analistas a proyectar que las nuevas alzas en la tasa de política se postergarían y que se darían de forma más gradual que lo esperado en diciembre por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés).

Por su parte, la economía de la zona del euro mostró una mejoría frente a los bajos registros de 2014, aunque continúa expandiéndose a tasas modestas. De esta forma, el crecimiento anual del producto interno bruto (PIB) fue de 1,5% para todo 2015, mientras que el año anterior había sido de 0,8%. Esta ligera recuperación obedece, en parte, a que las medidas de estímulo adoptadas por el BCE han permitido alguna recuperación de la confianza de empresarios y hogares y han favorecido un restablecimiento gradual del canal del crédito, lo cual ha impulsado la inversión y el consumo. Este último componente también se ha visto favorecido por el choque positivo al ingreso disponible de las familias, por cuenta de los bajos precios de los combustibles. Adicionalmente, durante la primera parte del año la depreciación del euro frente al dólar y la libra impulsó las exportaciones netas de la zona del euro. No obstante, la debilidad en su demanda externa propició una desaceleración de este rubro durante el segundo semestre.

Gráfico 8
Indicadores de inflación anual total y básica en Europa



Fuente: Bloomberg.

En este entorno, los indicadores de inflación, tanto total como básica, se mantuvieron durante todo el año en niveles bajos y muy alejados de la meta del BCE (ligeramente por debajo del 2%) (Gráfico 8). Debido a ello y a las aún escasas presiones de demanda sobre los precios, esta entidad ha decidido seguir aumentando el estímulo monetario, con medidas como situar la tasa sobre los depósitos en terreno negativo, e incrementar el monto del programa de relajamiento cuantitativo, extendiendo su vencimiento. Además, el BCE ha dado indicios de que podría seguir aumentando su provisión de liquidez con el fin de continuar apoyando la recuperación de la economía de la región.

En Japón el crecimiento económico anual para 2015 fue muy débil, al registrar 0,5%, luego de presentar una

contracción de 0,1% en 2014. El bajo dinamismo de la actividad real japonesa se explica por unas exportaciones netas que se expanden a tasas modestas, las cuales compensan las ligeras contracciones que presenta su demanda interna, en especial el consumo de los hogares. Por su parte, las escasas presiones de demanda y los menores precios de los bienes básicos han hecho que los indicadores de inflación, tanto total como básica, se hayan mantenido cercanos a cero durante la mayor parte del año. Dado lo anterior, el banco central de Japón ha mantenido una política monetaria altamente expansiva, ubicando su tasa de referencia en terreno negativo y continuando con su programa de relajamiento cuantitativo.

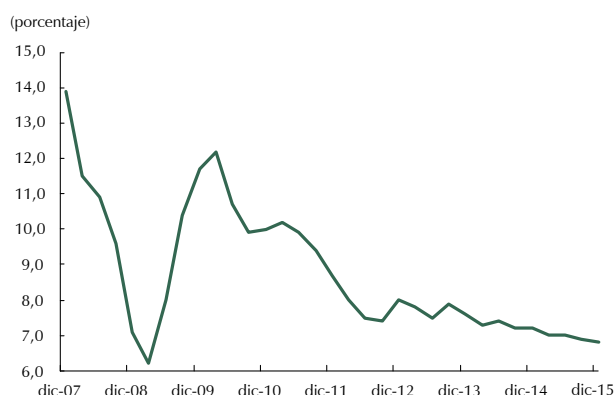
En el caso de China, su PIB aumentó 6,9% para todo 2015, ubicándose por debajo de la meta del gobierno (7,0%) y del dato observado el año anterior (7,3%) (Gráfico 9). Esta desaceleración ocurrió, en gran parte, como consecuencia de una moderación significativa de la inversión en activos fijos, que pasó de aumentar 15,7% en términos anuales en diciembre de 2014 a 10,0% el año siguiente. Adicionalmente, la producción industrial y las exportaciones

también muestran signos de debilidad. En contraste, los indicadores de gasto de las familias han mostrado algunos repuntes y sugieren que estaría continuando la transición hacia un modelo de crecimiento más sostenible en el mediano plazo, que dependa menos de la demanda externa y de la inversión, y más del consumo privado. Esta transición implica una moderación en el crecimiento de la demanda por bienes básicos por parte de este país.

Entretanto, la variación anual de los precios en China se ha mantenido en niveles bajos frente a lo observado en años anteriores, lo cual ha permitido a su banco central adoptar diversas medidas de estímulo monetario. Además, hacia finales de 2015 esta entidad permitió una devaluación del yuan frente al dólar estadounidense al fijar el valor de su moneda frente a una canasta de divisas. Si bien oficialmente esta decisión obedece a un esfuerzo por parte de las autoridades de continuar con la liberalización gradual de su mercado de capitales, algunos analistas lo han interpretado como una señal de mayor debilidad de su economía.

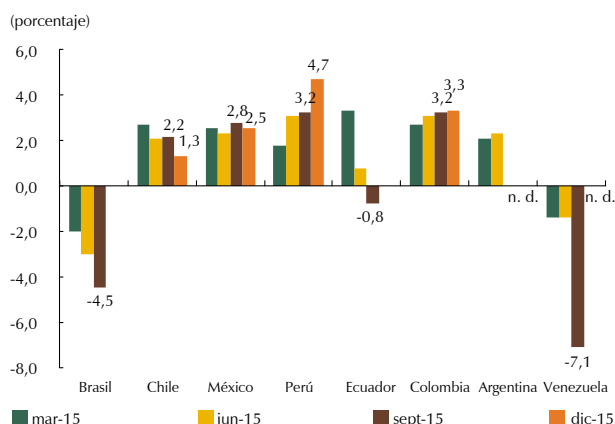
En cuanto a América Latina, las cifras del PIB para 2015 muestran un panorama heterogéneo (Gráfico 10). Por una parte, en Brasil la pérdida del grado de inversión, junto con la incertidumbre sobre la consolidación fiscal que debe adelantar y sobre su situación política, ha afectado la confianza de los agentes y, en consecuencia, sus decisiones de inversión y consumo. En Ecuador la fuerte caída de los precios

Gráfico 9
Crecimiento anual del PIB real para China



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 10
Crecimiento anual del PIB real para algunos países de América Latina

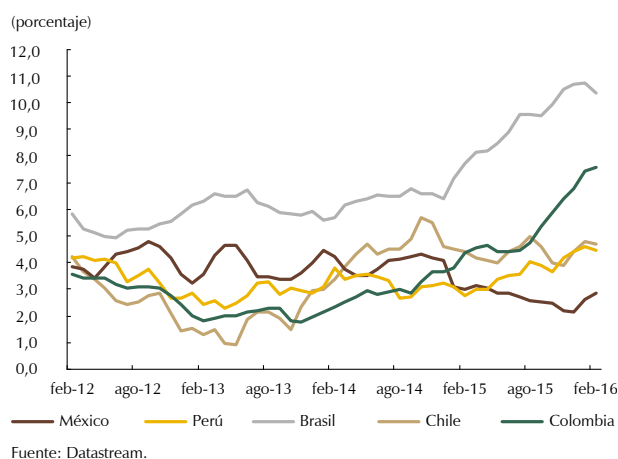


n. d.: no disponible.
Fuente: Datastream.

del petróleo ha repercutido de forma negativa en sus cuentas fiscales y externas. A esto se suma que no cuenta con ajustes en su tasa de cambio que contribuyan a suavizar el choque adverso a sus términos de intercambio, por ser una economía dolarizada. Por último, en Venezuela los bajos precios del petróleo han acentuado algunos de sus problemas estructurales, profundizando así su recesión.

En contraste, la economía peruana mostró una aceleración frente a lo observado en 2014, al pasar de un crecimiento anual de 2,5% a uno de 3,2%. Esta mejora se explica, principalmente, por la reversión de algunos choques de origen climático que afectaron la pesca en 2014, y por la entrada en funcionamiento de ciertos proyectos que aumentaron la capacidad de producción minera de este país. En el caso de Chile el crecimiento de 2015 mostró una leve mejora frente al registrado el año anterior, al pasar de 1,9% a 2,2%, como consecuencia de una ligera recuperación de su demanda interna, la cual ayudó a compensar la contracción de las exportaciones netas. Por su parte, la economía mexicana también tuvo un leve repunte en la expansión de su PIB, pasando de 2,3% en 2014 a 2,5% en 2015, como resultado de alguna recuperación en los rubros de inversión y consumo privado. No obstante, si bien se observaron mejoras en la actividad real de estos países, esta muestran un bajo dinamismo relativo al promedio de los últimos años.

Gráfico 11
Inflación anual de algunos países de América Latina



En cuanto a la inflación anual en América Latina, se observan incrementos en la mayoría de los países (Gráfico 11). En Chile y en Perú la variación anual de los precios se mantuvo durante la mayor parte de 2015 por encima del rango meta de sus autoridades monetarias. En este entorno se ejecutaron incrementos en sus tasas de referencia en la segunda mitad del año, y Perú lo hizo de nuevo a comienzos de 2016. Por su parte, la inflación en Brasil sigue alta, con una marcada tendencia creciente y lejana del objetivo de su autoridad monetaria. La excepción es México, donde la variación anual de los precios se mantuvo por debajo del 3% (la meta del Banco de México) durante todo el segundo semestre de 2015. Pese a esto, la autoridad monetaria incrementó su tasa de política en diciembre y otra vez en febrero de 2016.

C. PROYECCIONES PARA 2016

Para 2016 se espera que el crecimiento de la demanda externa continúe siendo modesto por cuenta del bajo dinamismo de las economías emergentes, el cual no sería compensado por la lenta expansión que se prevé para las economías desarrolladas.

Se anticipa que el PIB estadounidense crecía a un ritmo similar al observado en 2015, gracias a un buen comportamiento del gasto de las familias y de la inversión residencial. Estos rubros seguirían favorecidos por el bajo precio de

El gasto de los hogares en los Estados Unidos sería el principal motor de crecimiento de este país.

los combustibles y por las mejoras del mercado laboral, las cuales mantendrían elevado el ingreso disponible de las familias. El impulso de estos componentes compensaría la moderación de las exportaciones netas y de la inversión no residencial, las cuales seguirían afectadas por la fortaleza del dólar y por la incertidumbre económica global.

En la zona del euro se espera que la recuperación de la economía continúe lentamente. Las medidas adoptadas por el BCE han permitido la mejora en la confianza y han restablecido en alguna medida el canal del crédito, lo cual favorecería el consumo privado y la inversión. Similar al caso estadounidense, se espera que el dinamismo de la demanda interna compense el mal comportamiento previsto para las exportaciones netas.

En relación con los países emergentes, en China se prevé que continúe la desaceleración de su crecimiento económico. Para el caso de América Latina se espera que se mantenga el comportamiento heterogéneo entre países para 2016. Por un lado, Chile, México y Perú presentarían un ligero repunte, aunque continuarían mostrando un bajo dinamismo con relación a lo observado en años anteriores, en la medida en que estas economías se seguirían ajustando al menor ingreso nacional por cuenta del choque a sus términos de intercambio. Por el otro, Brasil continuaría en recesión, por cuenta de la incertidumbre política, la pérdida del grado de inversión y los bajos niveles de confianza de inversionistas y consumidores. Entretanto, las economías de Ecuador y Venezuela se seguirían contrayendo a causa de su precaria posición fiscal y externa, la cual ha empeorado con los bajos precios internacionales del petróleo.

En este entorno, donde se espera que el crecimiento de la economía mundial para todo 2016 se mantenga muy débil, los riesgos se encuentran sesgados a la baja y son mayores que los que se percibían en los últimos años. El principal riesgo proviene de un mayor debilitamiento de las economías emergentes, como consecuencia de los efectos de los menores precios de los bienes básicos o de problemas de solvencia o liquidez ante un incremento en la volatilidad en los mercados financieros internacionales. De igual forma, no se puede descartar que la reciente turbulencia esté asociada con una mayor fragilidad del sistema financiero internacional, lo cual podría resultar en problemas de estabilidad financiera global, con sus subsecuentes efectos adversos sobre el crecimiento mundial.

Se espera que el crecimiento mundial para 2016 sea débil y con un balance de riesgos sesgado a la baja.

La desaceleración de los emergentes podría impactar la actividad real de las economías avanzadas más de lo esperado. Además, se podría presentar un incremento en la incertidumbre, generada por factores políticos con potenciales efectos sobre la confianza. Finalmente, no se puede descartar una sobrereacción de los mercados financieros globales a incrementos en la tasa de política de la Fed.

II. LA ECONOMÍA COLOMBIANA: RESULTADOS DE 2015 Y PERSPECTIVAS PARA 2016

Los choques que está enfrentando la economía colombiana generaron un deterioro en los términos de intercambio, en el ingreso nacional y en el balance comercial. Parte de estos choques fue absorbida por un fuerte ajuste del tipo de cambio.

Como parte del proceso de ajuste a las nuevas condiciones externas, la economía colombiana y la demanda interna se desaceleraron, creciendo 3,1% y 3,6%, respectivamente.

En este contexto la inflación anual al consumidor fue del 6,77% al cierre del año. El incremento se explicó por los impactos del fenómeno de El Niño y por el traspaso de la depreciación del peso a los precios.

El año 2015 fue uno de fuertes choques para la economía colombiana. En primer lugar, se registraron choques externos que llevaron al significativo deterioro de los términos de intercambio y del ingreso nacional del país, a la desaceleración de socios comerciales muy importantes para Colombia, y al aumento en el costo del financiamiento externo. En segundo lugar, se presentó un fenómeno de El Niño más intenso de lo esperado, el cual ha afectado la producción agrícola y los precios de los alimentos y de la energía.

Como respuesta a los choques externos, la economía inició un período de ajuste particularmente complejo, mientras estos persistían a lo largo del año. Ante la caída en el ingreso nacional, se desaceleró también el gasto del país, cuya demanda interna creció 3,6%, mientras que en 2014 lo había hecho en 6,0%. El mayor ajuste se registró en los rubros transables, en especial en la inversión en maquinaria y equipo, y en el consumo de bienes durables. De esta forma, en 2015 la economía creció 3,1%, cifra inferior en 1,3 pp al dato de 2014, lo que muestra el inicio de una senda de ajuste que tendrá que consolidarse en 2016.

En cuanto al balance externo, este logró mantenerse en niveles similares a los del año anterior, pese a los choques mencionados. Mientras que en 2014 el déficit en la cuenta corriente en millones de dólares ascendió a USD 19.593 m, cifra que ya

Como respuesta a los choques externos que se registraron desde mediados de 2014 y en 2015, la economía colombiana inició un período de ajuste complejo que tendrá que consolidarse en 2016.

El choque a los términos de intercambio fue absorbido en buena parte por un ajuste fuerte de la tasa de cambio, lo que presionó al alza el precio interno de los bienes transables y algunos costos de producción de bienes no transables.

reflejaba el deterioro causado por la caída de los términos de intercambio que ocurrió en la segunda mitad de 2014, en 2015 disminuyó y fue de USD 18.925 m. Este déficit refleja una caída importante de las exportaciones del país, resultado de los dos primeros choques externos descritos, las cuales descendieron en 33,0% a lo largo del año, presionadas por las ventas externas de origen mineroenergético (-46,8%) y por el mal comportamiento del resto (industriales, -11,6% y agrícolas, -1,2%). Esta caída se vio parcialmente compensada por: 1) la respuesta de las importaciones al ajuste de la demanda interna y al aumento del tipo de cambio que, junto con la reducción en los precios internacionales de varios productos, las llevaron a contraerse un 15,3%; 2) un aumento en las exportaciones de servicios y la fuerte corrección en las importaciones de estos, y 3) unos menores egresos netos por cuenta de la renta que se paga a los factores externos (dividendos al exterior, por ejemplo). El resultado neto fue una reducción leve del desbalance externo de la economía. Sin embargo, al medir esta cifra como porcentaje del PIB en dólares, el impacto de la depreciación sobre este último llevó el déficit a ampliarse del 5,2% a un 6,5%.

El choque a los términos de intercambio fue absorbido en buena parte por un ajuste fuerte de la tasa de cambio, lo que llevó a una depreciación nominal promedio del peso de 37,2% en el año. Esta presionó no solo el precio de los bienes transables de la economía, sino también los costos de producción de algunos bienes no transables, con lo cual sus efectos se han visto en todos los subíndices de inflación durante el año. Es así como se han observado aumentos en la inflación de bienes transables, no transables y también en los indicadores de inflación básica. Estos últimos suelen ser los que más responden a las fluctuaciones de la demanda; sin embargo, también están fuertemente influenciados por cambios en el nivel de la tasa de cambio, que en principio tiene efectos transitorios sobre la inflación.

Los fenómenos climáticos, por su parte, caracterizados por una amenaza inicial de ocurrencia de fenómeno de El Niño que se anticipaba de intensidad moderada, para luego convertirse en uno de los más severos de las últimas décadas, presionaron al alza los precios de los alimentos, en particular de los perecederos y de la energía (aunque las alzas de esta última también se explican por otros factores).

El resultado fue una inflación anual de 6,77%, presionada por los hechos mencionados y por la activación de mecanismos de indexación. Las expectativas de inflación a diferentes plazos se incrementaron y se ubicaron, en su mayoría, por encima del límite superior del rango meta durante el segundo semestre. A pesar de tratarse de fenómenos temporales, la intensidad y persistencia de los choques que han impactado la inflación incrementaron el riesgo de una convergencia más lenta a la meta, tanto por su impacto directo sobre los precios, como por su efecto en las expectativas y la indexación.

La intensidad y persistencia de los choques que afectaron la inflación en 2015 incrementaron el riesgo de una convergencia más lenta hacia la meta.

En síntesis, el aumento en los precios de los alimentos y el mayor nivel de la tasa de cambio y su traspaso parcial a los precios internos fueron los principales factores que explicaron el incremento de la inflación en 2015. Dada la intensidad y persistencia de estos choques, las expectativas de inflación aumentaron y se situaron por encima de la meta (3%). Al mismo tiempo, el riesgo de una desaceleración

de la demanda interna, más allá de lo coherente con la caída registrada del ingreso nacional, fue moderado. A pesar de los incrementos en la tasa de referencia, las medidas de tasa de interés real de política se redujeron, debido al aumento de las expectativas de inflación. Por su parte, el crédito interno se desaceleró, pero creció a tasas superiores comparadas con el aumento del producto.

Para 2016 el equipo técnico proyecta 2,7% como la tasa de crecimiento económico más probable, contenida en un rango entre 1,5% y 3,2%. Esta cifra tiene en cuenta una leve recuperación promedio de los socios comerciales del país, una producción de bienes y servicios exportables estimulados por el mayor nivel de la tasa de cambio, y una disminución en la financiación externa. La demanda interna continuaría ajustándose a un menor ingreso nacional. El déficit en la cuenta corriente se reduciría frente al observado en 2015 (tanto en dólares como relativo al PIB), financiado, principalmente, con recursos de inversión extranjera directa (IED).

En el primer semestre del presente año la inflación seguirá siendo alta, afectada por el fenómeno de El Niño, por el traspaso parcial del mayor nivel de la tasa de cambio a los precios internos y por la activación de algunos mecanismos de indexación. En el segundo semestre, y especialmente en el último trimestre de 2016, estos choques transitorios empezarían a diluirse, lo que, junto con las acciones de política monetaria, conducirán a la inflación al rango meta en 2017.

A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

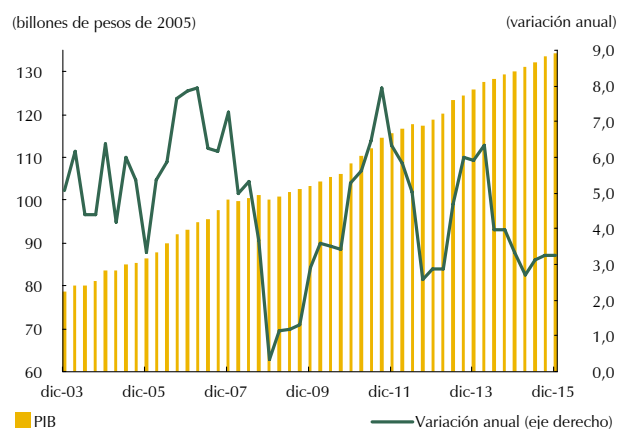
1. Evolución de la actividad económica en 2015

De acuerdo con la información más reciente sobre crecimiento, publicada por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), la economía colombiana registró un ritmo de expansión anual de 3,1% en 2015 (Gráfico 12),

menor que el observado en 2014 (4,4%). Pese al menor dinamismo en 2015, el ritmo de expansión de la economía colombiana se destacó entre los registros de varias de las principales economías de América Latina (véase capítulo I).

Como se mencionó en la introducción de este capítulo, en este período el país siguió enfrentando una reducción de sus términos de intercambio, la cual se inició a mediados de 2014 y se profundizó en 2015. Adicionalmente, en este último año se hicieron presentes otros choques negativos, dentro de los que sobresalen el debilitamiento de la demanda de varios de los socios comerciales, una menor disponibilidad de liquidez internacional para las economías emergentes y un fenómeno de El Niño severo.

Gráfico 12
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Así, en 2015 la demanda interna se desaceleró de 6,0% en 2014 a 3,6%, principalmente por un menor desempeño de la inversión. Esta redujo su tasa de crecimiento de 11,6% a 2,6%, mientras que el consumo privado lo hizo de 4,2% a 3,8%. Por su parte, las importaciones en pesos constantes pasaron de crecer 7,8% en 2014 a 3,9% en 2015 y las exportaciones de -1,3% a -0,7%.

En particular, el choque de los precios internacionales del petróleo afectó de manera directa los ingresos del Gobierno Nacional, lo que lo obligó a ajustar sus planes de gasto e inversión para cumplir con un déficit compatible con la regla fiscal. Asimismo, como se explica en la sección C de este capítulo, las consecuencias del fenómeno de El Niño sobre la oferta de alimentos y la depreciación del peso colombiano frente al dólar estadounidense castigaron significativamente los precios.

Así las cosas, el consumo del Gobierno registró una expansión menor que la observada en años anteriores. Algo similar sucedió con el gasto privado, pues el consumo de los hogares también se desaceleró, aunque en menor medida (Cuadro 1). Para este rubro del PIB el componente que más contribuyó a la desaceleración fue el consumo de bienes durables. La depreciación acumulada del peso propició un aumento en los precios de estos bienes, en detrimento de las cantidades transadas.

Además del consumo, también se observó una desaceleración importante en la inversión, sobre todo en aquella de bienes de capital para la industria (Cuadro 1). La

Cuadro 1
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2014	2015				2015
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
Consumo total	4,3	4,1	3,7	4,4	3,6	3,9
Consumo de hogares	4,2	4,4	3,8	4,3	3,0	3,8
Bienes no durables	3,2	4,4	4,1	4,6	3,4	4,1
Bienes semidurables	3,1	5,7	2,8	5,6	4,5	4,6
Bienes durables	13,5	5,1	1,4	(4,8)	(8,4)	(2,0)
Servicios	4,7	4,4	4,2	4,5	3,7	4,2
Consumo final del Gobierno	4,7	1,9	2,2	3,3	4,0	2,8
Formación bruta de capital	11,6	6,5	0,8	3,4	0,2	2,6
Formación bruta de capital fijo	9,8	7,3	3,6	0,5	(0,0)	2,8
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	1,5	(5,4)	(3,0)	0,2	2,7	(1,5)
Maquinaria y equipo	7,1	0,6	(2,0)	(0,3)	(5,3)	(1,8)
Equipo de transporte	10,0	41,3	6,0	3,1	(5,1)	9,4
Construcción y edificaciones	7,7	2,3	10,1	(8,2)	8,0	2,7
Obras civiles	14,0	3,7	7,2	7,6	2,5	5,2
Servicios	11,0	1,9	4,6	(3,3)	0,7	0,9
Demanda interna	6,0	4,4	3,1	4,2	2,6	3,6
Exportaciones totales	(1,3)	4,1	(0,2)	(5,2)	(1,0)	(0,7)
Importaciones totales	7,8	12,3	(0,7)	7,4	(2,9)	3,9
PIB	4,4	2,7	3,1	3,2	3,3	3,1

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En 2015 se observó una desaceleración importante de la inversión, sobre todo en aquella de bienes de capital para la industria.

dinámica observada en este renglón de la economía fue consistente con los menores precios del petróleo y con los niveles más elevados de la tasa de cambio. En contraste, la inversión en construcción, en particular la de obras civiles, se expandió, en un contexto de altos niveles de ejecución de recursos por parte de los gobiernos regionales y locales, así como por un buen desempeño de la inversión en distintos proyectos de infraestructura.

Con respecto a las cuentas de comercio exterior, las exportaciones reales (en pesos) de bienes de origen minero cayeron, sobre todo en el caso de las petroleras y de carbón. Además, el debilitamiento de la demanda externa condujo a una disminución de las exportaciones manufactureras, según lo sugieren las cifras en volumen, pese a la depreciación del peso. La suspensión de las operaciones de la refinería de Cartagena (Reficar) también afectó las ventas de productos refinados del petróleo durante gran parte del año.

Las importaciones, por su parte, aumentaron en el año completo, aunque en el cuarto trimestre presentaron una caída, lo que guarda relación con la desaceleración de la demanda interna, dado el proceso de ajuste por el que atraviesa la economía colombiana. De acuerdo con los registros oficiales, los rubros que presentaron la mayor reducción fueron los de bienes de capital y de consumo durable.

Por ramas de actividad se evidenció una recomposición durante la segunda mitad del año, lo que favoreció la producción transable, tal como cabía esperar tras la fuerte depreciación del peso. En particular, el PIB transable se aceleró de 0,9% a 2,0% del primer al segundo semestre, mientras que el no transable se mantuvo en 4%. Sin embargo, en el año completo las ramas de mayor dinamismo fueron la construcción, el comercio y los servicios financieros, mientras que la industria manufacturera y la minería presentaron una expansión por debajo de sus promedios desde el año 2000 (2,8% y 3,8%, respectivamente) (Cuadro 2).

El dinamismo del sector de la construcción (3,9%) se explicó por el buen comportamiento de las obras civiles (5,4%), puesto que la construcción de edificaciones mostró un escaso crecimiento para todo el año (2,1%). Esto obedece al retroceso de las edificaciones no residenciales en la segunda mitad del año.

Durante la segunda mitad del año se registró una recomposición de la producción en favor de los sectores transables, acorde con la depreciación acumulada del peso.

En lo que respecta al comercio, aunque su crecimiento estuvo por encima del de la economía, se debe señalar la marcada desaceleración de las ventas hacia el final del año, en particular de vehículos, las cuales cayeron 13% en 2015. No obstante, en esta rama el turismo parece haberse visto favorecido por la depreciación del peso. El PIB de hoteles y restaurantes se aceleró frente a 2014 y mostró una expansión de 5,5%. Según la Aeronáutica Civil (Aerocivil), el número de pasajeros durante 2015 aumentó 10,1% para viajes nacionales y 10,7% para los internacionales. Adicionalmente, de acuerdo con el Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, por vía terrestre el desplazamiento también se incrementó. En particular, durante diciembre de 2015 transitaban 4.414.285 vehículos por los peajes del país, lo que representa un crecimiento de 8,8% anual. Todo ello contribuyó a que el

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

Sector	2014	2015				2015
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim	IV trim	Año completo
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3,1	1,8	2,5	4,3	4,8	3,3
Explotación de minas y canteras	(1,1)	0,2	4,2	(0,3)	(1,4)	0,6
Industria manufacturera	0,7	(1,8)	(0,2)	3,2	4,0	1,2
Electricidad, gas y agua	3,4	2,2	1,5	4,0	4,0	2,9
Construcción	10,5	3,1	8,2	0,4	4,3	3,9
Edificaciones	8,1	2,1	8,9	(8,2)	6,8	2,1
Obras civiles	13,4	3,6	7,4	7,7	2,9	5,4
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,1	4,9	3,6	4,6	3,6	4,1
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	4,7	2,8	0,4	2,0	0,5	1,4
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	5,7	4,9	3,8	4,2	4,2	4,3
Servicios sociales, comunales y personales	5,2	2,7	2,5	3,2	3,4	2,9
Subtotal valor agregado	4,3	2,6	3,0	3,0	3,2	3,0
Impuestos menos subsidios	5,6	4,1	4,0	4,5	3,5	4,0
PIB	4,4	2,7	3,1	3,2	3,3	3,1

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

porcentaje de habitaciones ocupadas durante el fin de año superara el 62%, según información de la Asociación Hotelera y Turística de Colombia (Cotelco).

Por otra parte, el PIB de servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas continuó creciendo a una tasa relativamente alta (4,3% en el año). Dada su participación en el PIB (19,6%), este sector siguió siendo, como viene sucediendo desde hace varios años, uno de los que más aportó a la expansión de la economía. Finalmente, los sectores minero y manufacturero enfrentaron algunos choques de oferta negativos durante lo corrido del año. En el sector minero, problemas de orden público en contra de la infraestructura petrolera, junto con inconvenientes para el transporte de la producción carbonífera y de petróleo, afectaron el comportamiento sectorial. La producción creció 1,5% durante el año para el petróleo y cayó 3,5% para el carbón.

En la industria, durante buena parte del año el cierre de Reficar implicó una contracción significativa de la producción de derivados de petróleo cuya participación ha sido cercana al 12% del PIB manufacturero. Al excluir la refinación de petróleo, la industria creció 1,6% en el año y se aceleró en el segundo semestre, con una expansión anual cercana al 3,1% frente al 0% de la primera mitad.

2. Perspectivas de la economía colombiana para 2016

Para 2016 se espera que la economía colombiana siga en su senda de ajuste al enfrentar niveles más bajos del ingreso nacional, en un contexto de una demanda externa poco dinámica y una menor liquidez internacional.

Para 2016 se espera que la economía colombiana siga en la senda de ajuste, en un contexto de bajo crecimiento de los socios comerciales y encarecimiento de los recursos externos de financiación.

Con respecto a los factores externos, en principio la demanda de los socios comerciales del país crecería a una tasa muy baja, pero levemente mayor que la del año anterior, al tiempo que los precios de los principales bienes básicos exportados por Colombia presentarían niveles significativamente menores que los observados en 2015. El acceso a la liquidez internacional se encarecería por cuenta del incremento registrado en las primas de riesgo de las economías emergentes y por el aumento esperado de las tasas de interés de la Fed en los Estados Unidos. A esto se suma la posibilidad de menores entradas de recursos por concepto de IED hacia los sectores de explotación minera, dadas las perspectivas de precios más bajos y de un crecimiento más lento de la demanda mundial por este tipo de bienes básicos. En consecuencia, todo lo anterior tendería a reducir los flujos de capital hacia el país, lo que estaría acorde con el ajuste esperado en la cuenta corriente y en el gasto interno.

En particular, en el caso del consumo público, el equipo técnico del Banco de la República espera una expansión (en pesos constantes) en 2016 menor que la registrada en 2015. De acuerdo con anuncios recientes, para el año en curso se realizarían aplazamientos adicionales de los gastos de funcionamiento e inversión en el presupuesto del Gobierno Nacional Central (GNC) cercanos a los seis billones de pesos. Este ajuste se da con el fin de cumplir con la meta de déficit fiscal de 3,6% del PIB que permite la regla fiscal.

Para el gasto en formación bruta de capital impulsado por el sector público, también se espera una desaceleración frente a 2015. La inversión en obras civiles contribuiría de manera positiva a la expansión del PIB, aunque a un ritmo menor que el observado a lo largo de 2015. Esta dinámica estaría relacionada con la ejecución de recursos ya comprometidos en distintos proyectos de inversión en infraestructura vial y aeroportuaria que se vienen adelantando a lo largo del territorio nacional, y con el desembolso de algunos pagos asociados con los proyectos adjudicados en el marco de las vías de cuarta generación (4G). Por su parte, en el caso de edificaciones, la segunda versión del Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo (PIPE 2.0), propuesto por el Gobierno Nacional, sumada a la ampliación del subsidio a la tasa de interés para la compra de vivienda nueva, contribuiría a que en 2016 se consolide una expansión aceptable de la construcción de vivienda con fines sociales.

Por el lado del gasto privado se prevén ajustes reales en la inversión y, en menor medida, en el consumo privado.

Por el lado del gasto privado, también se prevén ajustes reales, mayores para el caso de la inversión que para el consumo. En materia de formación bruta de capital, el equipo técnico prevé una contracción de la inversión en maquinaria industrial y en equipo de transporte. En lo que a estos rubros concierne, además del menor financiamiento externo y del deterioro de la dinámica del ingreso disponible, la depreciación acumulada del peso y la transmisión de los recientes ajustes de la postura monetaria en Colombia a las tasas de interés de mercado tendrían efectos reales sobre el desempeño del gasto en este tipo de bienes.

Con respecto al consumo privado, la depreciación del peso y el alza en los precios al consumidor continuarían impactando negativamente la capacidad

En 2016 las exportaciones netas aportarían de manera positiva a la expansión del PIB, debido a menores importaciones y por el mejor desempeño previsto para las exportaciones.

adquisitiva del ingreso de los hogares, lo que contribuiría a que en 2016 se registren desaceleraciones adicionales en el ritmo de expansión de este renglón del PIB. En particular, el equipo técnico prevé caídas del gasto en consumo de bienes durables y semidurables, rubros para los cuales el componente importado tiene alta participación. El consumo de bienes no durables y de servicios registraría tasas de crecimiento más bajas que en 2015. Un deterioro adicional en las condiciones del mercado laboral, en congruencia con una nueva realidad de crecimiento económico, puede reforzar el debilitamiento del consumo. Además, si la reforma tributaria anunciada se aprueba, podría contribuir a la moderación del consumo de los hogares.

En 2016 las importaciones (en pesos constantes) deberán reducirse debido a la contracción que se prevé en la inversión en equipo de transporte, en bienes de capital para la industria, y en el consumo de bienes durables y semidurables. Adicionalmente, la entrada en operación de Reficar permitiría la sustitución de algunas importaciones de combustibles. Por otro lado, las exportaciones reales deberían registrar una dinámica superior a la observada en 2015 por cuenta de la recuperación de los socios comerciales. Sin embargo, las ventas externas de materias primas (sobre todo de petróleo, carbón, y en menor medida de café) podrían mantenerse estancadas en 2016. Con todo lo anterior, las exportaciones netas aportarían de manera positiva a la expansión del PIB.

Por el lado de la oferta se prevé que la depreciación acumulada del peso dinamice varias de las ramas productivas transables. En particular, la industria se vería beneficiada por el aumento de la competitividad de los productos nacionales y por el proceso de sustitución de importaciones.

Por el lado de la oferta, se estima que la depreciación acumulada del peso debería dinamizar varias de las ramas productivas transables. En especial, se espera un crecimiento de la industria para 2016 mayor que el observado en 2015. La reapertura de Reficar debería impulsar, de forma significativa, la expansión del PIB de derivados de petróleo, cuya participación en el PIB industrial total es cercana al 12%. En el escenario central de crecimiento el impacto de dicha apertura podría situarse alrededor de 5,2 pp y de 0,6 pp para el PIB industrial y el PIB total, respectivamente. Para la industria, excluyendo refinación, se prevé una recuperación importante durante 2016, que estaría sustentada en el efecto que la depreciación acumulada tenga sobre la competitividad de los productos nacionales y en la medida en que se profundice el proceso de sustitución de importaciones. Además, el importante esfuerzo de inversión realizado por el sector en años anteriores también garantiza cierta holgura en la capacidad productiva, lo que hace viable una expansión de la producción en 2016.

En lo que respecta al sector agropecuario se prevé un crecimiento moderado. En el caso del café, su expansión sería inferior a la observada en 2015, por un efecto de alta base de comparación, a pesar de que las ganancias en productividad debidas a la renovación de cafetales y a las inversiones realizadas en años anteriores permitirán mantener una producción históricamente alta (entre 14 y 15 millones de sacos de 60 kilogramos). Para los otros productos agrícolas y para el grupo de animales vivos y productos animales se observaría una desaceleración importante con riesgo a la baja debido al impacto que el fenómeno de El Niño pueda tener sobre la oferta agrícola y sobre el sacrificio de ganado, en especial durante el primer semestre del año.

La construcción, en particular de obras civiles, seguirá contribuyendo al crecimiento económico, de la mano de las primeras adjudicaciones de las concesiones 4G.

La construcción deberá seguir impulsando el crecimiento económico. Como ya se mencionó, la puesta en marcha de las primeras adjudicaciones de las concesiones 4G mantendría el dinamismo de la construcción de obras civiles en la economía colombiana. Adicionalmente, se espera que con los recursos de las regalías⁴ los gobiernos locales sigan realizando pagos para carreteras y otras obras de ingeniería, los cuales también aportarían al crecimiento de las obras civiles. En el caso de las edificaciones, se estima una expansión moderada, respaldada por los programas del Gobierno mencionados.

Por el contrario, la minería reportaría un crecimiento casi nulo. Aunque no se han anunciado metas de producción de carbón para 2016, se estima que escasamente ésta se mantenga en los niveles de 2015 debido al entorno de precios bajos y una disminución de los flujos de capital que afrontan las firmas productoras del mineral. Para el petróleo se espera que la producción se sitúe en 955 miles de barriles diarios en promedio para todo el año 2016, lo que lo que representaría una caída anual cercana al 3%. Esta cifra es similar y consistente con las previsiones de producción que tiene el gremio privado, la Agencia Internacional de Energía y el Gobierno (en sus cuentas fiscales). El resultado sectorial anticipa un pobre desempeño para 2016, que estaría lejos de las tasas de expansión de dos dígitos que se observaron durante el auge minero de finales de la década pasada.

Con base en todo lo anterior, la proyección del crecimiento del PIB en el escenario más probable se ubica alrededor de 2,7% para 2016, en un rango entre 1,5% y 3,2%. La amplitud del intervalo de pronóstico refleja la incertidumbre relacionada con el comportamiento de la economía mundial y de los términos de intercambio, con el desempeño del consumo público y de la inversión en obras civiles, así como con el efecto que tenga una posible reforma tributaria mediante distintos canales, lo que impactaría la dinámica del consumo e inversión privados.

B. MERCADO LABORAL

La proyección del crecimiento del PIB en el escenario más probable se ubica alrededor de 2,7% para 2016, en un rango entre 1,5% y 3,2%.

En términos generales, el mercado laboral tuvo un comportamiento favorable durante 2015, pese a la desaceleración del crecimiento económico. En el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de marzo de 2015 para todo el año se anticipaba una desaceleración del empleo y una reducción menor de la tasa de desempleo (TD) que la observada en años anteriores. Estas proyecciones fueron confirmadas por los datos observados. En promedio para el año la TD en los diferentes dominios estuvo cerca a sus mínimos desde 2001, fecha a partir de la cual existen datos comparables. Sin embargo, los indicadores mostraron un quiebre en sus tendencias. La principal expresión de este fenómeno se observó en la TD, la cual dejó de caer hacia el segundo semestre. Lo anterior se debe a que el ritmo de creación de empleo se desaceleró, pese a que sus incrementos siguieran siendo

⁴ Este impulso se espera, dado que para el año 2016 los recursos del Sistema General de Regalías (SGR) se deben ejecutar de acuerdo con el presupuesto bienal aprobado para los años 2015 y 2016.

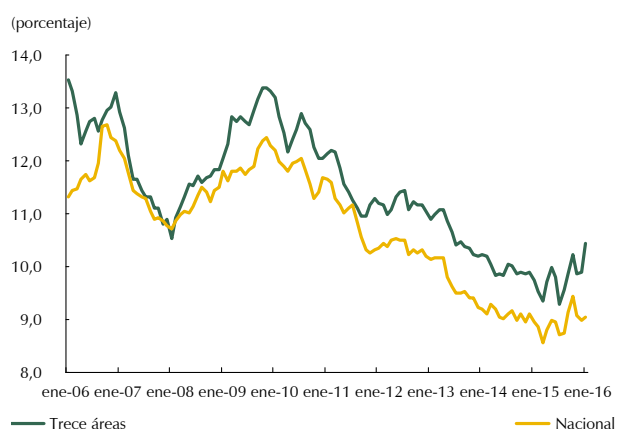
explicados por el comportamiento de los trabajos de mayor calidad, asalariados y formales⁵.

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.

1. Desempleo

Las series trimestre móvil⁶ corregidas por estacionalidad muestran una leve tendencia ascendente en la TD desde el segundo semestre de 2015. Este comportamiento se observó tanto en el total nacional como en las trece principales áreas metropolitanas (Gráfico 13).

Gráfico 13
Tasa de desempleo
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

2. Oferta y demanda de trabajo

El comportamiento del desempleo puede explicarse a partir de la interacción entre la oferta, resumida por la tasa global de participación (TGP), y la demanda, entendida como la tasa de ocupación (TO). Durante 2015 las series desestacionalizadas de la TGP y la TO de las trece áreas disminuyeron con respecto a los altos niveles alcanzados en 2014, en particular a partir

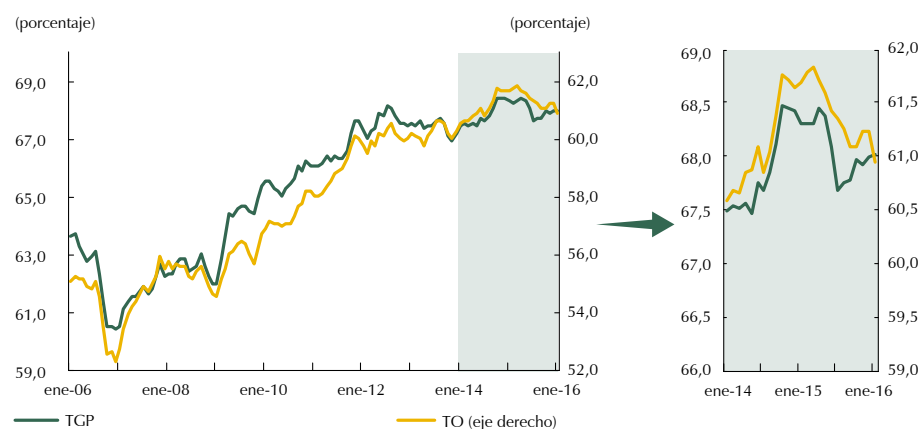
del segundo trimestre del año (Gráfico 14). Sin embargo, la caída de la TO fue más pronunciada, y sería la principal razón por la que la TD empezó a aumentar a partir del segundo semestre.

La caída de la TO es resultado de un empleo que se desaceleró, aunque continuó creciendo a un ritmo relativamente bueno, teniendo en cuenta la menor expansión de la economía. Así, el número de ocupados durante 2015 creció en promedio 2,4% anual en el total nacional y en las cabeceras urbanas, 2,3% en las áreas rurales y 2,1% en las trece áreas. No obstante, en los últimos meses la desaceleración fue más fuerte en las trece principales áreas metropolitanas, donde el empleo creció 0,8% anual en el trimestre terminado en diciembre y 0,3% anual en el terminado en enero de 2016 (Gráfico 15).

5 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 (definición DANE-Organización Internacional del Trabajo). Cuando este *Informe* se refiere a trabajadores formales y asalariados, es con respecto a los que cumplen ambas condiciones.

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

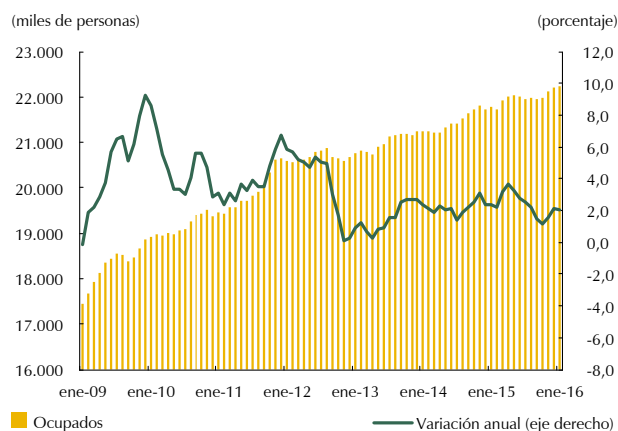
Gráfico 14
Tasa global de participación (TGP) y tasa de ocupación (TO)
(desestacionalizadas, trece áreas)



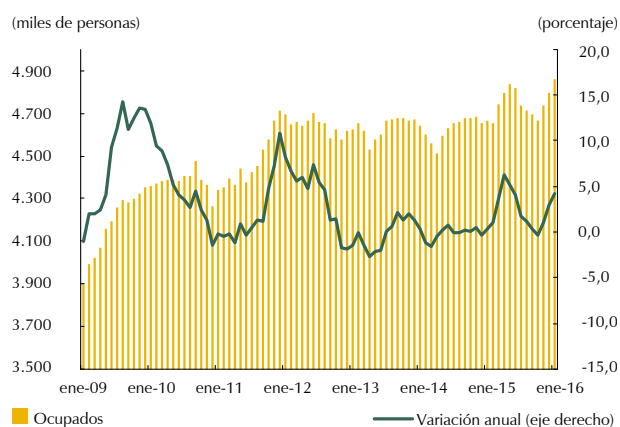
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 15
Número de ocupados y variación anual
(trimestre móvil desestacionalizado)

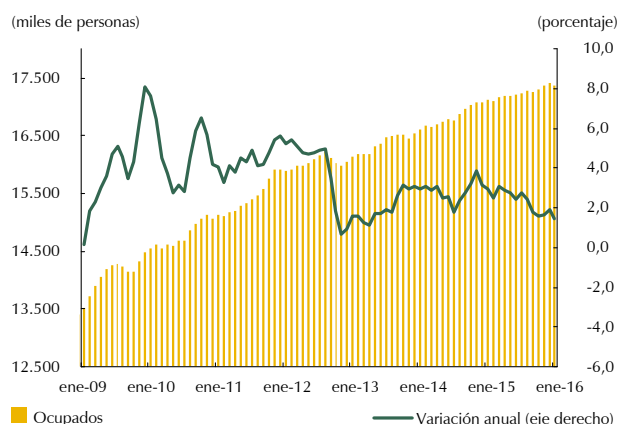
A. Total nacional



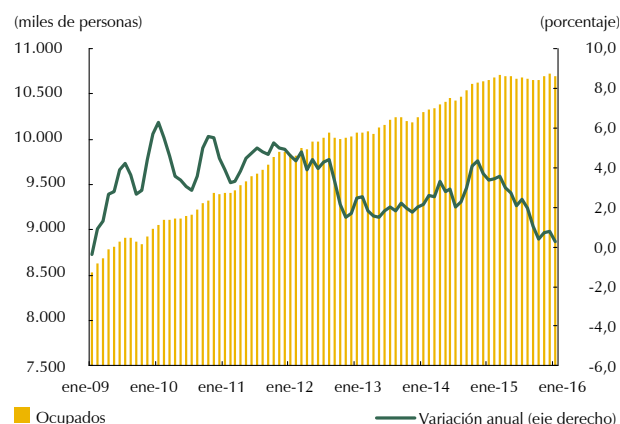
B. Áreas rurales



C. Cabeceras urbanas



D. Trece principales áreas metropolitanas



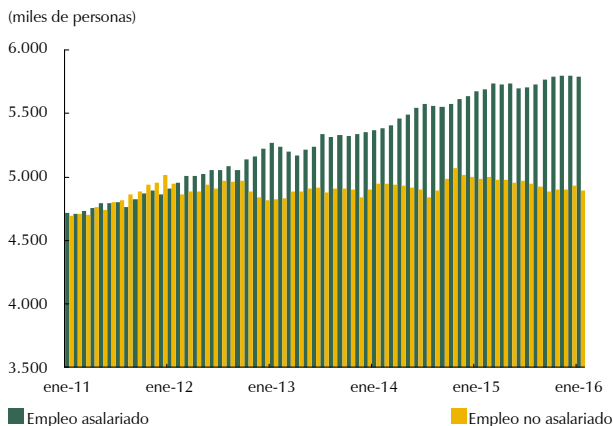
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Al desagregar por rama de actividad económica se observa que, en promedio, durante 2015 la creación de empleo fue impulsada por el sector comercio y de actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler. La construcción también contribuyó en forma importante a la creación de empleo durante el año. La única rama que restó a la generación de empleo en 2015 fue la minería. Adicionalmente, se observó alguna aceleración en ciertos sectores que podrían estar en posición de beneficiarse de la depreciación del peso. Por ejemplo, la agricultura pasó de tener una contribución negativa a la generación de empleo de 2014 a una positiva en 2015.

3. Calidad del empleo y condiciones del mercado laboral

A pesar del menor crecimiento del empleo que se observó en 2015, las variables asociadas con su calidad siguieron mejorando, ya que tanto la formalidad como el número de trabajadores asalariados aumentaron durante 2015. Los incrementos de la formalidad y del empleo asalariado suelen asociarse con avances en materia de calidad del empleo, puesto que los trabajadores de este tipo disfrutaban de una mayor estabilidad laboral, remuneraciones más altas y un mejor acceso al crédito, lo que a su vez impulsa la confianza y el consumo de los hogares.

Gráfico 16
Empleo por tipo de ocupación
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



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

La mayoría del empleo generado durante el año fue asalariado, el cual creció en las trece áreas a una tasa anual del 4,1%, mientras que el no asalariado se contrajo un 0,1% anual en promedio (Gráfico 16). Por su parte, el porcentaje de trabajadores formales de las trece áreas se ubicó en promedio en un 52,8%, aumentando 1,0 pp con respecto al mismo período del año anterior. Este desempeño no se alteró en la segunda mitad del año.

4. Costos laborales y salariales

Durante 2015 los ajustes salariales fueron moderados. Entre enero y diciembre los salarios nominales del comercio aumentaron en promedio un 3,9% anual. En cuanto a la industria, el incremento promedio anual del mismo período fue del 6,5%. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que, debido a un cambio metodológico, la nueva serie de salarios nominales de la industria presenta ajustes mucho mayores que en el pasado (Gráfico 17).

En cuanto a la construcción pesada y de vivienda, los salarios nominales registraron una expansión anual promedio de 3,8% y 4,1%, respectivamente. En enero de 2016 se observó una aceleración importante de la remuneración a los trabajadores de ambos tipos de construcción, probablemente ligada al incremento del salario mínimo (Gráfico 18).

Gráfico 17
Índice de salarios nominales: industria y comercio
(variación anual)

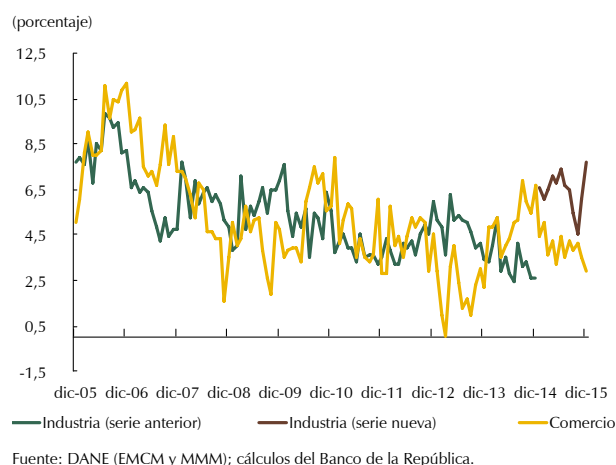
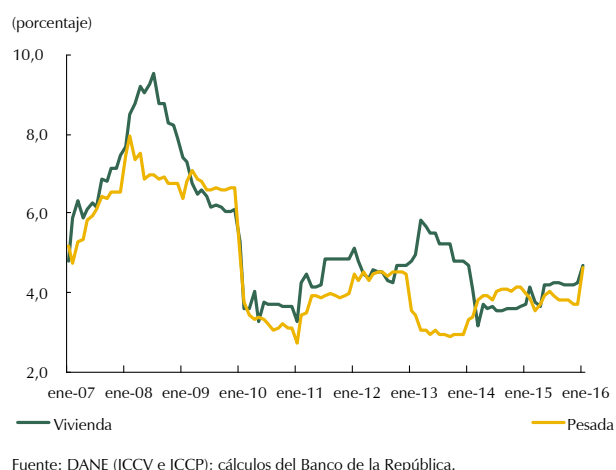


Gráfico 18
Índice de salarios nominales: construcción pesada y vivienda
(variación anual)



5. Expectativas para 2016

La información disponible para 2016 al momento de escribir este informe corresponde al mes de enero, en el cual se observó un incremento importante de la TD, que se ubicó en un 11,9% para el total nacional frente al 10,8% en el mismo período de 2015. El incremento fue especialmente alto en el caso de las trece áreas, en donde la TD pasó de 11,8% a 14,1%.

Así, dada la menor proyección de crecimiento del PIB para 2016, es probable que la desaceleración del empleo sea mayor que la observada en el año anterior. Hay que tener en cuenta que las variables del mercado laboral usualmente responden con rezago a los cambios de la actividad económica, por lo que es probable que en el futuro la TD exhiba una tendencia ascendente más fuerte que la observada hasta ahora. Pese a ello, también es posible que los salarios se incrementen a tasas más altas, debido a sus mecanismos de indexación, a la inflación causada y al aumento del salario mínimo para 2016 (7,0%).

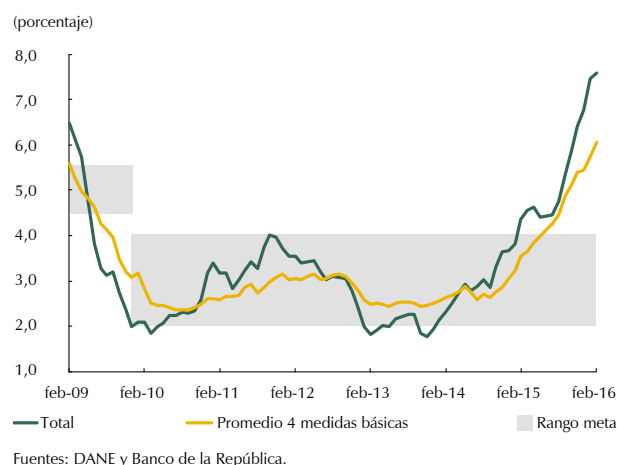
En suma, no se descarta un deterioro de las condiciones del mercado laboral para 2016 asociado con la desaceleración de la demanda y del empleo. Además, es posible que los mayores ajustes salariales ejerzan presiones alcistas sobre los precios, que contribuyan a la persistencia de la inflación en el primer semestre de 2016. Sin embargo, a medida que los choques transitorios sobre los precios se disipen (véase la sección C de este capítulo), los ajustes salariales deberán volver a niveles consistentes con la meta de inflación.

C. INFLACIÓN

1. La inflación en 2015

La inflación anual al consumidor presentó una fuerte tendencia al alza durante todo 2015 y se mantuvo por encima del 3,0%. Al cierre del año se situó en 6,77%, un nivel que no se veía desde febrero de 2009. Como se mencionó en la introducción de este capítulo, durante estos doce meses los precios al consumidor estuvieron sometidos a dos choques principales: la depreciación del peso y el fenómeno climático de El Niño, los cuales han sido más persistentes e intensos que lo esperado. Por esta razón, aunque los pronósticos del equipo técnico del Banco y de los analistas del mercado anticipaban un aumento de la

Gráfico 19
Inflación total al consumidor e inflación básica



inflación, los resultados superaron las previsiones por un margen importante (Gráfico 19 y Cuadro 3).

Durante el año los aumentos de precios fueron generalizados y se reflejaron también en un importante repunte de la inflación básica. Así lo muestran los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República, cuyo promedio a diciembre de 2015 alcanzó la cifra de 5,43%, mayor en 237 puntos base (pb) al de un año atrás y la más alta desde febrero de 2009 (5,59%). Al igual que con la inflación total, todos los indicadores de inflación básica tuvieron una aceleración importante a partir de junio. En el caso específico de la variación anual del IPC sin alimentos, esta pasó de 3,26% en diciembre de 2014 a 3,72% en junio y a 5,17% en diciembre de 2015 (Cuadro 3).

Los choques de depreciación y de clima que afectaron la inflación se manifestaron en el primer semestre del año y se acentuaron en el segundo. En el primer caso, su tras-paso a la inflación al consumidor se ha efectuado directamente al afectar los precios de los bienes de consumo importados o de aquellos que son sus sustitutos cercanos, e indirectamente vía costos, al impactar los de producción de bienes que son intensivos

Cuadro 3
Indicadores de inflación al consumidor
(porcentaje)

Descripción	Ponderación	Dic-14	Mar-15	Jun-15	Sep-15	Dic-15	Ene-16	Feb-16
Total	100	3,66	4,56	4,42	5,35	6,77	7,45	7,59
Sin alimentos	71,79	3,26	3,46	3,72	4,58	5,17	5,54	5,88
Transables	26	2,03	3,46	4,17	5,90	7,09	7,39	6,97
No transables	30,52	3,38	3,56	3,98	4,27	4,21	4,46	4,86
Regulados	15,26	4,84	3,25	2,55	3,30	4,28	5,02	6,35
Alimentos	28,21	4,69	7,37	6,20	7,30	10,85	12,26	11,86
Perecederos	3,88	16,74	21,57	10,73	14,95	26,03	31,31	27,42
Procesados	16,26	2,54	5,99	6,00	6,71	9,62	10,22	10,26
Comidas fuera del hogar	8,07	3,51	3,59	4,45	4,73	5,95	6,78	7,09
Indicadores de inflación básica								
Sin alimentos		3,26	3,46	3,72	4,58	5,17	5,54	5,88
Núcleo 20		3,42	3,70	4,24	4,73	5,22	5,56	6,25
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos		2,76	3,95	4,54	5,28	5,93	6,13	6,41
Inflación sin alimentos ni regulados		2,81	3,52	4,06	4,95	5,42	5,69	5,75
Promedio de los indicadores de inflación básica		3,06	3,65	4,14	4,89	5,43	5,73	6,07

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Los choques de depreciación y clima se acentuaron en el segundo semestre de 2015.

en insumos y materias primas importadas. El resultado ha sido alzas en los precios de un amplio conjunto de bienes, donde sobresalen los denominados transables, con varios alimentos incluidos (por ejemplo cereales, aceites, huevo y pollo), y cuya variación anual se situó en 7,71% en diciembre frente a 2,27% un año atrás. En el caso del IPC sin alimentos ni regulados, el aumento de la variación anual también fue sustancial: de 2,81% en diciembre de 2014 a 5,42% en diciembre del siguiente año.

La depreciación también se ha sentido en otras subcanastas como la de no transables y regulados, vía costos principalmente. Al respecto, un indicador de costos como el índice de precios al productor (IPP) mostró en 2015 un alza considerable que en buena parte obedece al efecto de la depreciación del peso: la variación anual del IPP pasó de 6,33% a finales de 2014 a 9,57% en diciembre de 2015; uno de sus componentes, el IPP importado directamente afectado por la depreciación, aumentó aún más (de 7,87% a 18,04% en el mismo lapso). Este fenómeno también empezó a golpear las tarifas de los servicios públicos regulados como la energía y el gas domiciliario en 2015, entre otros, al impactar al IPP, pues esta última variable influye en algunos de los componentes de las fórmulas de regulación. En el caso de la gasolina, sin embargo, su ajuste fue a la baja (-7,34% de variación anual a fin de año) pues el efecto de la depreciación fue compensado con creces por la caída en los precios internacionales de los combustibles.

Los precios de todos estos rubros afectados por la tasa de cambio han tendido a aumentar por encima de las previsiones efectuadas por el equipo técnico del Banco de la República. Hasta finales de 2015 y comienzos de 2016 estos errores de pronóstico parecerían estar más relacionados con la subestimación de la tasa de cambio en sí, que con la magnitud de la transmisión de la depreciación a los precios, la cual sigue siendo relativamente baja comparada con la observada en otros países de la región.

Con respecto al factor climático, desde inicios de 2015 se estimaba que la probabilidad de que surgiera un fenómeno de El Niño hacia la segunda mitad del año era significativa. Sin embargo, en un comienzo los expertos en meteorología consideraban que su intensidad sería moderada, por lo cual se proyectaba un efecto relativamente pequeño sobre los precios al consumidor en Colombia, al replicar situaciones similares en el pasado. Solo a partir de agosto, con la información disponible a la fecha, las agencias meteorológicas modificaron su evaluación del fenómeno, viendo una alta probabilidad de que su intensidad fuera fuerte y previendo que sería uno de los más severos de las últimas cinco décadas. Un fenómeno de El Niño con estas características tiende a afectar de manera significativa los precios al consumidor en el país como lo sugiere lo acontecido en el anterior evento de intensidad fuerte, ocurrido entre 1997 y 1998.

La depreciación ha tenido efectos directos en la canasta de bienes transables y, vía costos, sobre las canastas de no transables y regulados.

En Colombia el déficit de lluvias se comenzó a sentir desde inicios de 2015 y continuó en el segundo semestre. La información del Instituto de Hidrología, Meteorología y Estudios Ambientales de Colombia (Ideam) muestra que las precipitaciones estuvieron, en promedio, cerca de un 10% por debajo de lo

El fenómeno de El Niño, la depreciación y las restricciones a la importación tuvieron un efecto notable sobre los precios de los alimentos.

observado en un año normal⁷. La escasez de lluvia coincidió con una aceleración significativa de los precios de los alimentos perecederos, que son los más golpeados por el fenómeno. Esta situación, al igual que la depreciación del peso, como ya se mencionó, además de las restricciones a las importaciones, incidieron en un incremento notable de los precios de los alimentos en conjunto, cuya variación anual se situó en 10,85% en diciembre de 2015 frente a 6,20% en junio y 4,69% en diciembre de 2014. Así, los aumentos de estos precios fueron los que más contribuyeron al incremento de la inflación en 2015 (Cuadro 3).

En el segundo semestre de 2015 el fenómeno de El Niño también empezó a tener incidencia en los precios de la energía, fundamentalmente en los de Bolsa. Estos se transfieren gradualmente a los precios al consumidor en caso de que las alzas en el mercado mayorista se sostengan, algo que había sucedido en buena medida. De todas maneras, no todas las alzas que se reportaron en las tarifas reguladas de energía (8,95%) y gas domiciliario (19,38%) en 2015 pueden ser atribuidas a este fenómeno y habrían obedecido a otros factores (en el caso del gas, sobre todo a cuellos de botella en su producción y transporte).

La depreciación del peso y el fenómeno de El Niño generan choques directos sobre los precios de un amplio conjunto de bienes y servicios que además tienen repercusiones indirectas sobre la inflación, en la medida en que activan mecanismos de indexación subyacentes en los contratos de precios y salarios. Existe alguna evidencia que apunta a que en 2015, sobre todo en la segunda mitad del año, la indexación ejerció presiones alcistas sobre varios precios de la canasta al consumidor y contribuyó al aumento de la inflación anual. Es el caso de varios componentes de la subcanasta de no transables sin alimentos ni regulados, como arriendos y servicios de educación y de salud, donde los ajustes se aceleraron de manera importante, no solo a comienzos del año respondiendo al aumento de la inflación en 2014, sino especialmente durante el transcurso de 2015 al reflejar la aceleración de la variación de los precios en este año. Así por ejemplo, el rubro de arriendos, que representa casi el 20% de la canasta del consumidor y cuya variación anual había exhibido una gran estabilidad en años anteriores, se aceleró de 2,97% en diciembre de 2014 a 3,27% en junio y 3,80% a finales de 2015. A su vez, la variación total del subgrupo de no transables sin alimentos ni regulados aumentó de 3,38% a 4,21% en estos doce meses, el primer aumento significativo y sostenido de este indicador desde 2007 (Cuadro 3).

La activación de mecanismos de indexación ejerció presiones adicionales sobre la inflación total en 2015.

Finalmente, los costos laborales no parecen haber inducido un aumento importante de la inflación en 2015. Como se señaló en la sección precedente de este capítulo, los salarios se ajustaron a tasas compatibles con la meta de inflación.

7 Según las mediciones en trece estaciones meteorológicas ubicadas en áreas productoras de alimentos que se utilizan en los modelos del Banco.

2. Perspectivas para 2016

La inflación en 2016 seguirá afectada por el traspaso de la depreciación a los precios, y por el efecto del fenómeno de El Niño en la oferta agropecuaria y la disponibilidad de energía. En principio estos dos choques generan alzas por una sola vez en el nivel de precios y, por tanto, afectan de manera transitoria la inflación anual. Sin embargo, en esta oportunidad dichos choques han sido persistentes y su efecto sobre los precios al consumidor no se ha agotado aún. En efecto, la depreciación ha sido considerable y se ha extendido por un amplio período (desde mediados de 2014 a la fecha); además, el fenómeno de El Niño es de gran intensidad y con una duración

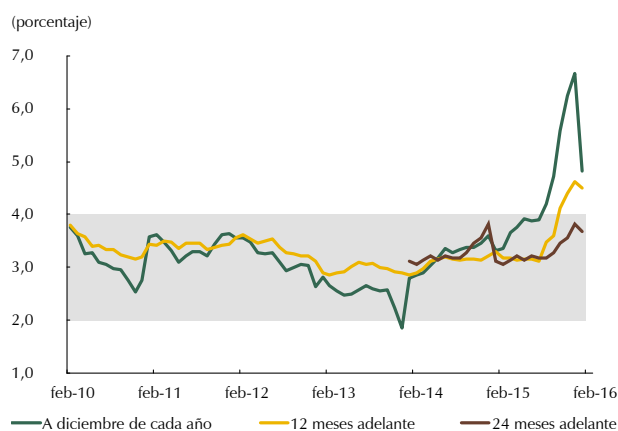
probablemente más larga que la usual. A ello se suma el hecho de que se ha presentado en etapas sucesivas y ha superado significativamente las previsiones efectuadas en trimestres anteriores.

En este entorno, las expectativas de inflación, sobre todo las de corto plazo, han aumentado de manera importante según los resultados de diversas encuestas y medidas recogidas por el Banco de la República en los últimos dos trimestres (gráficos 20 a 22). De hecho, la probabilidad de que hoy en día se encuentren desancladas de la meta es significativa de acuerdo con algunos estudios del equipo técnico de la entidad que se basan en la información obtenida a partir de los títulos de deuda pública (TES)⁸.

Unas expectativas de inflación alta, junto con la existencia de un amplio conjunto de precios que todavía tienen mecanismos de indexación, en buena parte automáticos, llevan a que los choques transitorios por depreciación y clima tengan efectos más persistentes que lo previsto, en especial teniendo en cuenta el alto registro de inflación a finales de 2015. Esta circunstancia, sumada a la intensidad de los choques, ha hecho que la senda de inflación prevista para este año y el próximo se haya revisado al alza y que la convergencia de la inflación a la meta sea más lenta.

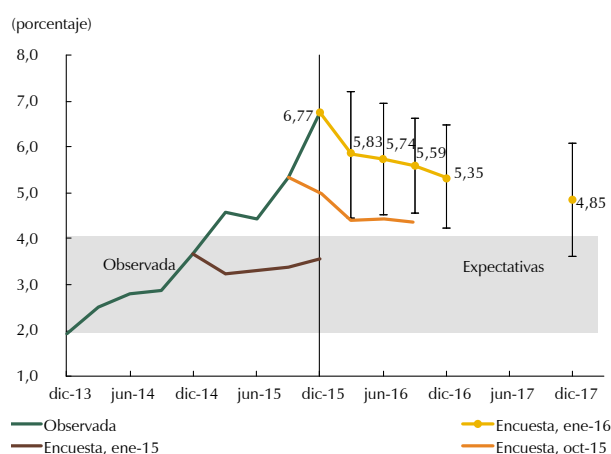
Los resultados del IPC para los dos primeros meses de 2016 estarían confirmando lo anterior. En este período la inflación anual al consumidor mantuvo una tendencia ascendente, que fue más marcada que lo que los analistas del mercado y el equipo técnico del Banco

Gráfico 20
Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa



Fuente: Banco de la República.

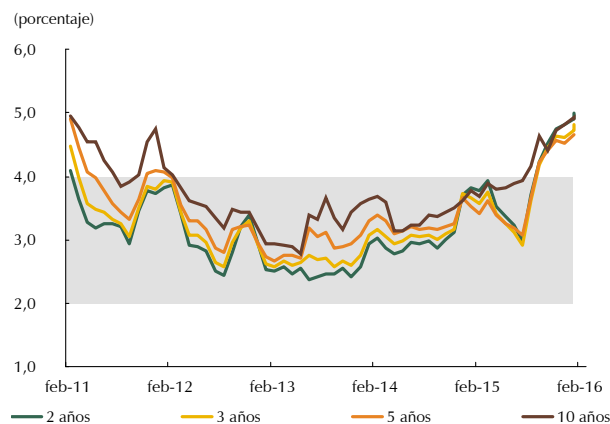
Gráfico 21
Inflación esperada según la Encuesta trimestral de expectativas económicas
(a tres, seis, nueve, doce y veinticuatro meses)



Nota: alrededor de cada expectativa se presenta su respectiva desviación estándar.
Fuente: Banco de la República (Encuesta trimestral de expectativas económicas).

8 Guarín, A.; Hamann, F.; Rodríguez, D. (2015, inédito). “De-anchoring of Inflation Expectations”, Banco de la República.

Gráfico 22
Expectativas de inflación derivadas de los TES
(a dos, tres, cinco y diez años)
(promedio mensual)^{a/}



a/ Metodología Nelson y Siegel.
Fuente: Banco de la República.

de la República anticipaban. A febrero el indicador se situó en 7,59%, el más alto nivel desde diciembre de 2008 (7,67%).

Las mayores presiones al alza de nuevo se centraron en los precios de los alimentos, sobre todo los perecederos, que son los más afectados por el clima, pero también en los de origen importado, cuyos precios siguen aumentando como respuesta a la depreciación del peso. En enero y febrero la depreciación acumulada en 2015 y la observada a comienzos de 2016 también siguió presionando los precios de los bienes transables y, vía costos, los de un número importante de bienes y servicios no transables con alto componente importado. Por otro lado, las tarifas de energía, y sobre todo las de gas domiciliario, tuvieron reajustes significativos, algo atribuible, en parte, a la mayor

presión sobre los recursos energéticos que ha generado el bajo nivel de lluvias consecuencia del fenómeno de El Niño.

Asimismo, en estos dos meses se ha hecho evidente que la activación de los mecanismos de indexación está ejerciendo una presión creciente sobre los precios al consumidor. Esto resulta más claro en el caso de servicios como los de salud (consulta médica, servicios de hospitalización, pagos complementarios), educación (matrículas y pensiones), diversión (fútbol), arriendos, comida fuera del hogar y, en alguna medida, en las tarifas de servicios públicos, donde los resultados han tendido a superar los pronósticos. Hay que recordar que los ajustes de precios en buena parte de estos ítems suelen concentrarse en el primer trimestre de año.

Hacia adelante se espera que los alimentos perecederos sigan enfrentando una oferta reducida hasta mediados de año, por lo que las presiones alcistas sobre sus precios se mantendrán en los meses que vienen. Solo hasta que ceda el fenómeno de El Niño y se normalicen las siembras y la producción, deberá verse una corrección, algo que sucedería en el segundo semestre de 2016 y en especial durante el cuarto trimestre. Por otro lado, con un tipo de cambio estable en los niveles observados a comienzos de año (promedio de COP 3.321 frente al dólar en enero y febrero), la transmisión de la depreciación a los precios al consumidor continuará generando aumentos en la variación anual del IPC de transables y de un buen número de ítems no transables hasta el segundo o tercer trimestres, esto teniendo en cuenta que dicha transmisión opera con un rezago de entre uno y tres trimestres.

La indexación también seguirá manteniendo la inflación anual al alza y en el caso específico de los no transables implicará una variación anual creciente, pese a que el equipo técnico del Banco estima una brecha del producto negativa mayor en 2016 que en 2015, por lo que la demanda no deberá ejercer presiones adicionales

La inflación total continuaría aumentando y alcanzaría un máximo entre el segundo y tercer trimestre de 2016, con una convergencia hacia la meta en 2017.

sobre los precios. A lo anterior se suman las presiones que continuarán observándose en el IPC de regulados mediante las tarifas de gas y de energía, por los problemas de oferta que seguirían enfrentando estos sectores en buena parte del año. Lo anterior, pese a que se esperan descensos en los precios de la gasolina, gracias a las bajas cotizaciones internacionales de los combustibles.

En general, los factores anteriores harán que la inflación anual al consumidor aumente frente a los valores registrados en febrero y alcance un máximo entre el segundo y el tercer trimestre. Luego, la corrección de los precios de los alimentos, junto con la presencia de una brecha del producto negativa y las acciones de política monetaria (las cuales deben inducir un descenso de las expectativas de inflación), harán posible que los actuales niveles comiencen a reducirse en la segunda mitad del año. El proceso de convergencia hacia la meta, se prolongaría al 2017, cuando también se espera que continúe la corrección de los precios de alimentos.

En cuanto a los riesgos, el escenario central podría sobreestimar la senda de pronóstico, sobre todo a partir del segundo semestre de 2016, en vista de las dificultades que pesan sobre el crecimiento económico, entre otras (véase la sección A de este capítulo). Asimismo, no se puede descartar que el efecto del fenómeno de El Niño se adelante y el pico de los precios de los alimentos ocurra antes de lo pronosticado. En el mismo sentido, ante ajustes muy grandes en estos precios como los que se estarían experimentado, pueden seguir descolgadas más marcadas que las aquí previstas si el estímulo sobre la oferta resulta siendo considerable. Pese a todo lo anterior, el ajuste del salario mínimo para 2016 en 7,0%, aún en el contexto de un mercado laboral holgado, sería un factor de riesgo en dirección contraria, ya que podría aumentar la inercia de la inflación y demorar la convergencia a la meta. Algo similar puede afirmarse con respecto al ajuste de los salarios de empleados oficiales, que para este año fue de 7,7%.

D. TASAS DE INTERÉS Y SECTOR FINANCIERO

1. Comportamiento de las tasas de interés durante 2015

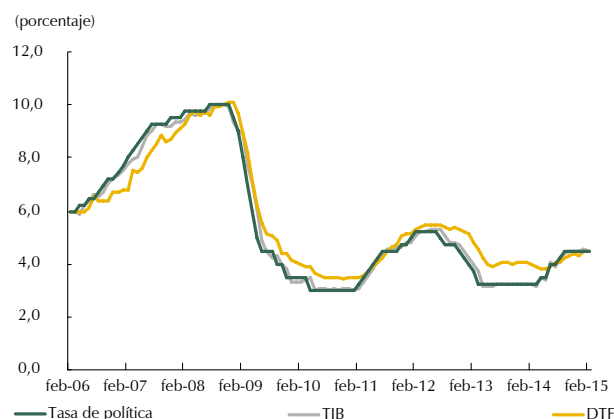
a. *Tasas de interés bancarias*

Al igual que en 2014, la tasa de intervención del Banco de la República se incrementó 125 pb en 2015. Entre septiembre y diciembre del año anterior se realizaron cuatro aumentos consecutivos: 50 pb en octubre y los restantes de 25 pb cada uno (septiembre, noviembre y diciembre). De esta forma, la tasa de interés repo a un día, que había permanecido estable desde septiembre de 2014 en 4,5%, en diciembre de 2015 se situó en 5,75% (Gráfico 23).

En 2015 la tasa de interés interbancaria a un día (TIB) aumentó 125 pb (Gráfico 23). En el mismo período los incrementos de las tasas de interés de los certificados

Entre septiembre y diciembre de 2015 la tasa de interés de intervención se incrementó en 125 pb.

Gráfico 23
Tasa de interés de intervención del Banco de la República,
tasa interbancaria (TIB) y DTF^{a/}



a/ La tasa de intervención y la TIB corresponden al cierre del mes; la DTF al promedio.
Fuente: Banco de la República; cálculos con información de la Superintendencia Financiera de Colombia.

de depósito a término (CDT: 146 pb) y de la tasa activa promedio (177 pb) superaron las alzas de la tasa de referencia.

A finales de 2015 la transmisión de los incrementos de la tasa de interés de referencia hacia las tasas de mercado se aceleró. En efecto, entre septiembre y diciembre de 2015 las tasas de interés de los CDT total y activa total registraron incrementos de 90 pb y 110 pb respectivamente (Cuadro 4), aumentos superiores a los registrados en todo 2014. En los últimos cuatro meses de 2015 las mayores alzas en las tasas de interés de los préstamos ocurrieron en los créditos comerciales (preferenciales 158 pb, tesorería 114 pb y ordinario 80 pb), mientras que las tasas de interés de los hogares registraron los aumentos más moderados (tarjeta de crédito 7 pb, créditos hipotecarios 44 pb y consumo 76 pb).

Una metodología para calcular la tasa de interés real es restar alguna medida de la inflación esperada, como por ejemplo un promedio de las medidas de expectativas de inflación. Según esta metodología, las tasas reales de los créditos a los hogares⁹ (consumo, hipotecario y tarjetas de crédito) registraron descensos en 2015, mientras que las comerciales aumentaron (ordinario, tesorería y preferencial) (Gráfico 24, panel A). Otra metodología es descontar de las tasas de interés activas y pasivas la inflación total observada; según esta, todas registraron un descenso en 2015 (Gráfico 24, panel B). Con ambos métodos todas las tasas reales (excepto tesorería y tarjeta de crédito deflactada con expectativas) se encuentran por debajo de su nivel promedio histórico.

En lo corrido de 2016 al cierre de febrero la JDBR incrementó la tasa de referencia en dos ocasiones más, con lo cual entre septiembre de 2015 y febrero de 2016 la tasa aumentó 175 pb. En el primer bimestre de 2016 la transmisión a las tasas activas y a las pasivas continuó, y al descontar el promedio de expectativas de inflación, las tasas reales aumentaron con respecto a finales de 2015. Cuando se deflacta con la inflación total, las tasas reales registraron un descenso (excepto la de crédito comercial), pero menor que el observado en todo 2015. En la reunión del 18 de marzo la JDBR incrementó en 25 pb adicionales su tasa de referencia, dejándola en 6,50%.

9 Se utiliza el promedio de varias medidas de expectativas de inflación como deflactor: a 1 año obtenida de la Encuesta mensual a analistas financieros, a 1 año obtenida de la Encuesta trimestral de expectativas económicas, las *break even inflation* (BEI) a 2 y a 3 años, y la *forward* BEI de 2 a 3 años.

Cuadro 4
Principales tasas de interés nominales del sistema financiero
(porcentaje)

Fecha	Tasa de interés de política (fin de mes)	Tasas pasivas (promedio mensual)		Tasas activas (promedio mensual)						
		DTF	CDT	Consumo	Hogares Hipotecario ^{a/}	Tarjeta de crédito ^{b/}	Ordinario	Preferencial	Tesorería	Tasa activa ^{c/}
Dic-13	3,25	4,06	4,40	17,63	10,77	28,90	10,24	7,03	6,88	9,96
Ene-14	3,25	4,03	4,46	18,22	10,90	28,45	10,75	7,01	7,07	11,06
Feb-14	3,25	3,97	4,39	17,68	10,94	28,08	10,26	7,02	6,97	10,64
Mar-14	3,25	3,89	4,35	17,45	10,97	27,89	10,49	7,00	7,11	10,58
Abr-14	3,50	3,81	4,18	17,19	11,10	27,82	10,50	6,88	6,83	10,57
May-14	3,75	3,79	4,30	17,23	11,14	28,24	10,48	6,96	6,95	10,61
Jun-14	4,00	3,94	4,34	17,41	11,24	27,98	10,46	7,00	6,93	10,41
Jul-14	4,25	4,06	4,48	17,23	11,31	27,91	10,82	7,41	7,28	11,39
Aug-14	4,50	4,04	4,60	17,10	11,30	27,39	10,74	7,34	7,73	11,15
Sep-14	4,50	4,26	4,65	17,28	11,08	27,34	10,93	7,38	7,59	11,34
Oct-14	4,50	4,33	4,69	17,06	11,21	27,01	10,99	7,57	7,50	11,14
Nov-14	4,50	4,36	4,69	17,08	11,05	27,15	10,91	7,58	7,44	10,97
Dic-14	4,50	4,34	4,59	16,70	11,09	27,71	10,60	7,77	7,37	10,55
Ene-15	4,50	4,47	4,85	17,75	11,03	27,49	11,19	7,81	7,43	11,71
Feb-15	4,50	4,45	4,88	17,36	11,09	27,18	10,76	7,43	7,94	11,13
Mar-15	4,50	4,41	4,75	17,40	11,09	26,87	11,18	7,73	8,33	11,33
Abr-15	4,50	4,51	4,90	17,24	11,05	26,98	11,07	7,81	8,17	10,95
May-15	4,50	4,42	4,93	17,16	11,16	27,73	11,07	7,70	8,40	11,51
Jun-15	4,50	4,40	4,75	17,17	11,09	27,75	11,08	7,55	8,17	10,98
Jul-15	4,50	4,52	4,83	16,85	10,93	27,56	11,08	8,04	8,41	11,64
Ago-15	4,50	4,47	5,38	16,84	10,90	27,13	10,82	7,76	8,50	10,84
Sep-15	4,75	4,41	5,14	16,88	10,82	27,22	11,14	7,82	8,57	11,23
Oct-15	5,25	4,72	5,66	17,27	10,99	27,71	11,07	8,06	8,84	11,61
Nov-15	5,50	4,92	5,85	17,60	11,16	27,94	11,52	8,72	9,14	12,15
Dic-15	5,75	5,24	6,05	17,64	11,26	27,98	11,94	9,40	9,71	12,33
Ene-16	5,75	5,74	6,46	18,63	11,62	28,34	12,65	9,55	10,27	12,93
Feb-16	6,25	6,25	7,07	18,45	11,87	28,14	12,61	10,70	10,63	13,33

a/ 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.

b/ No incluye consumos a un mes ni avances.

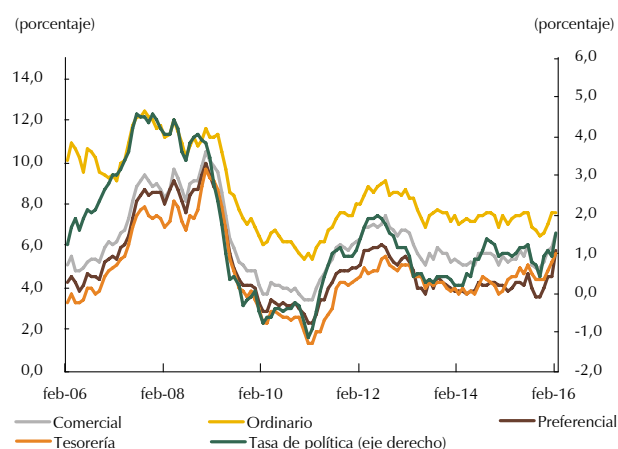
c/ Corresponde al promedio ponderado por monto de los créditos de consumo, ordinario, preferencial y tesorería. La ponderación del crédito de tesorería corresponde a un quinto de su desembolso semanal.

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

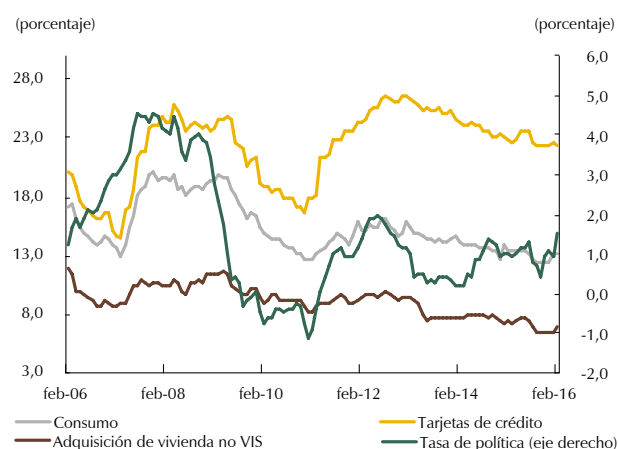
Gráfico 24
Tasas de interés activas reales

A. Tasas *ex ante* (deflactadas con expectativas de inflación)^{a/}

i. Créditos a las empresas

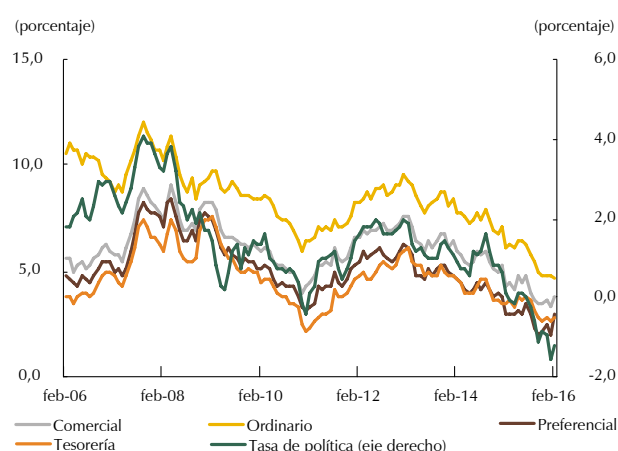


ii. Créditos a los hogares

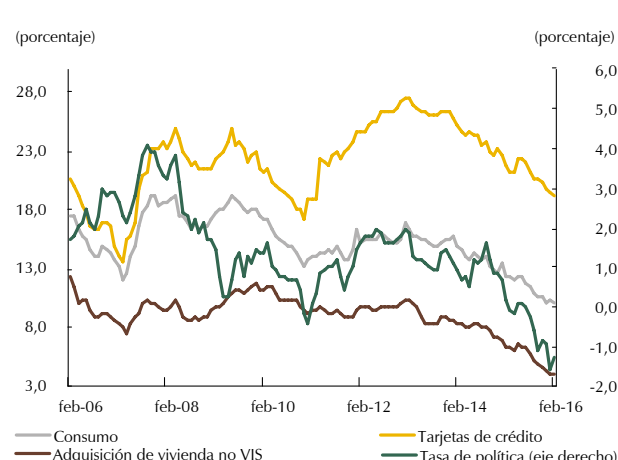


B. Tasas *ex post* (deflactadas con inflación observada)^{b/}

i. Créditos a las empresas



ii. Créditos a los hogares



Nota: corresponden a tasas promedio, excepto la tasa de política, que se presenta para el cierre del mes.

a/ Se utiliza el promedio de varias medidas de expectativas de inflación como deflactor: a 1 año obtenida de la *Encuesta mensual a analistas financieros*, a 1 año obtenida de la *Encuesta trimestral de expectativas económicas*, las *break even inflation* (BEI) a 2 y a 3 años, y la *forward BEI* de 2 a 3 años.

b/ Se utiliza el IPC total como deflactor.

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

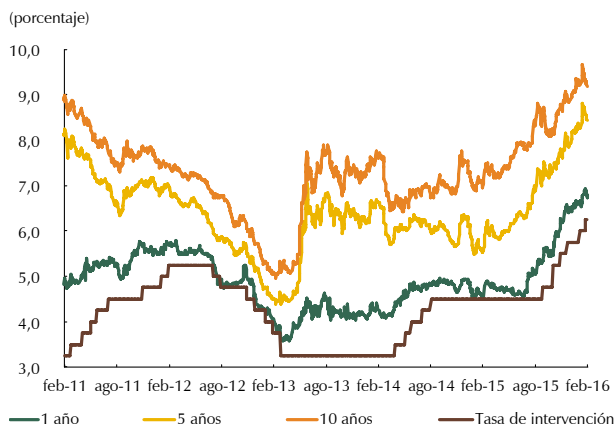
b. Mercado de deuda pública

El precio de los títulos emitidos por el Gobierno (TES) disminuyó durante 2015 y ha mantenido esta tendencia a la baja en lo corrido de 2016¹⁰. Las desvalorizaciones de los TES, en particular de los de corto plazo, han estado influenciadas por

10 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 COP 110 y su precio de mercado es COP 100, entonces su tasa de interés es de 10%. Si el precio de mercado del mismo título sube a COP 105, entonces su tasa baja ($4,8\% = (110/105) - 1$) porque al final se seguirá recibiendo los mismos COP 110.

Gráfico 25

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



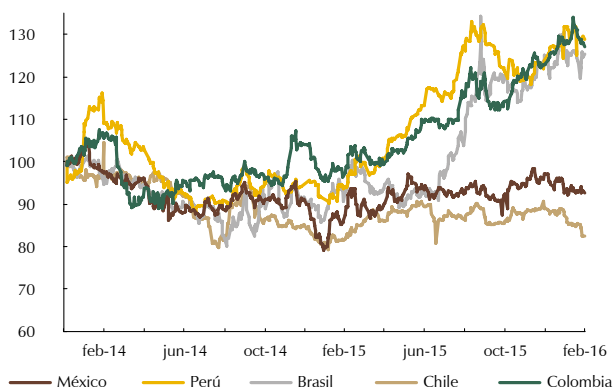
Fuentes: SEN y MEC; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 26

Índice de las tasas cero cupón a 10 años para algunos países de Latinoamérica y otros países emergentes

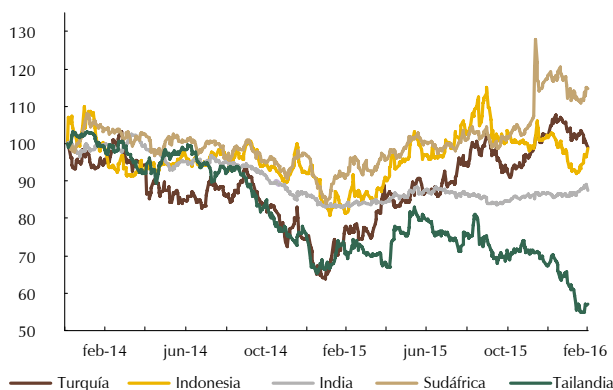
A. Latinoamérica

(base 100 = 2 de enero de 2014)



B. Otros países emergentes

(base 100 = 2 de enero de 2014)



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

el aumento de la tasa de política monetaria desde el segundo semestre de 2015 y por expectativas de mayores incrementos (Gráfico 25).

El comportamiento de los TES de mediano y largo plazos ha estado acorde con el de otros bonos soberanos de la región de similar vencimiento (Brasil y Perú), y en general con el de los bonos soberanos de las economías emergentes. En el año 2015 y hasta febrero de 2016 se desvalorizaron ante la disminución de los precios de las materias primas, en particular del petróleo y algunos metales, que afectan principalmente a los países de la región. A esto se sumó el deterioro económico local y global, y la incertidumbre en torno a los efectos de la normalización de la política monetaria de los Estados Unidos. Cabe mencionar que hubo episodios puntuales de valorizaciones ante el anuncio de estímulos por parte de algunos bancos centrales (Gráfico 26).

En relación con los factores locales, los TES de mediano y largo plazos también han estado influenciados por las mayores expectativas de inflación y la incertidumbre en torno al panorama fiscal colombiano, dada la importante reducción en los ingresos asociados con el sector petrolero, que podría implicar mayores necesidades de financiación por parte del Gobierno. Adicionalmente, la incertidumbre durante buena parte del año con respecto a la venta de la participación del Gobierno en Isagén, así como la mayor oferta de títulos (ante los anuncios y la realización de canjes de deuda)¹¹, pudo generar presiones adicionales sobre los precios de los títulos a lo largo de 2015. A pesar de las desvalorizaciones de los TES en 2015, la posición de los inversionistas extranjeros en el mercado local no disminuyó; de hecho, aumentó COP 5.327 miles de millones (mm)¹². En contraste, en lo corrido del año 2016 (hasta el 29 de febrero) se registraron ventas netas de TES de estos agentes por COP 904 mm¹³, lo que pudo afectar de manera negativa sus precios.

11 En junio se habían anunciado canjes hasta por COP 6 b, los cuales fueron realizados entre junio de 2015 y febrero de 2016.

12 En el mercado de *forwards* el saldo pasó de COP 2,9 b a COP 1,3 b y en el mercado *spot* pasó de COP 29,6 b a COP 36,5 b (fuente: Banco de la República).

13 En el mercado de *forwards* fueron compradores netos por aproximadamente COP 92 mm, y en el mercado *spot* fueron vendedores netos por COP 996 mm (fuente: Banco de la República).

En 2015 la principal fuente de financiación de la cartera de los establecimientos de crédito fueron los depósitos.

Ante la incertidumbre, tanto local como internacional, el dinamismo del mercado disminuyó en 2015, en particular a finales del año, cuando se presentaron las mayores desvalorizaciones. El monto promedio diario negociado del segundo semestre fue de COP 3,1 billones (b), inferior al observado el primer semestre (COP 6,2 b). En 2016 el mercado ha continuado con poco dinamismo y con algunas desvalorizaciones, debido a que, según algunos analistas, la incertidumbre fiscal ha sido reforzada por el aplazamiento de la presentación de la reforma tributaria para el segundo semestre del presente año.

2. Principales cuentas de los establecimientos de crédito¹⁴

Tanto la captación como la colocación de recursos por parte del sistema financiero son determinantes en la transmisión de las decisiones de política monetaria. En esta sección se presenta la evolución de los componentes más importantes del estado de la situación financiera de los establecimientos de crédito¹⁵, lo que permitirá explicar tanto la captación de recursos mediante depósitos (pasivos sujetos a encaje: PSE), como la evolución de su cartera e inversiones¹⁶.

A diferencia de 2014, en 2015 la principal fuente de financiamiento de los establecimientos de crédito (EC) fueron los depósitos (PSE), los cuales financiaron el crecimiento de la cartera, mientras que el monto (ajustado)¹⁷ de las inversiones lo mantuvieron relativamente estable. A finales del año la cartera en moneda nacional se aceleró, jalonada por la comercial, aunque en términos reales todas las modalidades perdieron dinámica debido al aumento de la inflación. La mayor demanda de PSE por parte de los EC presionó al alza las tasas de interés de los depósitos, en especial a finales de 2015, período en el cual el Banco de la República incrementó la tasa de interés de referencia (véase la sección anterior). Las tasas de interés de los créditos también aumentaron, en particular la de los préstamos a los hogares.

Al cierre de diciembre el saldo de los PSE fue de COP 360.662 mm (Gráfico 27), con una variación anual de COP 34.438 mm (10,6%). Los depósitos a la vista exhibieron aumentos mayores durante el segundo semestre del año, mientras

14 La información de los establecimientos de crédito se obtiene del formato 281 de la Superintendencia Financiera de Colombia. Las cifras corresponden al viernes 1 de enero de 2016, y las comparaciones anuales se realizan con respecto al viernes 2 de enero de 2015. 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.

15 Con la implementación de las NIIF, el balance general ahora se denomina estado de situación financiera.

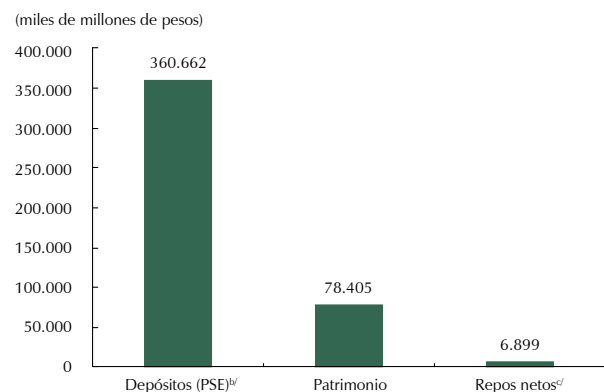
16 Para evitar saltos en las series, en esta sección no se incluyen las operaciones de cartera del Banco Mundo Mujer, el cual empezó a operar en febrero de 2015.

17 El ajuste sobre el saldo de las inversiones en moneda nacional se realizó para evitar saltos en la serie por la entrada en vigencia de las NIIF en 2015. El principal cambio obedeció a que gran parte del valor del crédito mercantil registrado hasta diciembre de 2014 se trasladó al saldo de las inversiones del sistema financiero.

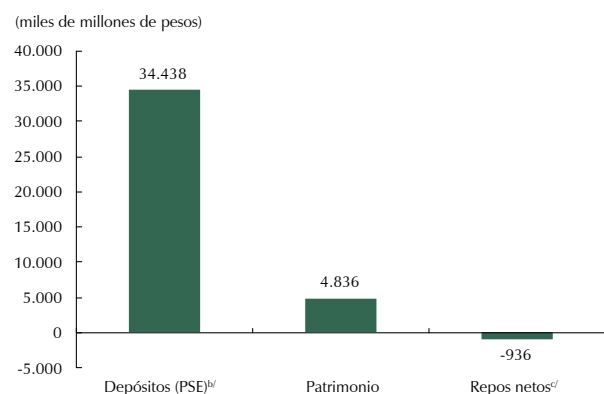
Gráfico 27

Repos netos, pasivos sujetos a encaje (PSE) y patrimonio de los establecimientos de crédito^{a/}

A. Saldos



B. Variaciones anuales



a/ Los saldos presentados corresponden al viernes 1 de enero de 2016 y las variaciones anuales se calculan con respecto al viernes 2 de enero de 2015.

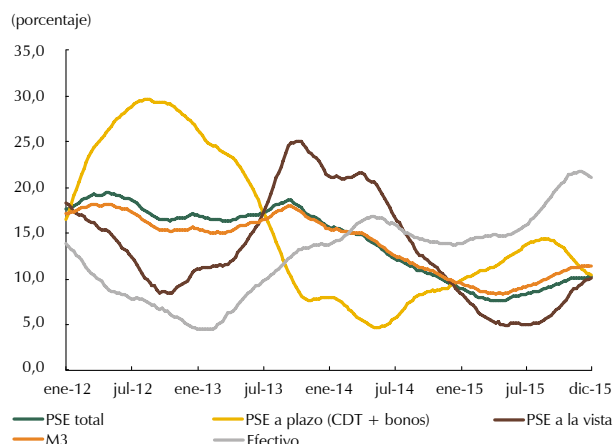
b/ Corresponde a depósitos en los establecimientos de crédito a la vista y a término.

c/ Netos de depósitos remunerados no constitutivos de encaje.

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

Gráfico 28

Crecimiento anual del M3, del efectivo y de los pasivos sujetos a encaje (PSE) (total, a la vista y a plazo) (promedio móvil de 13 semanas)



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

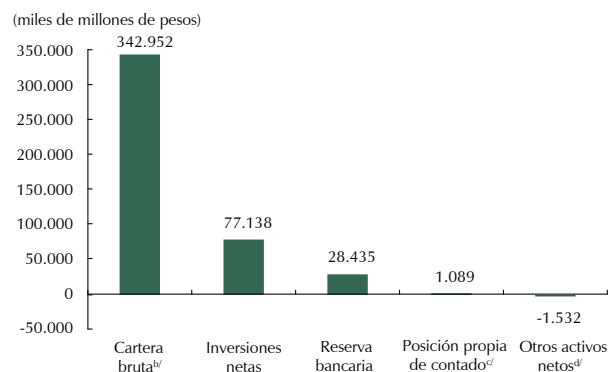
que la variación de los depósitos a plazo se desaceleró. Al finalizar 2015 ambos tipos de PSE presentaron variaciones nominales anuales similares (10,8% para los depósitos a la vista y 10,2% para los depósitos a término). El comportamiento de los PSE condujo a un crecimiento anual del M3 de 11,6% a finales de 2015. La mayor variación de este agregado frente a la de los PSE totales obedeció al mayor ritmo de expansión del efectivo durante todo 2015 (Gráfico 28).

Como se mencionó, la mayor variación de los activos de los EC se presentó en la cartera bruta en moneda nacional, COP 42.650 mm (14,2%)¹⁸. Por el contrario,

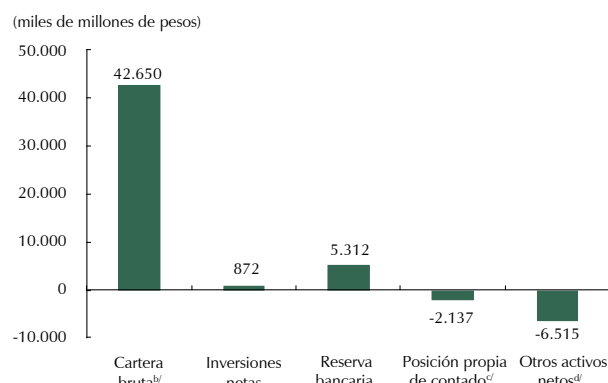
Gráfico 29

Principales activos de los establecimientos de crédito^{a/}

A. Saldos



B. Variaciones anuales



a/ Los saldos presentados corresponden al viernes 1 de enero de 2016 y las variaciones anuales se calculan con respecto al viernes 2 de enero de 2015.

b/ Corresponde al saldo de cartera de balance de los establecimientos de crédito. No incluye los préstamos a empleados.

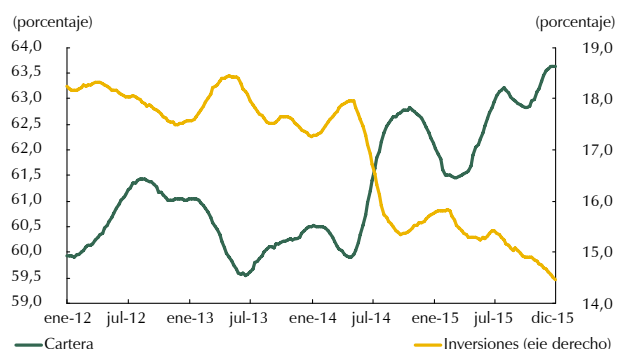
c/ No incluye comisionistas de bolsa. Las variaciones absolutas corresponden a las variaciones en dólares multiplicadas por la tasa de cambio promedio del período.

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

18

La serie de cartera se revisó para incluir ajustes por *leasing* operativo. Como consecuencia de la entrada en vigencia de las NIIF en 2015, una parte de este rubro se incluyó dentro de la cartera comercial.

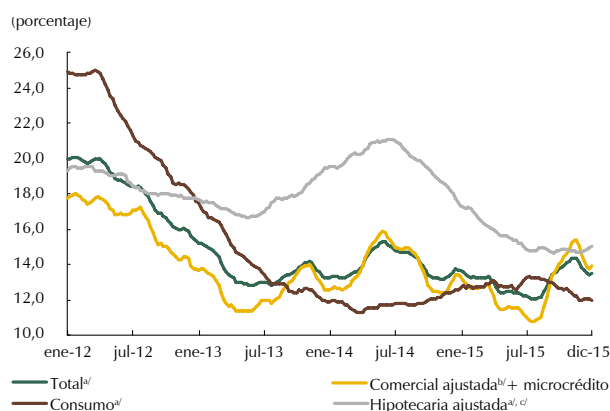
Gráfico 30
Cartera bruta e inversiones en moneda nacional como porcentaje del activo total^{a/}
(promedio móvil de trece semanas)



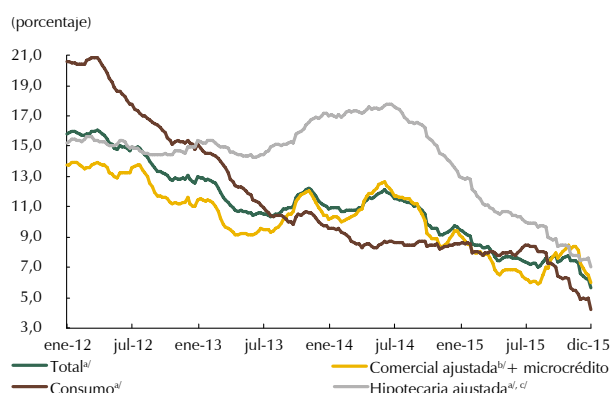
a/ Saldos ajustados para evitar saltos en las series por la entrada en vigencia de las NIIF. La cartera no incluye los préstamos a empleados.
Fuente: Banco de la República; cálculos con información de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Gráfico 31
Crecimiento anual de la cartera en moneda nacional por tipo
(promedio móvil de 4 semanas)

A. Nominal



B. Real (deflactada con el IPC total)



a/ No incluye los préstamos a empleados.

b/ Incluye ajustes por *leasing* operativo.

c/ Incluye titularizaciones de cartera hipotecaria.

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

el saldo ajustado de las inversiones en moneda nacional se incrementó en COP 872 mm (1,1%) durante 2015 (Gráfico 29). Lo anterior resultó en un aumento en la participación de la cartera en moneda nacional dentro del total de activos de las entidades y en una reducción en la participación de las inversiones, también en moneda nacional (Gráfico 30).

Al incluir ajustes en la cartera de balance de los EC por titularizaciones de préstamos hipotecarios, *leasing* operativo y ventas de cartera para manejo a través de derechos fiduciarios, la cartera en moneda nacional fue de COP 347.793 mm en diciembre de 2015, con una variación anual de 13,9% (COP 42.522 mm) (Gráfico 31, panel A). En términos reales, la cartera en moneda nacional, al igual que todas las modalidades, se desaceleró debido al aumento de la inflación (Gráfico 31, panel B).

Por componentes, el ritmo de crecimiento de la cartera destinada a las empresas (comercial + microcrédito) se aceleró durante la segunda mitad del año, lo cual jalonó la cartera ajustada en su conjunto. Este comportamiento obedeció a “la suscripción del préstamo sindicado entre la empresa Éxito S. A. y algunas entidades del sistema financiero por un monto hasta de COP3,5 b y por la sustitución de fuentes de fondeo [...]”¹⁹. De esta forma, la variación anual de esta modalidad fue de un 14,5% en diciembre de 2015 frente al 12,7% un año antes.

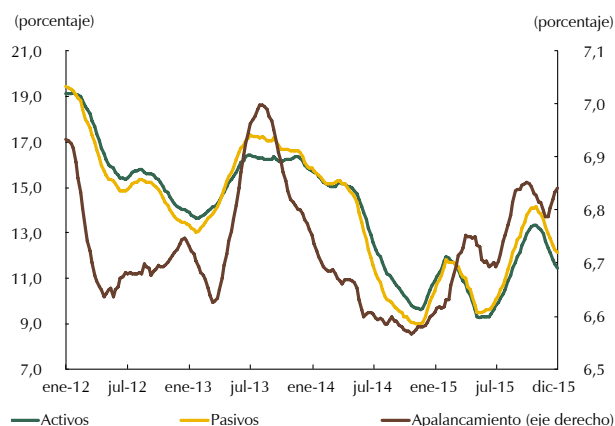
Por su parte, el crecimiento de los créditos a los hogares se desaceleró durante el segundo semestre de 2015. De esta forma, la cartera hipotecaria ajustada mostró una variación anual de 15,4% a finales de 2015, inferior en 1,9 pp con respecto a diciembre de 2014. Igualmente, el crecimiento de la cartera de consumo fue del 12,1% en diciembre de 2015, menor en 0,8 pp frente al año anterior.

En cuanto a la cartera en moneda extranjera, a finales de diciembre de 2015 su variación anual fue del

19 “Evolución reciente de la cartera del sistema financiero colombiano”, Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales, Banco de la República, diciembre de 2015, disponible en: http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/amjdcartera_dic_2015.pdf

Gráfico 32

Crecimiento anual de los activos y pasivos, y nivel de apalancamiento de los establecimientos de crédito (promedio móvil de trece semanas)



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

13,2%; sin embargo, este cambio obedeció al mayor saldo en pesos de este tipo de créditos como resultado de la depreciación del peso frente al dólar. Si se ajusta esta variación para aislar los movimientos del tipo de cambio, la cartera en moneda extranjera se redujo en 12,6% en términos anuales.

El comportamiento de los activos de los EC, principalmente de la cartera, se reflejó en un aumento en su nivel de apalancamiento de los EC. Este último, medido como la relación activos/patrimonio, presentó un incremento desde finales de 2014. Este hecho estuvo acompañado de una aceleración, tanto en el crecimiento de los activos, como de los pasivos de los establecimientos de crédito, desde el segundo trimestre y hasta noviembre de 2015. A partir de entonces el ritmo de expansión de ambas variables se ha reducido (Gráfico 32).

BASE MONETARIA

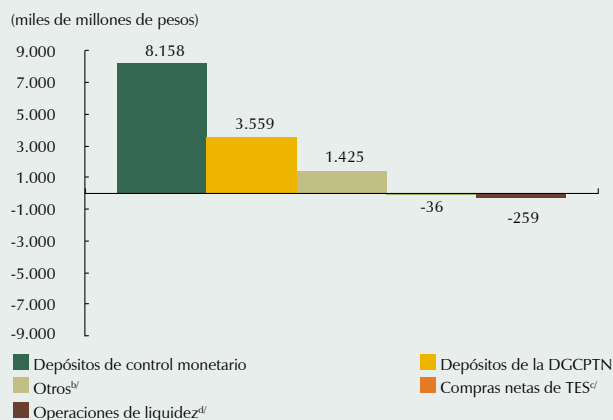
Al cierre del año 2015 el saldo de la base monetaria se ubicó en COP 82.519 mm, con un crecimiento nominal anual de 18,4%, equivalente a un aumento de COP 12.848 mm. Por componentes, el crecimiento anual del efectivo fue del 19,7% (COP 8.890 mm) y el de la reserva bancaria del 16,2% (COP 3.958 mm).

Los principales factores expansionistas fueron la reducción en COP 8.158 mm de los depósitos remunerados de control monetario, el menor saldo de los depósitos remunerados de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) por COP 3.559 mm, y otros rubros por COP 1.425 mm, donde se incluye el efecto expansionista de ítems del estado de resultados del Banco de la República (PyG), tales como el rendimiento de los depósitos por colocaciones de TES de control monetario (COP 570 mm) y de la DGCPTN (COP 567 mm), los gastos corporativos (personales y generales por COP 380 mm) y de pensionados (COP 70 mm).

Por otro lado, la principal fuente de contracción de liquidez primaria se originó en el descenso de las operaciones de liquidez por COP 259 mm. Además, las operaciones del portafolio de TES del Banco de la República (compras menos ventas y vencimientos) sumaron a este efecto contraccionista COP 36 mm, como resultado de compras por COP 1.860 mm y vencimientos por COP 1.896 mm. Finalmente,

en 2015 no se realizaron compras o ventas de divisas en el mercado cambiario por parte del Banco de la República (Gráfico A).

Gráfico A
Origen de la base monetaria en el año 2015^{a/}
(variaciones anuales)



a/ Cifras a 31 de diciembre.

b/ Se incluye el efecto monetario del P y G del Banco de la República.

c/ Es el resultado de las compras menos las ventas y vencimientos de estos títulos en poder del Banco de la República.

d/ Corresponde a las operaciones netas, es decir, considera los repos de expansión y el saldo de los depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE) para todos los plazos. Fuente: Banco de la República.

La cartera riesgosa y la cartera vencida se desaceleraron.

3. Algunas medidas de riesgo del sistema financiero²⁰

A continuación se presenta la exposición a los riesgos de crédito y de fondeo de los EC, y se realiza un análisis del riesgo en el portafolio de TES. En 2015 para el mercado de crédito se destaca una ligera mejoría en el indicador de calidad por mora (ICM) sin castigos, mientras que el ICM con castigos y el indicador de calidad por riesgo (ICR)²¹ evidenciaron leves deterioros. A pesar de lo anterior, los indicadores de riesgo se encuentran en niveles cercanos a aquellos registrados en períodos de baja vulnerabilidad financiera y por debajo de su promedio de los últimos cinco años.

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. Al considerar un escenario adverso en términos de liquidez, se observa que ningún grupo de entidades presentaría inconvenientes para cubrir sus requerimientos en un plazo menor a treinta días. Por otro lado, se resalta que a raíz de factores estructurales y coyunturales, que afectaron las fuentes de fondeo del sistema financiero, los EC han incrementado la competencia por recursos estables, lo que se ha traducido en mayores tasas de captación. Lo anterior ha tenido repercusiones en la composición de su pasivo, con depósitos a la vista que contribuyen en mayor medida al crecimiento total de los pasivos de los EC en los últimos meses de 2015.

En cuanto al riesgo de mercado en el portafolio de TES, la exposición a estos títulos para el sistema financiero se mantuvo estable con respecto a diciembre de 2014. Por su parte, los fondos administrados registraron una reducción en la medida de riesgo para el mismo período.

a. Riesgo de crédito

Con respecto a diciembre de 2014, la cartera riesgosa total presentó una disminución en su tasa de crecimiento real anual, al pasar de 11,1% a 9,7% en diciembre de 2015. Sin embargo, la cartera total también registró una expansión real anual menor. La mayor desaceleración de la cartera total sobre la riesgosa llevó a un ligero deterioro en el ICR total, que aumentó 7 pb, cerrando en 6,6%.

²⁰ La información de esta sección se obtiene de los balances reportados por las entidades financieras de la Superintendencia Financiera de Colombia.

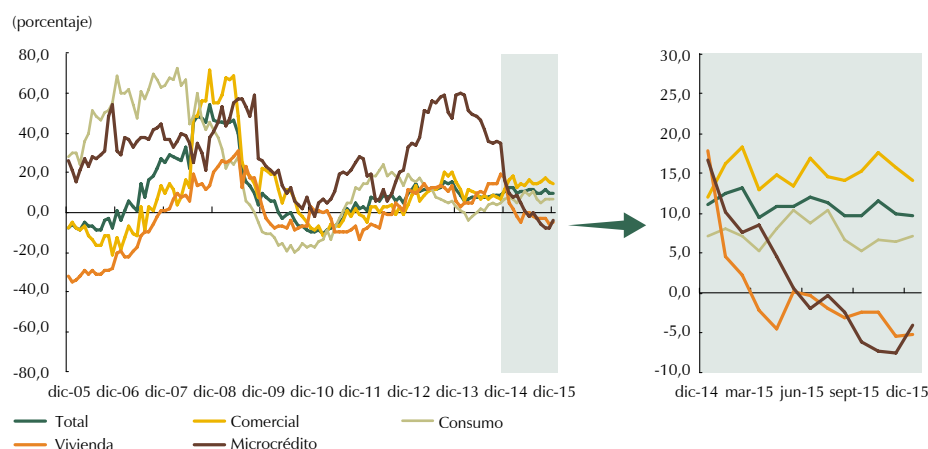
²¹ El ICM sin castigos se define como la razón entre la cartera vencida y la total (la cartera vencida incluye los créditos que se han dejado de pagar por un período igual o mayor a treinta días); el ICM con castigos, como la relación entre la cartera vencida y la total agregando los castigos (estos son activos que, por considerarse incobrables o perdidos, han sido sacados del balance de resultados de conformidad con las disposiciones legales vigentes); y el indicador de calidad por riesgo (ICR), como la proporción entre la cartera riesgosa y la total (la cartera riesgosa corresponde a todos los créditos con calificación diferentes de A, en una escala que va de A a E, donde A es la mejor calificación).

Por modalidad, la única cartera riesgosa que aceleró su crecimiento fue la comercial, que pasó de 11,9% a 14,1% entre diciembre de 2014 y 2015. Por su parte, las carteras riesgosas de microcrédito y vivienda mostraron descensos significativos en sus tasas de crecimiento, pasando de 16,7% a -4,1% y de 17,8% a -5,3%, lo cual se vio reflejado en una mejoría en el ICR de estas modalidades (de 11,9% a 10,6% y de 4,2% a 3,6%, respectivamente). Por su lado, la cartera riesgosa de consumo continuó creciendo al 7,1%, igual que en diciembre de 2014. Pese a lo anterior, el ICR de esta cartera se deterioró ligeramente entre diciembre de 2014 y 2015 (6,9% frente a 7,0%) por una desaceleración en la cartera total en esta modalidad, que pasó de 9,0% a 4,7% durante el mismo período (Gráfico 33, panel A).

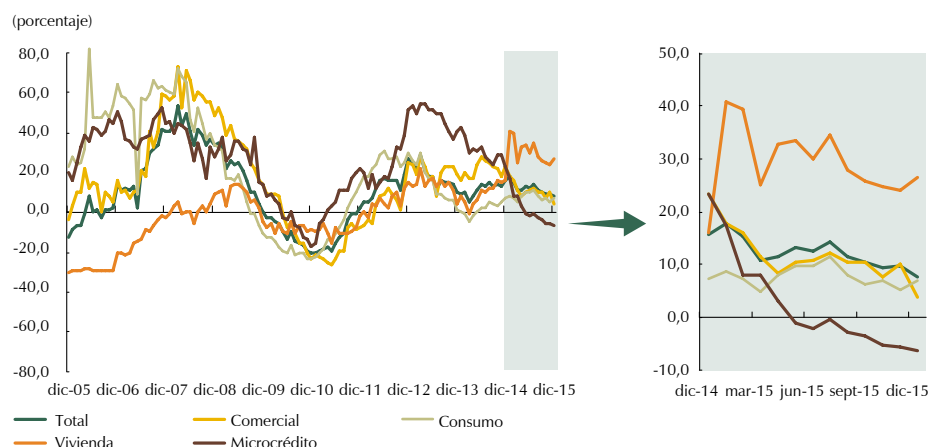
En relación con la cartera vencida total, a diciembre de 2015 se registró una variación real anual de 7,8%, cifra inferior a la de diciembre de 2014 (15,8%). Se destaca una continua disminución en el ritmo de crecimiento de esta cartera en el

Gráfico 33
Crecimiento real anual de la cartera riesgosa y de la cartera vencida^{a/}

A. Cartera riesgosa



B. Cartera vencida



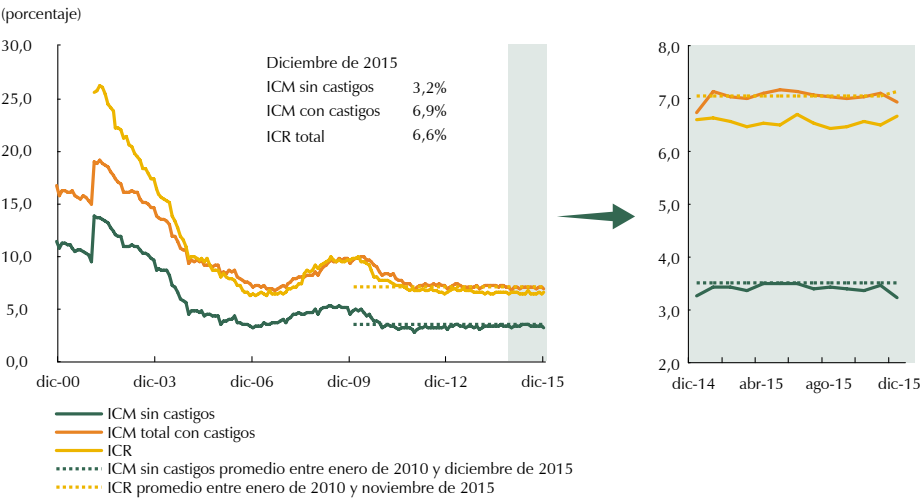
a/ Se utiliza como deflactor el IPC. No incluye entidades financieras especiales (bancos de segundo piso).
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de República.

trascurso del año (a excepción de enero). Por modalidades de crédito, la de vivienda fue la única que evidenció una aceleración (26,5% frente a 16,1%), mientras que la de microcrédito presentó una reducción en las obligaciones vencidas (-6,2% frente a 23,4%) (Gráfico 33, panel B).

Así, el ICM sin castigos se mantuvo constante en 3,2%, mientras que el ICM con castigos se deterioró, pasando de 6,7% a 6,9% en el último año (Gráfico 34). Lo anterior se explica por un mayor crecimiento de los castigos (23,6% en diciembre de 2015 frente al 5,1% en diciembre de 2014). La cartera de vivienda presentó el mayor incremento en el ICM sin castigos (Cuadro 5), lo cual se explica por un menor crecimiento real de la cartera bruta (10,2%) respecto al de la cartera vencida (26,5%).

Por su parte, el indicador de cubrimiento, calculado como la razón entre las provisiones y la cartera vencida, aumentó de 137,7% en diciembre de 2014 a 139,4%

Gráfico 34
Indicadores de calidad por mora y de calidad por riesgo de la cartera bruta



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

Cuadro 5
Indicadores de calidad por mora y calidad por riesgo por modalidad de crédito

Modalidad	Indicador de calidad por mora (ICM) sin castigos			Indicador de calidad por mora (ICM) con castigos			Indicador de calidad por riesgo (ICR)		
	Dic-14	Dic-15	Promedio enero de 2015 a diciembre de 2015	Dic-14	Dic-15	Promedio enero de 2015 a diciembre de 2015	Dic-14	Dic-15	Promedio enero de 2015 a diciembre de 2015
Cartera total	3,25	3,22	3,42	6,74	6,93	7,06	6,58	6,65	6,54
Comercial	2,31	2,17	2,32	4,59	4,53	4,70	6,65	6,88	6,60
Consumo	4,37	4,46	4,69	11,08	11,99	11,90	6,90	7,05	7,21
Vivienda	4,29	4,93	5,32	6,30	5,46	5,91	4,20	3,61	3,66
Microcrédito	7,45	6,47	6,52	13,49	12,47	12,39	11,94	10,61	10,67

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

La carga financiera de los hogares se incrementó.

en diciembre de 2015. Lo anterior se observó en todas las modalidades, las cuales tuvieron un indicador de cubrimiento más alto frente al cierre de 2014. De igual manera, se destaca el aumento en el indicador para la cartera de microcrédito, que pasó de 88,6% a 107,2% en el mismo período.

Por último, frente a la situación financiera de los hogares, se resalta que a diciembre de 2015 el crecimiento real anual del endeudamiento²² se ubicó en 7,5%, reiterando su tendencia decreciente desde diciembre de 2011. Lo anterior es consistente con la desaceleración evidenciada en las carteras de vivienda y consumo que se observó en el último año.

Pese a esta disminución en el crecimiento de la deuda, la desaceleración del ingreso disponible ha sido de mayor magnitud, lo que se ha traducido en incrementos en los indicadores de carga financiera. En efecto, el indicador agregado de carga financiera²³ presentó un leve incremento entre el año 2014 y 2015, al pasar de 9,2% a 9,3%. Consistente con lo anterior, el indicador de carga financiera calculado por la Central de Información Financiera (Cifin), utilizando la información del buró de crédito por deudor, muestra igualmente un incremento en la carga de los hogares, que pasó de 20,9% en 2014 a 22,2% en 2015. A pesar de lo anterior, la carga financiera se encuentra por debajo de los umbrales de vulnerabilidad definidos por el Fondo Monetario Internacional (FMI), que considera un nivel por encima del 30% como de riesgo y del 40% como vulnerable.

b. Riesgo de liquidez

El índice de riesgo de liquidez (IRL_R) se usa para evaluar la liquidez de las entidades para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo. Este se define como la razón entre el saldo de los activos líquidos (disponible e inversiones líquidas) y una estimación de los requerimientos de liquidez de corto plazo (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 enfrentar sus obligaciones de corto plazo.

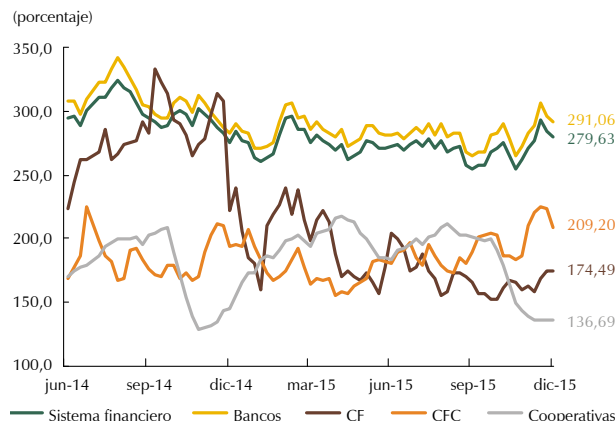
El sistema financiero cuenta con recursos líquidos para atender de forma suficiente sus obligaciones de corto plazo.

Entre diciembre de 2014 y el mismo mes de 2015 el nivel de liquidez de los EC aumentó ligeramente, en especial por la dinámica de los bancos. Se resalta que ninguno de los sectores analizados —bancos, compañías de financiamiento (CFC), corporaciones financieras (CF) y cooperativas financieras— muestra dificultades para cubrir sus obligaciones de corto plazo. A pesar de lo anterior, se observa una importante caída en el indicador de las CF, que pasó de 308% a 174% en el período analizado. Lo anterior se debe a un aumento de los requerimientos de liquidez de

22 El endeudamiento de los hogares incluye el crédito otorgado por los establecimientos de crédito, el Fondo Nacional del Ahorro (FNA), las cooperativas de ahorro y crédito y los fondos de empleados.

23 El indicador es calculado como la razón entre los intereses y amortizaciones pagadas sobre el ingreso disponible, que se obtiene de las cuentas nacionales integradas publicadas por el DANE.

Gráfico 35
 IRL_R a 30 días^{a/}



a/ Corresponde al promedio móvil de 4 semanas.
 Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

corto plazo más que proporcional al incremento en el saldo de los activos líquidos (Gráfico 35).

Si bien por construcción el IRL_R incluye deducciones a los elementos que lo componen (requerimientos netos de liquidez y activos líquidos), se realiza un ejercicio que supone mayores niveles en el retiro de depósitos, en la no renovación de obligaciones contractuales, en incumplimientos en el recaudo de cartera y en el costo asociado con la liquidación de activos²⁴. Esto con el fin de evaluar si los EC pueden atender sus obligaciones de corto plazo ante un escenario más adverso. Los resultados muestran que aún en este escenario ninguno de los grupos de entidades analizados tendría problemas para enfrentar sus obligaciones de corto plazo.

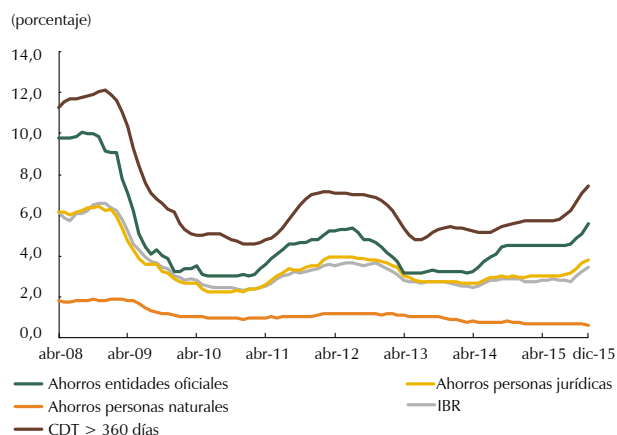
Por otro lado, en el segundo semestre de 2015 un conjunto de factores, tanto estructurales como coyunturales, afectaron la liquidez de fondeo del sistema financiero. El primero de ellos fue la puesta en marcha de la cuenta única nacional (CUN), en la cual los excedentes de liquidez de las entidades públicas de orden nacional, que antes mantenían en diferentes vehículos de ahorro e inversión en los EC, pasaron a depositarse en el Banco de la República y a administrarse por la Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional (DGCPTN). Si bien los montos que se depositaban directamente en los EC han regresado parcialmente por medio de la ejecución de los recursos desde la CUN, sí pudo haber un efecto redistributivo de recursos entre las entidades. Así, establecimientos que antes contaban con una fuente de fondeo estable y de bajo costo, ahora han tenido que salir al mercado a competir por estos recursos a un mayor precio²⁵.

Adicional a lo anterior, factores de coyuntura, como el aumento en el costo de las fuentes de fondeo externas, la acumulación de recursos para financiar las obras de infraestructura de cuarta generación (4G), y el vencimiento de TES en el segundo semestre de 2016 que obligará a la DGCPTN a depositar recursos en el Banco de la República, han generado presiones sobre la liquidez del sistema financiero. En busca de fuentes de fondeo más estables, los EC han buscado incentivar los depósitos por medio de incrementos en las tasas de captación, lo que se ha evidenciado de manera más pronunciada para las cuentas de ahorro de las entidades oficiales y las personas jurídicas, así como para los CDT a más de 360 días (Gráfico 36). Esta mayor competencia por recursos podría generar concentración de la liquidez en las entidades de mayor tamaño en el sistema financiero, con lo cual es necesi-

24 Para cada tipo de entidad se consideran diferentes niveles en el escenario adverso, calculados a partir de los datos históricos observados.

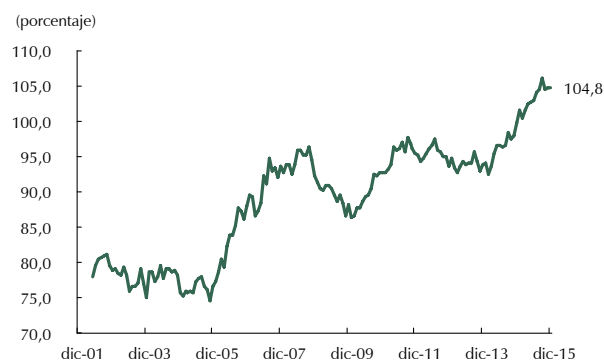
25 Para una revisión más detallada sobre la incorporación de la CUN y la liquidez del sistema financiero, véase el Recuadro 3 del Reporte de Estabilidad Financiera de septiembre de 2015.

Gráfico 36
Tasas de interés de los depósitos en cuentas de ahorro, de los CDT mayores a 360 días e IBR



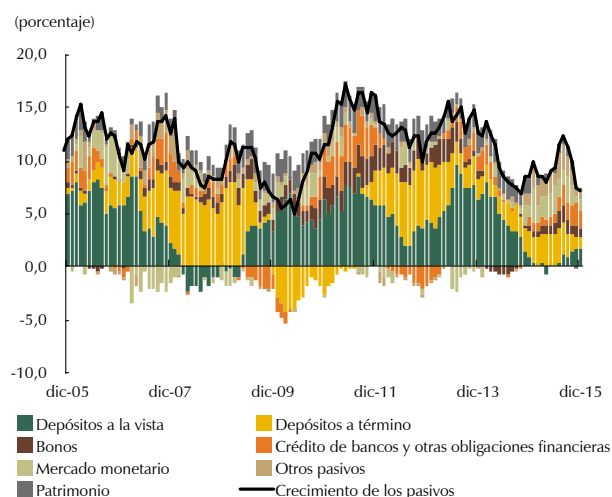
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 37
Cartera / pasivos sujetos a encaje



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

Gráfico 38
Crecimiento real de los pasivos de los establecimientos de crédito por componentes



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

rio mantener un monitoreo constante de la posición de liquidez de entidades con menor capacidad financiera.

Como complemento a lo anterior, uno de los factores de riesgo que se ha identificado en el sistema financiero colombiano es el continuo incremento de la razón entre cartera y PSE (Gráfico 37). El indicador, que alcanzó el 104,8% a diciembre de 2015, evidencia un menor respaldo de las fuentes tradicionales de fondeo al crecimiento de la cartera. A pesar de que los EC han buscado incentivar un aumento de los depósitos con mayores tasas de interés, la tasa de expansión de estos aún se sitúa por debajo del crecimiento de la cartera (8,9% frente a 10,0% para diciembre de 2015), por lo que cabría esperar una menor dinámica del activo que contribuya a disminuir esta vulnerabilidad. Lo anterior es consistente con la desaceleración de las carteras, observada en el último año.

Las mayores tasas de interés asociadas con los depósitos se han reflejado en los aportes al crecimiento de los pasivos de los EC (Gráfico 38). En los últimos ocho meses del año 2015 los depósitos a la vista pasaron de contribuir -0,7 a 1,7 pp al crecimiento real total del pasivo, siendo el de mayor aporte a diciembre de 2015. A pesar de que los depósitos a término han aportado en menor medida, continúan siendo el segundo rubro más importante en el crecimiento total de los pasivos de los EC (1,3 pp a diciembre de 2015).

Pese a la coyuntura actual en la liquidez de fondeo del mercado financiero, es importante recalcar que el Banco de la República ha respondido a la situación por medio de dos políticas: un aumento en los cupos de repos, que incrementa las fuentes de liquidez de corto plazo de las entidades, y compras de TES, como mecanismo de provisión de liquidez de mayor estabilidad y plazo.

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). Al 30 de diciembre de 2015 el valor del portafolio de TES en manos del sistema financiero en posición propia y de terceros ascendió a COP 178,5 b,

donde las mayores participaciones corresponden a la posición administrada por los fondos de pensiones y cesantías (35,4%), a los recursos administrados por las sociedades fiduciarias (34,6%) y a la posición propia de los bancos comerciales (20,3%). Con respecto a diciembre de 2014, la tenencia de TES por parte del sistema financiero se incrementó en COP 7,9 b (4,6%), explicada por el aumento en las posiciones de terceros de las sociedades fiduciarias (COP 6,9 b) y los fondos de pensiones y cesantías (COP 5,1 b). El incremento en el saldo de TES en poder de los portafolios administrados por las sociedades fiduciarias obedeció en mayor medida al aumento de la inversión de extranjeros en el mercado local (COP 4,4 b) (Cuadro 6).

Cuadro 6
Saldo de TES del sistema financiero por tipo de entidad
(billones de pesos)

Entidades	26-dic-14	30-dic-15
Establecimientos de crédito		
Bancos comerciales	41,0	36,2
Corporaciones financieras	1,2	3,7
Compañías de financiamiento	0,0	0,0
Cooperativas financieras	0,0	0,0
Instituciones financieras no bancarias		
Fondos de pensiones posición propia	0,2	0,2
Fondos de pensiones posición terceros	58,1	63,2
Sociedades comisionistas de bolsa posición propia	1,0	0,1
Sociedades comisionistas de bolsa posición terceros	2,1	1,1
Sociedades fiduciarias posición propia	1,7	1,8
Sociedades fiduciarias posición terceros	54,9	61,8
FIC abiertos	1,7	1,5
Extranjeros	27,8	32,2
Compañías de seguros y capitalización	10,3	10,2
Sistema Financiero	170,5	178,5
Otros	22,2	21,0
Saldo total de TES^{a/}	192,7	199,4

a/ Corresponde al saldo total de las emisiones vigentes en el mercado.
Fuente: Depósito Central de Valores (DCV); cálculos del Banco de la República.

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 TES²⁶ y con una medida denominada 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

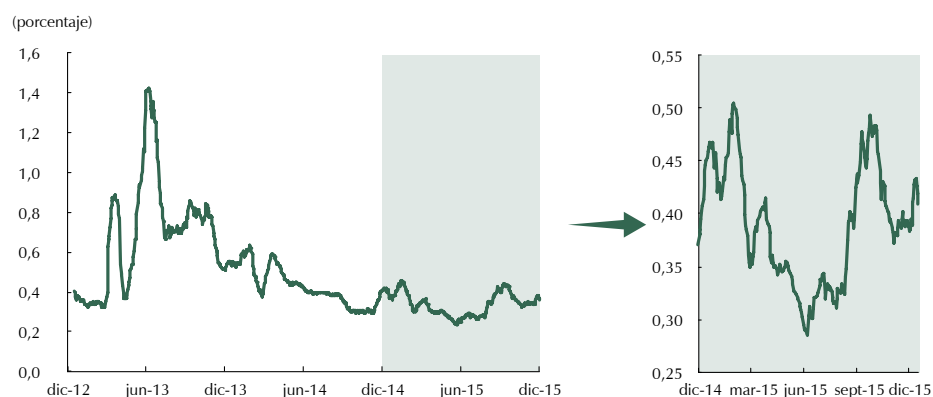
26 La proporción de títulos expuestos a riesgo de mercado para el portafolio de una entidad se cuantifica mediante la razón de la suma de los títulos disponibles para la venta y negociables, sobre el total de TES.

nivel de confianza dado²⁷. 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.

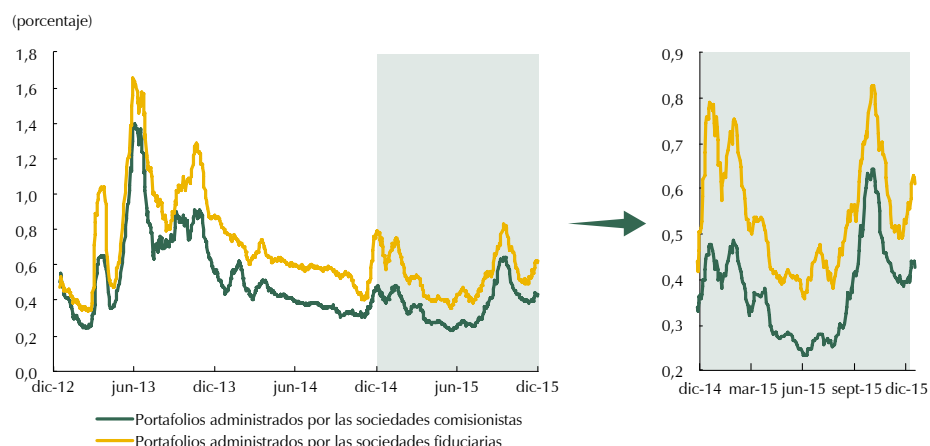
Al 30 de diciembre de 2015 el VeR promedio semanal de la posición propia de las entidades financieras registró el mismo valor al reportado en diciembre del año anterior (0,4%). A lo largo del año se presentó un comportamiento heterogéneo en esta medida, con aumentos durante el primer trimestre y parte del tercero, principalmente, y disminuciones durante los últimos meses. Sin embargo, el VeR mostró de manera constante que las entidades financieras tuvieron una baja exposición al riesgo de mercado en su posición propia. Lo anterior ocurrió en un contexto de alta volatilidad en los retornos de los TES (Gráfico 39, panel A).

Gráfico 39
VeR del sistema financiero como porcentaje del saldo expuesto
(promedio móvil semanal)

A. Posición propia



B. Posición de terceros



Fuente: Depósito Central de Valores (DCV); cálculos del Banco de la República.

27 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.

La tenencia de TES por parte del sistema financiero se incrementó por el aumento en los portafolios administrados.

Por otro lado, el VeR de los portafolios administrados por las sociedades comisionistas de bolsa pasó de 0,5% en diciembre de 2014 a 0,4% un año después. Por su parte, para las sociedades fiduciarias el indicador también disminuyó levemente, al pasar de 0,8% a 0,6% en el mismo período. Pese a lo anterior, al igual que lo observado para el VeR de la posición propia del sistema, durante el año se evidenciaron episodios de volatilidad en los retornos, lo que se reflejó en una mayor variabilidad del VeR para los portafolios administrados (Gráfico 39, panel B).

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 lo hace el factor de descuento, con lo que el monto de la pensión se mantiene estable. En esa medida, inversiones a tasa fija de largo plazo, que tienen un alto nivel de VeR, protegen el monto de la pensión.

E. BALANCE EXTERNO Y TASA DE CAMBIO

Como se mencionó en el capítulo I, en 2015 el contexto externo para Colombia estuvo marcado por la fuerte caída del precio del petróleo y, asociado con esto, por la debilidad en el crecimiento económico de los principales socios comerciales, así como por los incrementos de la prima de riesgo. Aunque en general las monedas de los países emergentes se depreciaron frente al dólar estadounidense y sus primas de riesgo se incrementaron, en el caso de Colombia la caída en el precio del petróleo hicieron que estos movimientos fueran más pronunciados.

Adicionalmente, la fuerte disminución en los términos de intercambio por cuenta del desplome de los precios del petróleo ocurrió en un momento en que la economía colombiana ya venía mostrando un creciente desbalance externo en un entorno de amplia liquidez internacional. Sin embargo, las condiciones financieras internacionales comenzaron a endurecerse ante la expectativa y la incertidumbre en torno a la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos, y ante el incremento en la volatilidad en los mercados financieros mundiales. Tanto la caída de los términos de intercambio, como el endurecimiento en las condiciones de financiamiento internacional persistirán por varios años, por lo cual la economía colombiana debe ajustar su gasto permanentemente a las nuevas condiciones externas.

La disminución de los términos de intercambio, la debilidad de los principales socios comerciales y el aumento en las primas de riesgo de los países emergentes enmarcaron el contexto del balance externo y la política cambiaria.

En este escenario, dada la situación de déficit en la cuenta corriente en que se encontraba la economía antes de recibir los choques externos mencionados, la magnitud de la caída del precio del petróleo y la persistencia que tendrán las nuevas condiciones de financiamiento internacional, la tasa de cambio debía reaccionar fuertemente. En efecto, la depreciación real del peso frente a sus principales socios comerciales acumuló 47% entre julio de 2014 y febrero de 2016 (si se utiliza el IPC como deflactor). Para 2016 se espera un menor déficit en la cuenta corriente (tanto en dólares como relativo al PIB), consistente con el proceso de ajuste por el que atraviesa la economía. Este sería financiado⁵

principalmente por recursos de IED dirigidos a sectores diferentes a los mineroenergéticos.

1. Balance externo de Colombia en 2015 y proyecciones para 2016

Durante 2015 la cuenta corriente de la balanza de pagos del país mostró un déficit de USD 18.925 m, inferior en USD 668 m al registrado un año atrás (Cuadro 7). Como proporción del PIB, el déficit se ubica en 6,5%, lo que significa un incremento de 1,3 pp frente al déficit de 5,2% del PIB registrado durante el año anterior. Entonces, resulta claro que el incremento del déficit como proporción del PIB no refleja el menor valor absoluto del déficit de la cuenta corriente en dólares, sino que se explica por la reducción en dólares del PIB corriente, debido a la depreciación promedio de 37,2% del peso frente al dólar entre 2014 y 2015.

El déficit corriente fue financiado con entradas netas de capital de USD 19.201 m (6,6% del PIB), lo que incluye una acumulación de reservas internacionales por USD 415 m. Esta acumulación corresponde a los rendimientos derivados de la administración del portafolio, ya que durante 2015 el Banco de la República no registró ninguna operación de intervención en el mercado cambiario (ni de compra ni venta de divisas). Los errores y omisiones se estimaron en -USD 276 m.

En 2015 el déficit en la cuenta corriente disminuyó en USD 668 m con respecto al año anterior, aunque como porcentaje del PIB alcanzó 6,5% por el efecto de la depreciación sobre la valoración del producto en dólares.

El comportamiento del balance externo en dólares estuvo caracterizado por un importante aumento del déficit comercial de bienes durante el año (USD 9.396 m), en un entorno donde se profundizó la caída de los precios de los principales bienes básicos, con consecuencias sobre algunos de los principales socios comerciales del país (Cuadro 7). Las exportaciones de bienes se ubicaron en USD 38.125 m, con una disminución anual de 33,0% (USD 18.798 m). El deterioro del valor exportado se originó en particular en las menores ventas externas de petróleo y sus derivados (USD 14.646 m), y en menor medida por la caída en el valor exportado de carbón (USD 2.250 m) y de productos industriales (USD 1.403 m), estos últimos afectados, además, por las restricciones al comercio impuestas por Ecuador y Venezuela. El menor valor despachado de petróleo crudo se explica por la reducción en 50,1% de su precio de exportación²⁸. Por el contrario, el valor exportado de café registró un

28 Cálculo con base en los precios implícitos de exportación.

Cuadro 7
Balanza de pagos de Colombia
(flujos anuales en millones de dólares)

	2014 (pr)	2015 (pr)	Variación (USD)
Cuenta corriente (A + B + C)	(19.593)	(18.925)	668
(porcentaje del PIB)	(5,2)	(6,5)	
A. Bienes y servicios (1 + 2)	(11.313)	(18.007)	(6.694)
1. Bienes (a - b)	(4.630)	(14.026)	(9.396)
a. Exportaciones FOB	56.923	38.125	(18.798)
b. Importaciones FOB	61.553	52.151	(9.402)
2. Servicios (a - b)	(6.682)	(3.981)	2.701
a. Exportaciones	6.876	7.265	390
b. Importaciones	13.558	11.247	(2.312)
B. Renta de los factores	(12.638)	(5.989)	6.650
Ingresos	3.999	4.439	439
Egresos	16.637	10.427	(6.210)
C. Transferencias corrientes	4.358	5.071	713
Cuenta financiera con variación de reservas internacionales (A + B + C + D)	(19.836)	(19.201)	635
(porcentaje del PIB)	(5,2)	(6,6)	
A. Inversión directa (ii - i)	(12.426)	(7.890)	4.536
i. Extranjera en Colombia (IED)	16.325	12.108	
(porcentaje del PIB)	4,3	4,1	
ii. Colombiana en el exterior	3.899	4.218	
B. Inversión de cartera (1 + 2)	(11.654)	(9.686)	1.968
1. Sector Público (ii - i)	(15.378)	(6.213)	
i. Inversión extranjera de cartera (a + b)	15.463	7.147	
a. Mercados internacionales (bonos)	6.688	4.453	
b. Mercado local (TES)	8.775	2.694	
ii. Inversión de cartera en el exterior	85	934	
2. Sector privado (ii - i)	3.724	(3.473)	
i. Inversión extranjera de cartera (a + b)	3.198	2.660	
ii. Inversión de cartera en el exterior	6.922	(813)	
C. Otros flujos de capital sector público + sector privado	(193)	(2.041)	(1.848)
D. Activos de reserva	4.437	415	
Errores y omisiones (E y O)	(243)	(276)	(33)
Memo ítem:			
Cuenta financiera sin variación de reservas internacionales	(24.273)	(19.617)	4.656
Variación de reservas internacionales	4.437	415	

(pr): preliminar.

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>.

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

Fuente: Banco de la República.

crecimiento anual de 2,2%, explicado en especial por el incremento de las cantidades vendidas.

Por su parte, las compras externas de bienes se ubicaron en USD 52.151 m, con una disminución anual de 15,3%. La caída del valor importado fue generalizada, destacándose las menores importaciones de combustibles y lubricantes (33%), de bienes de consumo durable (21,6%) y de bienes de capital e insumos para la industria (12%). Esta reducción ha sido el resultado de una demanda interna menos dinámica con respecto a un año atrás, de la caída generalizada de los precios internacionales en los bienes importados, en especial de los bienes intermedios (combustibles y derivados), y del efecto de la depreciación sobre la demanda de bienes externos.

La ampliación del déficit de la balanza comercial de bienes, derivada del significativo choque externo que enfrentó la economía, tanto por la reducción de sus términos de intercambio, como por una menor demanda externa de sus principales socios comerciales, fue compensada por el menor déficit en el rubro de renta de los factores (USD 6.650 m), y por la reducción de los egresos netos relacionados con el componente de servicios (USD 2.701 m), en comparación con lo registrado un año atrás (Cuadro 7).

El resultado en el déficit por servicios no factoriales estuvo asociado en gran medida con la reducción de las importaciones relacionadas con los servicios de fletes y turismo, y por los efectos positivos de la tasa de cambio sobre las exportaciones de este tipo. La disminución en el balance deficitario en la renta de los factores se originó en especial por la caída anual de los egresos, explicada por reducciones en los giros al exterior de las utilidades obtenidas por las empresas con IED, en particular por la fuerte caída de las utilidades del sector mineroenergético y el efecto cambiario sobre las utilidades de los sectores no transables con inversión extranjera. Por su parte, los ingresos netos por transferencias corrientes aumentaron en USD 713 m, frente a lo observado un año atrás.

En cuanto a la cuenta financiera, en 2015 se registraron entradas netas de capital por USD 19.201 m, inferiores en USD 635 m a lo observado un año atrás, cuando se ubicaron en USD 19.836 m. En términos del PIB, la cuenta financiera se elevó de 5,2% a 6,5%, aumento explicado en particular por el efecto de la depreciación del peso sobre la medición en dólares del PIB corriente. La cuenta financiera²⁹ registró ingresos netos de capital extranjero por USD 24.991 m, salidas de capital colombiano para constituir activos en el exterior por USD 3.849 m, instrumentos

El balance externo en dólares estuvo caracterizado por un importante aumento del déficit comercial de bienes, compensado por el menor déficit en la renta de los factores y la reducción de los egresos netos relacionados con el componente de servicios.

29 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) 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.

En 2015 la IED disminuyó 25,8% con relación al año anterior, impactada en particular por la fuerte contracción de los recursos dirigidos hacia el sector mineroenergético, dada la fuerte caída de los precios.

derivados por USD 1.526 m y una variación de las reservas internacionales por USD 415 m.

Del total de los ingresos recibidos por el país, el flujo de IED representó el 48%, la colocación de títulos en los mercados internacionales participó con el 21%, la inversión de portafolio en el mercado local aportó el 18% y el restante 12% correspondió a préstamos y otros créditos externos (Cuadro 7). Por concepto de IED en el país se registraron entradas por un valor de USD 12.108 m (4,1% del PIB), equivalentes a una disminución anual de 25,8%, donde se destaca la importante contracción de la inversión en el sector mineroenergético dado el panorama del precio de sus productos, tal como se esperaba. El 30% del flujo de IED fue recibido por la actividad mineroenergética, seguida de la industria manufacturera (20%), comercio y hoteles (15%) y el resto de los sectores (18%). Por su parte, el flujo de inversión directa colombiana en el exterior se estimó en USD 4.218 m, efectuada por empresas del sector comercio, mineroenergético y del suministro de electricidad, gas y agua.

Los flujos de inversión de cartera o portafolio fueron menores a los registrados un año atrás, cuando JP Morgan recompuso los índices de deuda pública emergente en favor de los títulos colombianos. Así, en 2015 los ingresos netos asociados con este tipo de inversión alcanzaron un valor de USD 9.686 m, donde el 54,6% de estos recursos se originaron en la colocación de títulos de deuda de largo plazo en los mercados internacionales, en su mayoría emitidos por entidades del sector público, y el 45,4% restante en la compra de TES y acciones en el mercado local por parte de inversionistas extranjeros. Las salidas de capital colombiano por este concepto (USD 122 m) se utilizaron principalmente para realizar inversiones de cartera por entidades del sector público.

Finalmente, el país recibió USD 3.567 m por concepto de préstamos bancarios y otros créditos. En particular, las empresas del sector público recibieron recursos netos por préstamos de largo plazo por USD 3.057 m.

Para 2016 la proyección del balance externo se enmarca en un contexto de ligera recuperación de la demanda externa, resultado de un menor deterioro de algunas de las economías emergentes de la región y un crecimiento que se mantiene estable para las economías avanzadas. Lo anterior estaría acompañado de unos precios internacionales de productos básicos más bajos con respecto a 2015. En este escenario la caída persistente del precio del petróleo y sus implicaciones en la dinámica de los precios de otros bienes básicos tendrán un efecto negativo adicional en las ventas externas de los productos tradicionales, después de la significativa contracción registrada en el año anterior. Por el contrario, un mejor desempeño de los socios comerciales significaría mejores condiciones de demanda para las exportaciones no tradicionales de Colombia, las cuales se verían, además, favorecidas por el proceso de depreciación real del peso.

Así, para 2016 se estima una reducción adicional de las exportaciones totales, resultado de un menor valor de las ventas externas de bienes tradicionales, asociado

Los flujos de inversión de cartera fueron menores en 2015 a los registrados un año atrás, cuando JP Morgan había recompuesto sus índices de deuda pública emergente.

Para 2016 se estima un déficit en la cuenta corriente menor, tanto como proporción del PIB como en dólares, en un contexto donde los precios de los bienes básicos se mantienen en niveles bajos y con una recuperación muy débil de la demanda externa.

con los menores precios de exportación proyectados para este año. Lo anterior estaría parcialmente compensado con la recuperación de las exportaciones no tradicionales, gracias al ligero impulso de la demanda externa, la superación de algunas restricciones al comercio y de los aumentos de competitividad relativa, dado el efecto cambiario. Por su parte, se proyecta que el valor de las importaciones caería de manera significativa, debido a los efectos de los recortes adicionales en inversión (en especial la del sector mineroenergético) sobre las importaciones de bienes de capital, los menores precios en dólares de las importaciones de bienes de consumo e intermedios, la desaceleración esperada de la demanda interna y el ajuste de los precios relativos que desincentivan el consumo de bienes importados. Adicional a esto, se espera una reducción importante en la importación de combustibles como resultado de la apertura y entrada en producción de Reficar desde finales de 2015. Dado lo anterior, el resultado del balance comercial para 2016 se estima menos deficitario que el observado el año anterior.

Por su parte, se proyecta una reducción adicional a la observada en 2015 en el déficit del comercio de servicios, impulsada por los efectos de la depreciación sobre el balance neto de algunos de estos, como los empresariales y el turismo, y la reducción de precios de servicios importados (como el transporte de carga). Se estima que los egresos netos por renta de los factores serán menores que los registrados en 2015, dada una reducción adicional en la remisión de utilidades esperada desde el sector mineroenergético, consistente con la caída permanente en sus ingresos, así como una disminución en las utilidades remitidas por el resto de sectores, efecto de las menores perspectivas de crecimiento de la actividad económica y del efecto cambiario sobre el cálculo en dólares de estos egresos.

Sumado a lo anterior, los ingresos netos por transferencias continuarían creciendo a una tasa moderada, después de un importante aumento de estos recursos en 2015, impulsados en particular por las mejores condiciones en los Estados Unidos y España, que son fuente principal de remesas de trabajadores. En consecuencia, la proyección de la balanza de pagos para 2016 estima una corrección del déficit en la cuenta corriente, en dólares y como proporción del PIB (alrededor de 6,0%) frente a lo observado para 2015, con un rango proyectado que dependerá principalmente de las condiciones de financiación externa que enfrente el país.

En 2016 se estima un ajuste en el balance externo, de la mano de la reducción de las importaciones y una disminución adicional de los egresos netos de servicios y en la renta de los factores.

Se espera que el déficit externo siga siendo financiado en su mayoría por recursos de IED, los cuales serían algo superiores a los de 2015, impulsados por los recursos provenientes de la venta de Isagén y aquellos dirigidos hacia sectores de mayor dinamismo (como la construcción y el turismo). Lo anterior, a pesar de las reducciones adicionales anunciadas para las inversiones del sector mineroenergético y las menores perspectivas de crecimiento para la inversión en el resto de sectores. También, se estima un menor financiamiento neto por recursos de inversión de cartera con respecto al año anterior, dada una menor estimación de flujos de capital extranjero hacia el mercado de deuda pública local y una menor colocación de bonos en los mercados internacionales por parte tanto del sector público como privado. Asimismo, los recursos provenientes de otra inversión (préstamos y depósitos) se estiman

En 2015 el peso colombiano registró una importante depreciación, tanto nominal como real, frente al dólar y frente a sus principales socios comerciales de la región.

menores a los registrados en 2015, en particular por el menor endeudamiento neto del sector público.

2. Evolución de la tasa de cambio durante 2015 y en lo corrido de 2016

Durante 2015 el dólar estadounidense continuó con la tendencia de apreciación presentada desde mediados de 2014. Específicamente, se fortaleció 9% anual frente a las principales monedas³⁰ y 18% frente a las monedas de algunos países emergentes³¹ al cierre del año. En la región se depreciaron el real brasilero (48,9%), el peso colombiano (32,7%), el peso mexicano (18%), el peso chileno (16,9%) y el sol peruano (13,9%) (Gráfico 3). Si se calcula la variación anual con los tipos de cambio promedio, las cifras son muy similares³².

La mejora en el desempeño económico de los Estados Unidos y la incertidumbre en torno a los efectos de la continuación de la normalización de la política monetaria de la Reserva Federal motivaron la preferencia de los agentes por el dólar estadounidense. Asimismo, el débil dinamismo de la actividad económica de China³³ y su impacto sobre el crecimiento económico mundial, la decisión de su banco central de devaluar el yuan en varias jornadas, y las fuertes desvalorizaciones del mercado accionario en ese país, incrementaron la percepción de riesgo global, así como la demanda por el dólar estadounidense. De esta manera, en 2015 se observaron menores flujos de capitales hacia economías emergentes (USD 42 mm)³⁴, comparados con los registrados en 2014 (USD 222 mm) y 2013 (USD 195 mm).

El debilitamiento del peso colombiano en 2015, al igual que el de otras monedas de la región, estuvo asociado principalmente con la evolución de los precios de los bienes básicos, y con las dinámicas de la percepción de riesgo internacional, lo cual se reflejó en el incremento de los CDS (gráfico 2 y 40). Sin embargo, el movimiento del peso fue más pronunciado que el de otras monedas, por cuenta de la fuerte caída en el precio del petróleo³⁵ y por el desbalance externo.

30 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 monedas 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).

31 Según 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.

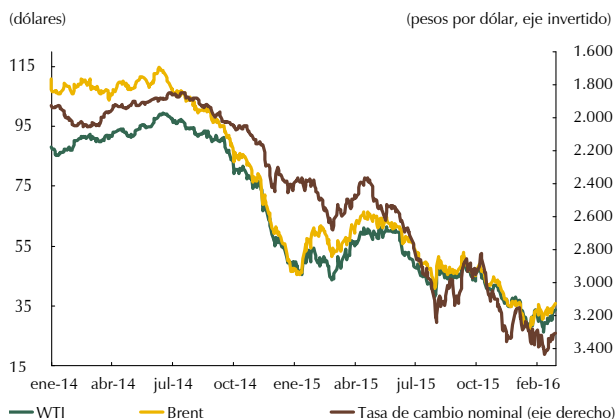
32 El real brasilero 42,2%, el peso colombiano 37,2%, el peso mexicano 19,3%, el peso chileno 14,7% y el sol peruano 12,2%.

33 Principalmente del sector manufacturero y de comercio exterior.

34 De acuerdo con las cifras publicadas por el Institute of International Finance.

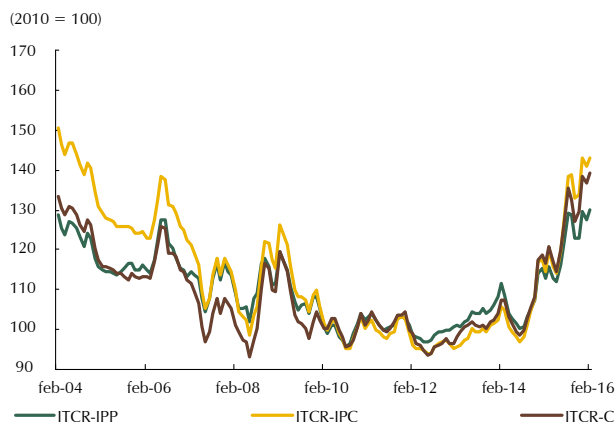
35 En 2015 el coeficiente de correlación entre las series en niveles del precio del petróleo Brent y la tasa de cambio promedio peso-dólar fue de -78%. Entre el 1 de junio de 2014 y el 29 de febrero de 2016 el coeficiente de correlación fue de -93%.

Gráfico 40
Tasa de cambio nominal de Colombia y precio del petróleo



Fuentes: Bloomberg y Superintendencia Financiera de Colombia.

Gráfico 41
Índices de tasa de cambio real



Nota: 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.

Frente a los principales socios comerciales, el peso colombiano también se depreció (las únicas excepciones fueron Venezuela y Brasil). Comparada con 2014, si se pondera según la participación de cada socio en el comercio exterior colombiano no tradicional, nuestra moneda se desvalorizó 25,8%, al contrastarse con las de este grupo de países.

Al ajustar por las variaciones en los precios, como se muestra en los índices de tasa de cambio real³⁶, la depreciación del peso promedio fue del 13,6% anual si se utiliza el IPP como deflactor (ITCR-IPP) y del 22,6% si se utiliza el IPC (ITCR-IPC) (Gráfico 41). Frente a los competidores en los Estados Unidos en los mercados de café, banano, flores y textiles, la depreciación real fue del 19,3% (ITCR-C).

Al hacer la comparación bilateral, la depreciación real del peso fue generalizada y significativa durante el año frente a aquellos con los cuales se realiza la mayor parte del comercio exterior³⁷. Se destacan los casos de los Estados Unidos y China, países desde los cuales se realiza cerca de la mitad de las importaciones de bienes (Gráfico 42).

Además del fuerte deterioro en los términos de intercambio por la caída del precio del petróleo y de otros bienes exportados por Colombia, así como del incremento de las primas de riesgo, la tendencia de otros determinantes de la TCR también apunta al debilitamiento del peso colombiano. Entre estos se encuentran: el incremento de los pasivos externos netos del

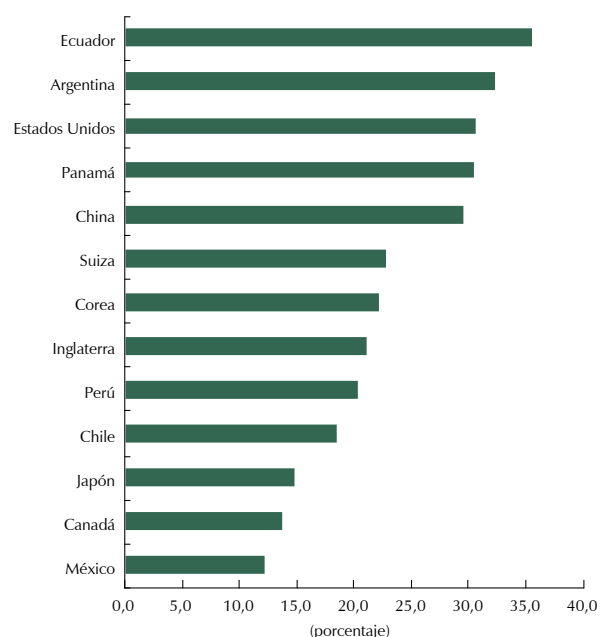
país con el resto del mundo y el estancamiento de la productividad laboral en los sectores transables.

En lo corrido de 2016 (al 29 de febrero) el peso colombiano continuó depreciándose frente al dólar estadounidense, como consecuencia de mayores caídas en el precio del petróleo (el cual llegó a ubicarse en niveles inferiores a los USD 30 por barril), y de los incrementos en las primas de riesgo. La correlación del peso con las dinámicas del precio del petróleo se ha mantenido en 2016.

36 $TCR = TCN (P^*/P)$, donde TCN es el índice de la tasa de cambio nominal, expresada como pesos por divisa; P^* son los precios en el exterior, y P los precios en Colombia. Usualmente, estas variables se expresan como índices.

37 La excepción es Brasil, país frente al cual la depreciación real fue leve.

Gráfico 42
Depreciación real anual bilateral del peso colombiano,
2015^{a/}



a/ Calculada como el promedio del ITCR-IPC en 2015 frente a su promedio en 2014. Se incluyen los principales socios comerciales para los cuales la variación anual es mayor a 10%. Fuente: Banco de la República.

3. Indicadores de reservas internacionales

La estrategia de acumulación de reservas internacionales del Banco de la República reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional ante posibles salidas de capital, así como para mejorar la confianza en el país. 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 8). En general, los mercados internacionales consideran que valores bajos de estos pueden dar señales de alerta sobre la vulnerabilidad externa de las economías.

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 frente al de los agregados monetarios, tales como M2 o M3. La relación de reservas netas a M3 muestra una mejora del indicador en los últimos tres años frente a la tendencia a la baja que había mostrado desde 2009.

Además de la compra de reservas por parte del Banco realizada hasta diciembre de 2014, la tasa de crecimiento del agregado monetario se ha desacelerado desde mediados de 2013, en particular por el efecto en los últimos dos periodos de la depreciación sobre la valoración en dólares del M3.

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 1³⁸.

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 8,8 meses para 2015, superior al promedio desde el año 2000. Al calcular este indicador para las importaciones de bienes, el mismo asciende a 10,8 meses.

38 De acuerdo con el FMI, “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.

Cuadro 8
Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

	2011	2012	2013	2014 (pr)	2015 (pr)
Saldo					
Reservas internacionales netas (millones de dólares) ^{a/}	32.300	37.467	43.633	47.323	46.731
Indicadores					
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa					
Amortizaciones de deuda externa (millones de dólares)	14.174	22.371	16.600	21.619	23.479
Reservas netas/amortizaciones de deuda externa del año en curso	2,28	1,67	2,63	2,19	1,99
Reservas netas/amortizaciones de deuda externa del siguiente año ^{b/}	1,44	2,26	2,02	2,02	1,99
B. Posición adecuada de liquidez externa					
RIN/(servicio de la deuda año corriente)	1,86	1,45	2,16	1,85	1,67
RIN/(servicio de deuda año siguiente) ^{c/}	1,25	1,85	1,71	1,69	1,67
RIN/(amortizaciones de deuda año corriente + déficit en cuenta corriente año corriente)	1,35	1,12	1,51	1,15	1,10
RIN/(amortizaciones de deuda año siguiente + déficit en cuenta corriente año siguiente) ^{d/}	0,96	1,30	1,06	1,12	1,18
C. Otros indicadores de reservas internacionales					
RIN como meses de importaciones de bienes	7,4	7,9	9,2	9,2	10,8
RIN como meses de importaciones totales	6,2	6,5	7,5	7,6	8,8
RIN/M3 (porcentaje)	24,1	22,0	24,7	30,5	35,5
RIN/PIB	9,6	10,1	11,5	12,5	16,0

(pr): preliminar

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

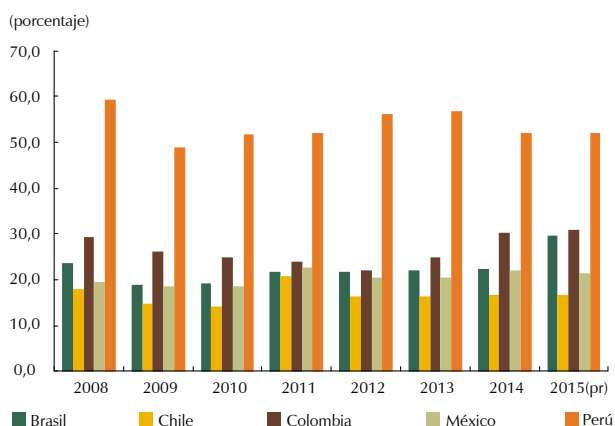
b/ Las amortizaciones de 2016 corresponden a los pagos proyectados de la deuda externa en el cierre de la proyección de la balanza de pagos.

c/ Los intereses de 2016 corresponden a los pagos proyectados en el cierre de la proyección de la balanza de pagos.

d/ El déficit en la cuenta corriente para 2016 corresponde a una proyección.

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico 43
Reservas internacionales/M3



(pr): preliminar.

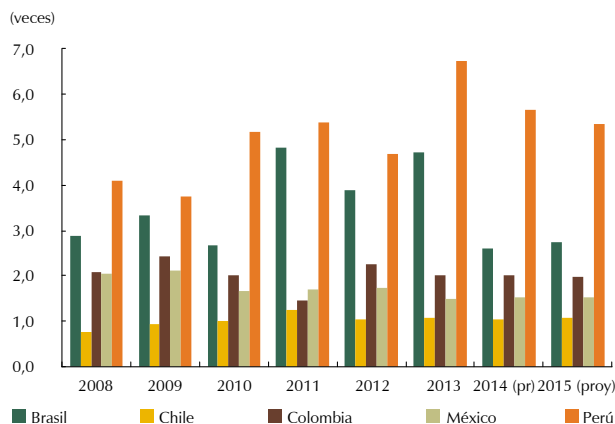
Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización a febrero de 2016) y Banco de la República.

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 registra niveles superiores al de Brasil, Chile y México, e inferiores respecto a Perú³⁹ (Gráfico 43). En las relaciones de reservas internacionales a amortizaciones, servicio de deuda y déficit en la cuenta corriente más amortizaciones, Colombia registra históricamente niveles por encima de los de Chile e inferiores a los de Brasil y Perú (Gráfico 44). Por su parte, el indicador de reservas a PIB también se sitúa en niveles inferiores a los observados en Brasil y Perú y por encima de México y Chile. Lo mismo sucede en cuanto a las reservas medidas en meses de importaciones de bienes (Gráfico 45).

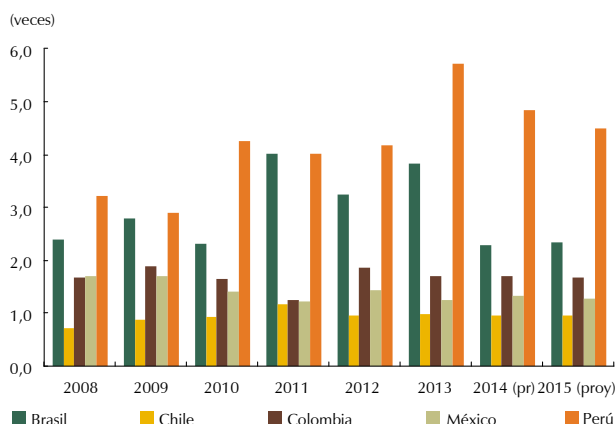
39 Se destaca el crecimiento y nivel de esta razón para Perú, debido a que los bancos locales pueden captar depósitos en dólares y su encaje se contabiliza como reservas.

Gráfico 44
Indicadores de posición adecuada de liquidez externa

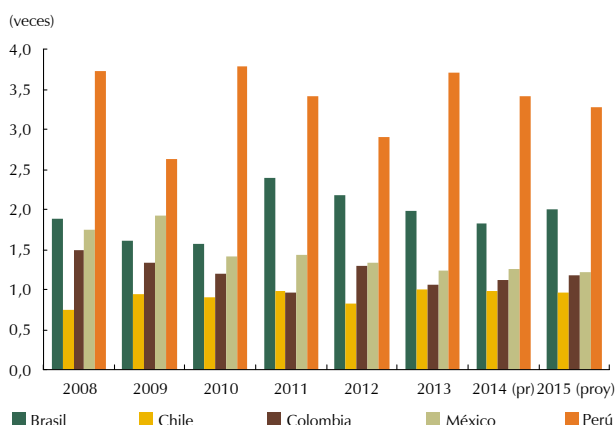
A. Reservas internacionales/amortizaciones del año siguiente



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



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

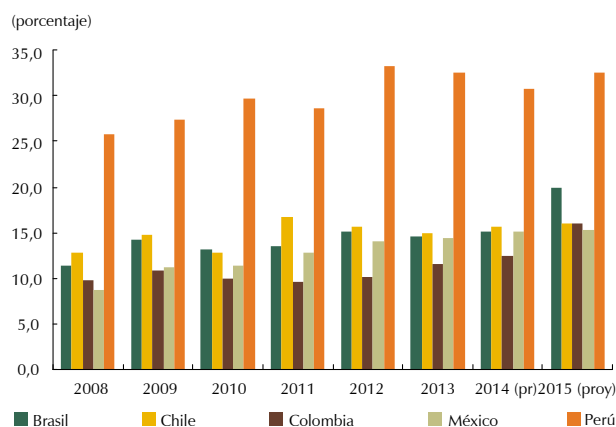


(pr): preliminar.
(proy): proyectado.
Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización a febrero de 2016) y Banco de la República.

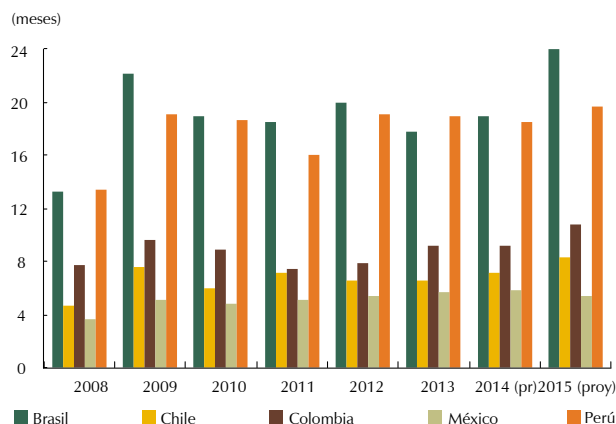
Además de la estrategia de acumulación de reservas implementada hasta diciembre de 2014, desde mayo de 2009 Colombia cuenta con una línea de financiamiento contingente con el FMI, la cual se otorga a países miembros con buen desempeño económico, políticas prudentes y un sólido marco de política económica. El pasado 18 de junio de 2015 el FMI reafirmó el acceso a los recursos contingentes para Colombia, por un monto aproximado de USD 5.450 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.

Gráfico 45
Otros indicadores de reservas internacionales

A. Reservas internacionales/PIB



B. Reservas internacionales como meses de importaciones de bienes



(pr): preliminar.
(proy): proyectado.
Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización a febrero de 2016) y Banco de la República.

Recuadro 2 INTERVENCIÓN EN EL MERCADO CAMBIARIO

Desde 1999 Colombia cuenta con un régimen cambiario de libre flotación, de tal forma que la tasa de cambio se determina por la oferta y demanda del mercado y el Banco de la República no tiene un objetivo sobre su nivel. Dentro del esquema de inflación objetivo esta flexibilidad cambiaria es un elemento fundamental para el cumplimiento de los objetivos del Banco de mantener una inflación baja y estable, y un nivel sostenible del producto, en la medida en que:

- Sus variaciones actúan como una señal que permite reasignar los recursos entre los sectores transables y los no transables. Los movimientos de la tasa de cambio y en general de los precios, si se determinan libremente en el mercado, contienen información que los agentes pueden utilizar para sus decisiones de producción, inversión, ahorro y consumo. Cuando la moneda se deprecia, incentiva la producción de sectores transables, los cuales generan ingresos en moneda extranjera. Esta reasignación puede ayudar a corregir desbalances externos, cuando existan. Por el contrario, en un sistema de tasa de cambio fija los agentes carecen de estos mecanismos de información.
- Permite que la tasa de cambio absorba parte de los choques que recibe el país, reduciendo la volatilidad de la actividad económica. Así por ejemplo, ante eventos como la caída del precio del petróleo, observada desde mediados de 2014, la depreciación de la moneda puede contribuir a atenuar el efecto sobre los ingresos en moneda local de los exportadores. Específicamente, entre el cierre de junio de 2014 y el de diciembre de 2015 el precio internacional del petróleo se redujo 69%, mientras que los ingresos en pesos por cada barril exportado disminuyeron 48% (si la tasa de cambio hubiera sido fija, la caída de los ingresos en pesos habría sido de 69%) (Gráfico R2.1). Es importante resaltar que los efectos puntuales sobre cada sector y cada empresa dependen de la estructura de su balance y de las coberturas naturales y financieras que tengan, además de otras variables.
- Permite que el Banco Central pueda implementar una política monetaria autónoma. Cuando se tiene una tasa de cambio fija (por ejemplo frente al dólar de los Estados Unidos), la política monetaria del país está supeditada a las decisiones de la autoridad monetaria extranjera¹, las

Gráfico R2.1
Comportamiento del precio del petróleo y la tasa de cambio



Nota: 30-06-2014: petróleo = USD 113 por barril, TRM = COP 1.881; ingresos por exportación de 1 barril: $113 \times 1.881 = \text{COP } 212.553$.
30-12-2015: petróleo = USD 35 por barril, TRM = COP 3.155; ingresos por exportación de 1 barril: $35 \times 3.155 = \text{COP } 110.425$.
Si la tasa de cambio no se hubiera depreciado el exportador habría recibido: $35 \times 1.881 = \text{COP } 65.835$.
Fuente: Bloomberg.

cuales se toman con base en la situación de dicho país. Así, si los ciclos económicos no están sincronizados, las acciones de la autoridad extranjera pueden tener efectos negativos sobre el país con tipo de cambio fijo. En contraste, en un régimen de tasa de cambio flexible, el banco central puede ejecutar una política autónoma y contracíclica, que le permite responder ante choques internos o externos, brindar estímulos en un período de contracción o hacer contrapeso durante una fase de expansión. Ante una disminución en la actividad económica, el banco central puede relajar su política monetaria y estimular con este mecanismo la demanda y la producción.

- Desincentiva la exposición excesiva del sector privado al riesgo cambiario, lo cual es importante para mantener la estabilidad financiera. Como ilustración (Gráfico R2.2) desde el año 2002 la deuda en moneda extranjera de los agentes del sector real, ha sido inferior a la deuda en pesos.

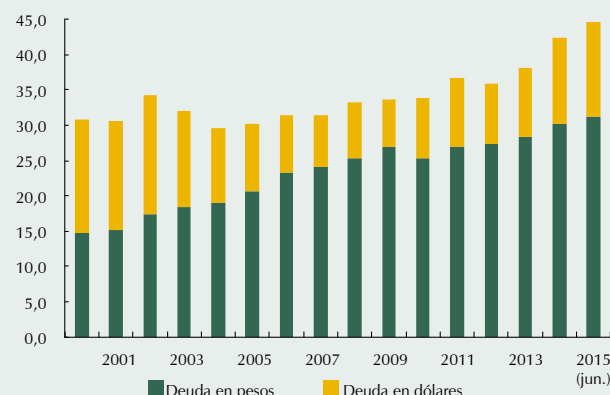
Tener un tipo de cambio flexible no implica que el Banco no pueda intervenir en el mercado cambiario. Existen objetivos plausibles para hacerlo: (1) mantener un nivel adecuado de

1 Cuando un banco central busca controlar la tasa de cambio, al comprar o vender dólares afecta la cantidad de dinero en la economía. Al hacerlo, se le introduce una volatilidad a la tasa de interés que no es la que el banco central pretende, sino el resultado de las expansiones o contracciones monetarias, fruto de su intervención en el mercado cambiario. En el caso extre-

mo, cuando se trata de un tipo de cambio fijo, el banco central pierde toda su autonomía como autoridad monetaria. En este evento la autoridad extranjera al fijar sus tipos de interés, puede generar flujos hacia o desde la economía en cuestión que el banco central deberá comprar o vender, generando movimientos de la tasa de interés interna, que no estuvieron determinados por sus propias decisiones.

Gráfico R2.2
Deuda financiera del sector corporativo privado

(porcentaje del PIB)



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Superintendencia de Sociedades; cálculos del Banco de la República.

reservas internacionales que reduzca la vulnerabilidad de la economía frente a choques externos, en beneficio de la economía nacional, y facilite los pagos del país en el exterior; (2) moderar apreciaciones o depreciaciones excesivas que pongan en peligro el logro de la meta de inflación y la estabilidad financiera, y (3) inyectar liquidez en moneda extranjera con el fin de velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos de la economía.

En general, las intervenciones del Banco de la República en el mercado cambiario han sido esterilizadas, esto significa que su efecto sobre la cantidad de dinero en la economía se ha contrarrestado mediante otras transacciones con el sistema financiero. Las últimas intervenciones del Banco de la República en el mercado cambiario se hicieron mediante subastas competitivas de dólares² entre el 24 de junio de 2008 y el 10 de diciembre de 2014, con el fin de acumular reservas internacionales o de moderar desalineamientos de la tasa de cambio, acumulando en total USD 23.866,5 millones³. En particular, en 2014, ante un incremento puntual de los flujos de inversión extranjera de portafolio, la Junta Directiva del Banco de la República aceleró el ritmo de compra de divisas para mitigar los aumentos en la vulnerabilidad del balance externo que este tipo de flujos pueden traer consigo. Los montos de las compras se determinaron buscando una convergencia gradual de varios indicadores de reservas internacionales hacia niveles objetivo y las compras de divisas

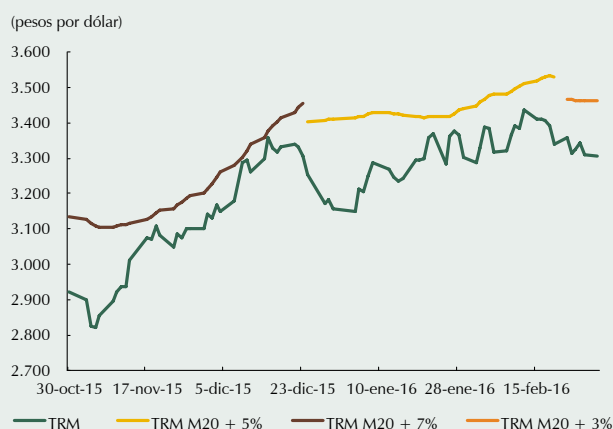
2 Las compras de dólares mediante subastas competitivas se realizaron en tres programas: entre el 24 de junio y el 6 de octubre de 2008, entre el 3 de marzo de 2010 y el 30 de septiembre de 2011 y entre el 6 de febrero de 2012 y el 10 de diciembre de 2014.

3 Entre octubre de 2008 y julio de 2009 se hicieron, además, unas subastas de opciones *put* y *call* para el control de la volatilidad.

se concentraron en períodos en los cuales se percibió una mayor probabilidad de desalineamiento cambiario.

El 30 de octubre de 2015 la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) anunció un sistema de subastas de opciones *call* para desacumular reservas internacionales con el fin de moderar aumentos injustificados de la tasa de cambio, que puedan contribuir a desanclar las expectativas de inflación y suministrar liquidez al mercado cambiario cuando se presenten faltantes significativos de la misma. Se decidió que la subasta se convocaría por un monto de USD 500 m una vez la tasa representativa del mercado (TRM) se encuentre 7 puntos porcentuales (pp) por encima de su promedio móvil de orden 20, que tendrían una vigencia de un mes a partir del día de la subasta y que su ejercicio estaría sujeto al cumplimiento de la misma condición. La tolerancia a las fluctuaciones implícita en el mecanismo (desviaciones de 7% del promedio reciente del tipo de cambio) recogía la gran incertidumbre en el mercado cambiario en dicho momento. En la medida en que el mecanismo buscaba moderar aumentos injustificados del tipo de cambio, era importante tener un margen amplio ante movimientos que aún pudieran ser los consistentes con un precio del petróleo que presentaba fluctuaciones importantes. En la medida en que el mercado del petróleo fue llegando a niveles más bajos y estables, y reduciendo así la probabilidad de mayores caídas, se podía también disminuir el margen de tolerancia del mecanismo de intervención ante aumentos de la tasa de cambio. Con esa lógica el 23 de diciembre de 2015 la condición para la convocatoria y el ejercicio de las opciones se estableció en 5 pp por encima del promedio móvil de orden 20 de la TRM y el 19 de febrero de 2016 dichas condiciones se modificaron a 3 pp. Entre el 30 de octubre de 2015 y el 26 de febrero del presente año no se han convocado subastas de opciones *call* (Gráfico R2.3).

Gráfico R2.3
Tasa representativa del mercado (TRM) y condición de activación de las subastas de opciones *call* para desacumulación de reservas internacionales



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

El Banco de la República tiene otros mecanismos de intervención que no se han utilizado recientemente, como es el caso de las opciones para el control de la volatilidad o para la acumulación de reservas, las subastas competitivas de dólares, y las subastas de swaps cambiarios para otorgar liquidez en moneda extranjera⁴.

4 Las subastas de swaps cambiarios, en las cuales el Banco pacta simultáneamente una venta de dólares de contado y una compra de dólares a futuro, se reglamentaron a mediados de 2015 pero aún no han sido utilizadas.

III. RESERVAS INTERNACIONALES

A diciembre de 2015 las reservas internacionales netas totalizaron USD 46.731,11 m, cuantía inferior en USD 591,98 m al saldo registrado un año atrás. Esta disminución estuvo asociada con la apreciación del dólar, lo que redujo el valor de las inversiones en otras monedas. La rentabilidad de las reservas en dólares fue baja, pero positiva, debido a las bajas tasas de interés externas y a la reducción en los precios de los bonos de los Estados Unidos ante el incremento de la tasa de referencia de la Fed.

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 respetará los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad.

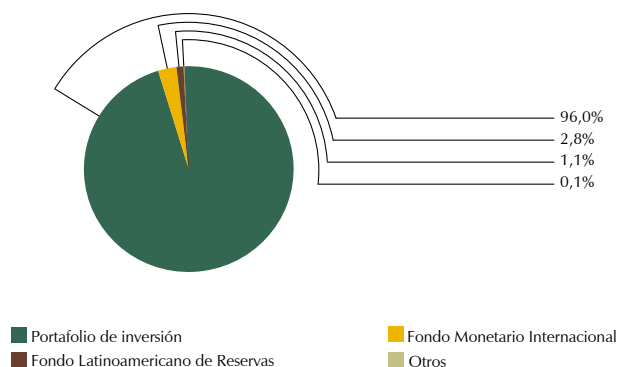
Mantener un nivel adecuado de reservas internacionales sirve para mejorar la confianza en el país y, por ende, enfrentar en mejor medida una crisis en los mercados externos.

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. 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. Asimismo, 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, pagar mayores tasas de interés sobre la deuda externa o todo lo anterior.

El Banco de la República administra las reservas internacionales dentro de un marco estricto de control de riesgos, dentro del cual se destacan medidas encaminadas a manejar el riesgo de mercado, con el fin de que el valor de las inversiones no se vea afectado significativamente por cambios en las tasas de interés internacionales, y a manejar el 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, lo que, a su vez, está asociado con una menor rentabilidad, ya que las inversiones más seguras son también las que tienen rendimientos más bajos⁴⁰. 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 46
Composición de las reservas internacionales brutas
(información al 31 de diciembre de 2015)



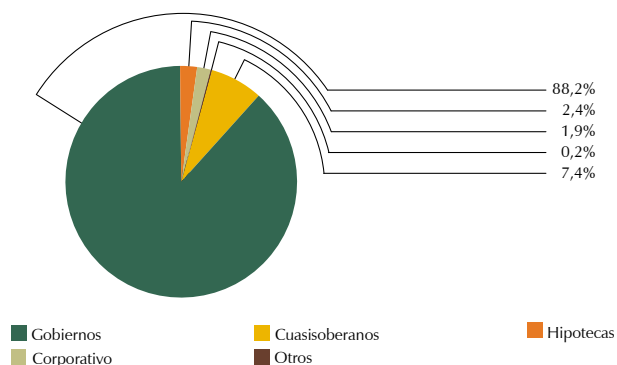
Nota: el oro se incluye dentro del portafolio de inversión. El rubro otros incluye convenios internacionales, efectivo en caja y depósitos a la orden.
Fuente: Banco de la República.

A diciembre de 2015 las reservas internacionales netas totalizaron USD 46.731,11 m, cuantía inferior en USD 591,98 m al saldo registrado en diciembre de 2014⁴¹. La disminución de las reservas internacionales en 2015 se explica por el hecho de que las reservas se valoran en dólares de los Estados Unidos y, debido a la apreciación de esta moneda, se redujo el valor 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 (95,7% y 0,26% de las reservas, respectivamente). En el Gráfico 46 se presenta la composición de las reservas internacionales.

40 Véase Anexo 1 “Políticas de administración del portafolio de inversión de las reservas internacionales”.

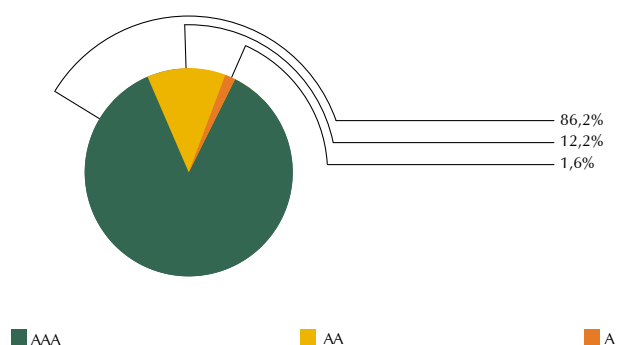
41 Las reservas internacionales netas son iguales al total de las reservas internacionales, o reservas brutas, menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera con agentes no residentes. Las reservas internacionales brutas ascendieron a USD 46.740,37 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron USD 9,26 m.

Gráfico 47
Composición del portafolio de inversión por sectores
(información al 31 de diciembre de 2015)



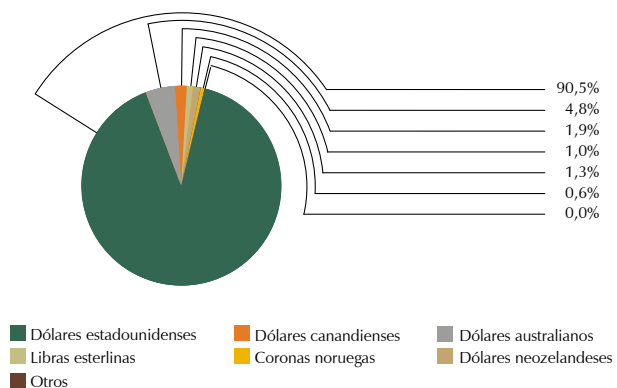
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 48
Composición del portafolio de inversión por calificación crediticia
(información al 31 de diciembre de 2015)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 49
Composición cambiaria del portafolio de inversión
(información al 31 de diciembre de 2015)



Fuente: Banco de la República.

A. COMPOSICIÓN DEL PORTAFOLIO DE INVERSIÓN⁴²

En el Anexo se presenta una explicación de las políticas que orientan la administración del portafolio de inversión y algunas definiciones relevantes. En el Gráfico 47 se observa la composición a diciembre de 2015, cuando alrededor del 96% del portafolio de inversión estaba representado en papeles emitidos por gobiernos o cuasisoberanos y acuerdos de recompra con la Reserva Federal.

El Gráfico 48 muestra la calidad crediticia del portafolio de inversión. El Banco utiliza como referencia la menor calificación de inversión otorgada por al menos dos de las tres principales agencias calificadoras (S&P, Moody's y Fitch Ratings). El 86,2% del portafolio se encuentra invertido en instrumentos con calificación AAA, lo cual evidencia la alta calidad de los activos en el portafolio.

Finalmente, el Gráfico 49 muestra la composición cambiaria que tenía el portafolio de inversión al 31 de diciembre de 2015. El dólar de los Estados Unidos tiene la mayor participación en las reservas internacionales de Colombia, debido a que la mayor 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, neozelandés, hongkonés y singapurense, la corona sueca, la libra esterlina, el franco suizo, el euro, el yen, la corona noruega, el renminbi, y el 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. La teoría financiera básica de administración de

42 En esta sección los gráficos se calculan sobre el monto del portafolio de inversión, excluyendo el tramo de oro.

Durante 2015 la rentabilidad de las reservas estuvo afectada, particularmente, por las bajas tasas de interés en los países donde se invierte y por la reducción en los precios de algunos bonos en el último trimestre.

portafolios indica que si un inversionista quiere enfrentar un menor riesgo, su rentabilidad esperada será menor.

En 2015 la rentabilidad de las reservas en dólares fue del 0,26%⁴³ (USD 122,13 m), debido a dos factores:

- Las tasas de interés en los principales países desarrollados se mantuvieron en niveles históricamente bajos. Por ejemplo, la tasa de interés promedio de los bonos con vencimiento inferior a tres años de los Estados Unidos fue del 0,89% en diciembre de 2015. Esto ha provocado que la causación de intereses haya sido baja.
- Los precios de los bonos se redujeron en el último trimestre del año debido a la decisión de la Reserva Federal de los Estados Unidos de aumentar 0,25% su tasa de interés de referencia. Esta medida provocó un aumento de 0,41% en la tasa de los bonos de dos años y, debido a la relación inversa entre tasas y precios, una reducción de su precio.

43 Esta tasa se obtiene al dividir la rentabilidad observada en dólares por el promedio del valor de las reservas netas el 31 de diciembre de 2014 y el 31 de diciembre de 2015. Desde 2015 se excluye el impacto del efecto cambiario en la rentabilidad de las reservas.

IV. SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

En 2015 el Banco de la República tuvo un resultado operacional negativo debido al menor rendimiento de las reservas internacionales y al aumento de los egresos monetarios.

En el estado de la situación financiera el valor en pesos de las reservas internacionales se incrementó debido a la depreciación del peso; como contrapartida, el patrimonio aumentó en la cuenta ajuste de cambio. Por su parte, el pasivo permaneció prácticamente inalterado.

En 2015 el Banco de la República obtuvo un resultado operacional de -COP 395 mm, principalmente por el menor rendimiento de las reservas internacionales, debido a las bajas tasas de interés externas, a la reducción de los precios del oro y de los bonos en los Estados Unidos, y por el aumento de los egresos monetarios, en particular, por la mayor remuneración a los depósitos del Gobierno en el Banco.

Por su parte, las principales variaciones en el estado de situación financiera se presentaron en los activos y en el patrimonio, como resultado de la depreciación del peso. El saldo en pesos de las reservas internacionales aumentó, lo cual se reflejó en el patrimonio en la cuenta ajuste de cambio. Por su parte, el pasivo permaneció prácticamente inalterado. Así, el aumento de la base monetaria tuvo como principal fuente la reducción de los depósitos del Gobierno en el Banco.

En 2015 el Banco de la República obtuvo un resultado operacional de -COP 395 mm, producto de ingresos por COP 1.698 mm y egresos por COP 2.093 mm.

A. EVOLUCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

Los primeros estados financieros del Banco de la República bajo el nuevo marco contable basado en normas internacionales de información financiera (NIIF)⁴⁴

⁴⁴ Modificada por las resoluciones 598 de 2014, 662 de 2015 y 024 de 2016, emitidas por la Contaduría General de la Nación.

Los ingresos presentaron un incremento de COP 179 mm y los egresos de COP 480 mm frente a lo observado el año anterior.

son los del año 2015, de acuerdo con lo dispuesto por la Contaduría General de la Nación en su Resolución 743 de 2013⁴⁵. En este marco técnico normativo se consideran las normas contenidas en la Ley 31 de 1992, en los Estatutos, Decreto 2520 de 1993 y Decreto 2386 del 11 de diciembre de 2015 (véase Recuadro 2: “Tratamiento contable de las fluctuaciones cambiarias de las reservas internacionales”, pp. 76).

Hasta el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2014 el Banco preparó sus estados financieros de acuerdo con los principios de contabilidad generalmente aceptados (PCGA). No obstante, para efectos comparativos, la información de 2014 se presenta de acuerdo con el nuevo marco contable bajo NIIF.

En 2015 el Banco de la República registró un resultado operacional negativo de COP 395 mm, producto de ingresos por COP 1.698 mm y egresos por COP 2.093 mm (Cuadro 9). Los ingresos presentaron un incremento de COP 179 mm y los egresos de COP 480 mm frente a lo observado el año anterior. Así, la pérdida operacional registrada en 2015 fue superior en COP 301 mm frente a la observada en 2014.

Los mayores ingresos observados en 2015 se explican, principalmente, por las operaciones de liquidez mediante repos y el ingreso por valor facial de la moneda metálica puesta en circulación. Por su parte, los mayores egresos se explican, en especial, por la mayor remuneración a los depósitos de la DGCPTN en el Banco de la República y a los de control monetario, y por el mayor costo de emisión y distribución de especies monetarias.

A continuación se explican los principales rubros del estado de resultados en 2015:

Los mayores ingresos observados en 2015 se explican, principalmente, por las operaciones de liquidez mediante repos y el ingreso por valor facial de la moneda metálica puesta en circulación.

- La reducción del rendimiento de las reservas internacionales se explica por: i) la desvalorización del oro (-COP 87 mm), producto de la caída del precio internacional del metal (11,4%)⁴⁶ (Gráfico 50), y ii) el menor rendimiento del portafolio de inversión (-COP 79 mm) debido a las bajas tasas de interés externas y a la caída en los precios de los bonos en el último trimestre del año, por la decisión de la Reserva Federal de los Estados Unidos de aumentar su tasa de interés de referencia. La rentabilidad promedio del portafolio de inversión en 2015 fue de 0,43%, frente a 0,51% en 2014. Los ingresos registrados por las reservas internacionales se muestran en el Cuadro 10.
- Los ingresos por las operaciones de liquidez mediante repos ascendieron a COP 375 mm, superiores en COP 238 mm frente a 2014 (173,8%), resultado

45 Véase el Recuadro 3, “Nuevo marco contable del Emisor basado en las NIIF”, en el *Informe al Congreso* de marzo de 2015.

46 El precio internacional del oro fue de USD 1.062,3 por onza troy al cierre de 2015 y de USD 1.199,3 por onza troy al final de 2014.

Cuadro 9
Estado de resultados del Banco de la República (2015)
bajo las normas internacionales de información financiera (NIIF)
(miles de millones de pesos)

	Ejecutado a:		Variaciones anuales	
	2014 ^{a/}	2015	Absolutas	Porcentuales
I. Total ingresos (A + B + C)	1.518	1.698	179	11,8
A. Ingresos monetarios	1.134	1.201	67	5,9
1. Intereses y rendimientos	667	724	57	8,5
Rendimientos de las reservas internacionales	486	320	(166)	(34,1)
Portafolio de inversión de regulación monetaria (TES)	44	29	(16)	(35,3)
Operaciones activas de regulación monetaria (repos)	137	375	238	173,8
Otras operaciones	0	0	0	88,4
2. Diferencias en cambio	465	475	10	2,2
3. Otros ingresos monetarios	2	3	0	19,1
B. Moneda metálica emitida	187	308	121	64,7
C. Ingresos corporativos	197	188	(9)	(4,7)
1. Comisiones: servicios bancarios y negocios fiduciarios	137	154	16	11,8
Servicios bancarios	65	73	7	11,2
Negocios fiduciarios	72	81	9	12,4
2. Otros ingresos corporativos	60	34	(26)	(42,8)
II. Total gastos (A + B + C + D)	1.613	2.093	480	29,8
A. Gastos monetarios	976	1.362	385	39,5
1. Intereses y rendimientos	881	1.089	208	23,6
Depósitos remunerados: DGCPTN	424	572	148	34,9
Depósitos remunerados de control monetario	443	510	67	15,1
Depósitos por operaciones pasivas de regulación monetaria	14	7	(7)	(51,7)
2. Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior	26	36	10	38,2
3. Comisión de compromiso por crédito flexible con el FMI	27	30	3	11,3
4. Diferencias en cambio	42	206	165	394,0
5. Otros gastos monetarios	0	1	0	53,3
B. Billetes y monedas	149	219	70	47,4
C. Gastos corporativos	430	451	21	4,8
1. Gastos de personal	283	304	21	7,4
2. Gastos generales	59	64	5	8,5
3. Otros corporativos	88	82	(5)	(6,2)
D. Gastos de pensionados	58	61	3	5,8
III. Resultado operacional (I - II)	(94)	(395)	(301)	-

a/ Para efectos comparativos, la ejecución de 2014 se presenta bajo NIIF.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 50
Precio internacional del oro



Fuente: Reuters.

Cuadro 10
Rendimiento de inversiones de las reservas internacionales
(miles de millones de pesos)

	2014	2015
Reservas internacionales	486	320
Rendimiento del portafolio de inversión	480	401
Valoración del oro	2	(87)
Otros	4	6

Fuente: Banco de la República.

de los mayores volúmenes diarios promedio de estas operaciones y de la mayor tasa de remuneración promedio anual⁴⁷.

- La puesta en circulación de la moneda metálica generó ingresos por COP308 mm, superiores en COP121 mm (64,7%), frente a lo observado en 2014, explicados por una mayor demanda y puesta en circulación.
- El resultado neto de los ingresos y egresos originados por las variaciones de la tasa de cambio del peso frente al dólar sobre activos y pasivos en moneda extranjera diferentes a reservas internacionales fue positivo en COP268 mm, producto de la depreciación del peso frente al dólar.
- Los ingresos recibidos por las comisiones por servicios bancarios y negocios fiduciarios ascendieron a COP154 mm, superiores en COP16 mm (11,8%) a las obtenidas en 2014, crecimiento que se explica, principalmente, por las comisiones por el reintegro de exportaciones del convenio con la Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi), así como por la administración de los TES y del Fondo de Ahorro y Estabilización (FAE).

En relación con los egresos, se destaca:

- La remuneración a los depósitos de la DGCPTN fue de COP572 mm, superior en COP148 mm (34,9%) frente a la registrada un año atrás, resultado de los mayores volúmenes promedio de estas operaciones y de la mayor tasa de interés⁴⁸. Este concepto constituye la principal explicación del aumento de los egresos monetarios del Banco durante 2015.
- La remuneración a los depósitos de control monetario ascendió a COP510 mm frente a los COP443 mm (15,1%) observados en 2014⁴⁹.

47 Los volúmenes diarios promedio fueron COP8.254 mm en 2015 y COP3.487 mm en 2014. La tasa de remuneración observada en 2015 fue de 4,65% efectivo anual (e. a.) y de 4,01% e. a. en 2014.

48 El saldo promedio diario de estos depósitos en el Banco de la República fue de COP12.597 mm en 2015 y de COP11.123 mm en 2014. La tasa de remuneración promedio anual observada fue de 4,54% e. a. y de 3,81% e. a., respectivamente.

49 El saldo promedio de estos depósitos en 2015 fue de COP10.135 mm y en 2014 de COP9.389 mm. La tasa de remuneración promedio anual fue de 5,16% e. a. y de 4,84% e. a., respectivamente.

Los mayores egresos se explican, en especial, por la remuneración a los depósitos del Gobierno en el Banco y a los de control monetario, y por el costo de emisión y distribución de especies monetarias.

- Los costos por emisión y distribución de especies monetarias totalizaron COP219 mm, registrando un aumento de 47,4% frente a 2014, debido a la mayor emisión de moneda metálica para atender la demanda.
- Los egresos corporativos se situaron en COP451 mm, con un incremento de 4,8% (reducción de 1,9% en términos reales) frente a los registrados en 2014, como se menciona a continuación:
 - Los gastos de personal, COP304 mm, presentaron una variación de 7,4% (0,6% real). Este gasto contempla los salarios y prestaciones sociales, aportes a la seguridad social, servicio médico, auxilios y capacitación formal. Se incluyen también otros gastos de empleados, como aportes a cajas de compensación, al Instituto Colombiano de Bienestar Familiar, al Servicio Nacional de Aprendizaje, capacitación continuada y viáticos, entre otros.
 - Los gastos generales, COP64 mm, registraron una variación de 8,5% (1,7% real). Este grupo incluye gastos tales como servicios públicos, servicio de vigilancia, mantenimiento de equipos, aseo, *outsourcing*, servicios contratados para la Biblioteca Luis Ángel Arango, adecuaciones a las instalaciones, transporte, combustibles, útiles y papelería, encuestas, estudios especiales, entre otros.
 - Los gastos culturales, COP10 mm, registraron una variación de 5,8% (-0,9% real).
 - Los impuestos, seguros, contribuciones, afiliaciones, depreciaciones, provisiones, amortizaciones, IVA descontable y otros gastos operacionales y no operacionales sumaron COP72 mm y presentaron una reducción de 7,7% (-13,6% real).
- Por último, el gasto de pensiones de jubilación, COP61 mm, presentó una variación de 5,8% (-0,9% real). Este gasto es resultado del costo financiero por concepto de pensiones, servicio médico, auxilios educacionales y el reconocimiento, causación y reintegro de pensiones por parte de Colpensiones.

B. CONSTITUCIÓN DE RESERVAS Y DISTRIBUCIÓN DE UTILIDADES

Los Estatutos del Banco establecen que la Junta Directiva debe aprobar el estado de resultados correspondiente al ejercicio anual, y crear o incrementar una reserva de estabilización monetaria y cambiaria con las utilidades del período, de acuerdo con las previsiones de pérdidas que para los siguientes dos ejercicios muestren los presupuestos del Banco. El remanente de las utilidades, una vez descontada la reserva para atender la inversión neta en bienes para la actividad cultural, y apropiadas las

reservas estatutarias⁵⁰, será de la Nación. Las pérdidas del ejercicio serán cubiertas por el Presupuesto General de la Nación (PGN), siempre y cuando no alcancen a ser enjugadas con la reserva de estabilización monetaria y cambiaria⁵¹.

Asimismo, según lo establecido en la reciente reforma de los Estatutos del Banco⁵², a partir del ejercicio contable de 2015 el saldo de la reserva para fluctuación de monedas se destinará a incrementar la cuenta patrimonial ajuste en cambio del superávit patrimonial. El ajuste en cambio de las reservas internacionales ocasionado por las fluctuaciones de la tasa de cambio del peso con respecto a las monedas en que se encuentran representadas deberá contabilizarse como superávit. El ajuste de cambio desfavorable se aplicará a ese superávit.

Así, el Gobierno Nacional deberá trasladar al Banco de la República COP404 mm por el resultado operacional negativo de COP395 mm y la inversión neta para la actividad cultural de COP9 mm (Cuadro 11).

Cuadro 11
Distribución de utilidades
(miles de millones de pesos)

	2015 ^{a/} bajo NIIF
A. Resultado del ejercicio (pérdida)	(395)
B. Más utilización de reservas	0
Reserva de estabilización monetaria y cambiaria	0
Reserva de resultados cambiarios	0
Reserva para protección de activos	0
C. Menos constitución de reservas	9
Reserva para fluctuación de monedas	0
Reserva de resultados cambiarios	0
Reserva para protección de activos	0
Reserva de estabilización monetaria y cambiaria	0
Inversión neta en bienes para la actividad cultural	9
Resultado neto a favor (+) o cargo del Gobierno Nacional (-)	(404)

a/ Bajo normas internacionales de información financiera (NIIF), la Ley 31 de 1992 y los Estatutos del Banco de la República.
Fuente: Banco de la República.

50 Reservas estatutarias: 1) de estabilización monetaria y cambiaria; 2) para protección de activos, y 3) de resultados cambiarios (artículos 60 y 61 del Decreto 2520 de 1993 y artículo 1 del Decreto 2386 de 2015).

51 Artículos 34, 60, 62 y 63 del Decreto 2520 de 1993.

52 Decreto 2386 de 2015, artículos 1, 2 y 3.

Al cierre de diciembre de 2015 los activos del Banco de la República registraron un saldo de COP160.153 mm, superior en COP32.959 mm al saldo observado un año atrás.

El saldo de los pasivos fue de COP97.077 mm, superior en COP1.813 mm a lo registrado al finalizar el año 2014.

C. ESTRUCTURA FINANCIERA

A continuación se explican las variaciones de los principales conceptos del activo, pasivo y patrimonio del Banco de la República al 31 de diciembre de 2015, frente a los saldos registrados el 31 de diciembre del año anterior (Cuadro 12).

1. Activo

Los activos del Banco de la República registraron un saldo de COP160.153 mm al cierre de diciembre de 2015. Esta cifra es superior en COP32.959 mm (25,9%) al saldo observado en diciembre de 2014, cuando los activos ascendieron a COP127.195 mm. Las principales variaciones de las cuentas del activo se explican por:

- Reservas internacionales: al cierre de diciembre de 2015 las reservas internacionales brutas, valoradas a precios de mercado, alcanzaron un valor de COP147.207 mm (USD46.740 m), superior en COP33.977 mm (30,0%) con respecto al dato observado el 31 de diciembre de 2014. Esta variación es explicada principalmente por: 1) el mayor valor en pesos de las reservas internacionales, originado en especial en la depreciación del peso con respecto al dólar por COP34.768 mm, que se reflejó en el mayor superávit patrimonial y que incrementó el saldo en pesos de las reservas internacionales brutas y 2) el rendimiento por intereses causado en 2015 por COP1.253 mm. Lo anterior se compensó parcialmente con: 1) la valoración a precios de mercado que produjo una disminución en el saldo de las reservas por COP933 mm y 2) la apreciación del dólar frente a las otras monedas de reserva, que redujo su valor en COP1.664 mm.
- Aportes en organismos internacionales: los aportes al finalizar diciembre de 2015 ascendieron a COP3.795 mm, superiores en COP798 mm (26,6%) a los presentados en diciembre de 2014, cuando el saldo fue de COP2.997 mm. Este aumento también obedeció en especial a la depreciación del peso frente al dólar.
- Portafolio de inversiones en moneda nacional: su saldo valorado a precios de mercado fue de COP118 mm en diciembre de 2015, superior en COP116 mm con respecto al cierre del año 2014. Lo anterior fue el resultado de: 1) compras de TES por parte del Banco de la República por COP1.860 mm; 2) traslado de TES por parte del Gobierno al Banco de la República por COP124 mm para cubrir las pérdidas del Emisor registradas en 2014, y 3) la valoración a precios de mercado de su portafolio por COP28 mm. Lo anterior se compensó de manera parcial con los vencimientos del portafolio de TES en poder del Banco de la República por COP1.896 mm. Como resultado, durante el año se incrementó el saldo de estos títulos en poder del banco central.
- Operaciones repo utilizadas para otorgar liquidez transitoria: presentaron un saldo de COP6.908 mm al finalizar diciembre de 2015, lo que significó un incremento de COP23 mm (0,3%) con respecto al cierre de 2014.

Cuadro 12

Estado de la situación financiera del Banco de la República clasificado por criterio económico: resultados a diciembre de 2014 y diciembre de 2015
(miles de millones de pesos)

Cuentas	Diciembre, 2014		Diciembre, 2015		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	127.195	100,0	160.153	100,0	32.959	25,9
Reservas internacionales brutas	113.230	89,0	147.207	91,9	33.977	30,0
Aportes en organismos internacionales	2.997	2,4	3.795	2,4	798	26,6
Inversiones	3	0,0	118	0,1	116	4.298,4
Sector público regulación monetaria	3	0,0	118	0,1	116	4.298,4
Cartera de créditos	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Pactos de reventa: apoyos transitorios de liquidez	6.885	5,4	6.908	4,3	23	0,3
Cuentas por cobrar	42	0,0	47	0,0	5	12,9
Otros activos netos	4.038	3,2	2.077	1,3	(1.961)	(48,6)
Pasivo y patrimonio	127.195	100,0	160.153	100,0	32.958	25,9
Pasivo	95.264	74,9	97.077	60,6	1.813	1,9
Pasivos M/E que afectan reservas internacionales	12	0,0	29	0,0	17	144,8
Base monetaria	69.671	54,8	82.519	51,5	12.848	18,4
Efectivo	45.194	35,5	54.084	33,8	8.890	19,7
Reserva	24.477	19,2	28.435	17,8	3.958	16,2
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	71	0,1	353	0,2	282	397,5
Otros depósitos	75	0,1	43	0,0	(32)	(43,2)
Gobierno Nacional-DGCPTN en M/N	7.606	6,0	4.043	2,5	(3.563)	(46,8)
Gobierno Nacional-DGCPTN en M/E	150	0,1	241	0,2	92	61,1
Depósitos remunerados de control monetario	13.093	10,3	4.935	3,1	(8.158)	(62,3)
Obligaciones con organismos internacionales	4.225	3,3	5.273	3,3	1.048	24,8
Cuentas por pagar	216	0,2	226	0,1	10	4,7
Otros pasivos	146	0,1	(585)	(0,4)	(730)	(501,4)
Patrimonio total	31.930	25,1	63.076	39,4	31.146	97,5
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Reservas por fluctuación de monedas	1.760	1,4	0	0,0	(1.760)	(100,0)
Superávit	31.324	24,6	63.721	39,8	32.397	103,4
Liquidación CEC	453	0,4	521	0,3	67	14,8
Ajuste de cambio	29.223	23,0	63.032	39,4	33.809	115,7
Inversión en activos para actividad cultural y donaciones	325	0,3	169	0,1	(156)	(48,1)
Valorizaciones	1.323	1,0	0	0,0	(1.323)	(100,0)
Otros resultados integrales	0	0,0	(109)	(0,1)	(109)	
Resultados	(1.166)	(0,9)	(395)	(0,2)	771	(66,1)
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	(1.166)	(0,9)	(395)	(0,2)	771	(66,1)
Resultados acumulados proceso de convergencia a NIIF	0	0,0	(153)	(0,1)	(153)	

Fuente: Banco de la República.

El patrimonio ascendió a COP63.076 mm en diciembre de 2015, superior en COP31.146 mm con respecto a la cifra observada en diciembre de 2014.

2. Pasivo

A 31 de diciembre de 2015 el saldo de los pasivos fue de COP97.077 mm, superior en COP1.813 mm (1,9%) a lo registrado al finalizar el año 2014. A continuación se presentan las principales fuentes de variación:

- Base monetaria: el 31 de diciembre de 2015 la base monetaria presentó un saldo de COP82.519 mm, superior en COP12.848 mm (18,4%) al registrado al cierre de 2014, resultado de un incremento de COP8.890 mm en el valor del efectivo y un aumento de COP3.958 mm en la reserva bancaria o encaje.
- Obligaciones con organismos internacionales: en diciembre de 2015 presentaron un saldo de COP5.273 mm, superior en COP1.048 mm (24,8%) al del cierre de 2014. De nuevo, la depreciación del peso frente al dólar explica la mayor parte de esta variación.
- Los depósitos remunerados de control monetario, constituidos desde el año 2012, presentaron un saldo de COP4.935 mm al cierre de diciembre de 2015, inferior en COP8.158 mm (62,3%) al saldo de diciembre de 2014. Este resultado obedece, principalmente, a vencimientos de COP8.703 mm en julio y noviembre de 2015.
- Los depósitos en pesos del Gobierno Nacional, constituidos mediante la DGCPTN en el Banco de la República, tuvieron un saldo de COP4.043 mm al cierre de diciembre de 2015. Este monto es inferior en COP3.563 mm (46,8%) al registrado en diciembre de 2014.

3. Patrimonio

El patrimonio ascendió a COP63.076 mm en diciembre de 2015, superior en COP31.146 mm (97,5%) con respecto a la cifra observada en diciembre de 2014. Este incremento se explica principalmente por: 1) la variación de la cuenta de ajuste de cambio, la cual aumentó en COP33.809 mm como resultado de la depreciación del peso con respecto al dólar que afecta el saldo en pesos de las reservas internacionales; 2) la pérdida del ejercicio en 2015 por COP395 mm, inferior en COP771 mm a la registrada durante el año 2014, y 3) el traslado del Gobierno para enjugar parte de las pérdidas de 2014 por COP124 mm.

D. PRESUPUESTO DE INGRESOS Y GASTOS PARA EL AÑO 2016

El presupuesto para 2016 fue aprobado por la JDBR, previo concepto favorable del Consejo Superior de Política Fiscal (Confis).

El presupuesto de ingresos para el año 2016 contempla un incremento anual de 9,7% frente al de 2015.

El presupuesto del Banco de la República tiene dos componentes principales: los monetarios y los corporativos. Los primeros comprenden los resultados de las funciones como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, administrador de las reservas internacionales, banquero y prestamista de última instancia de los establecimientos de crédito y banco de emisión. Sus resultados monetarios dependen de variables que no están bajo el control del Banco, como son las tasas de interés externas y las fluctuaciones de los precios de mercado (por ejemplo, títulos del portafolio de reservas, TES y oro). Los corporativos incluyen los resultados de la gestión administrativa del Banco, tales como ingresos por comisiones, gastos de personal, gastos de funcionamiento y gastos de pensionados.

Para 2016 se presupuesta un resultado operacional negativo de COP 123 mm, producto de ingresos por COP 1.472 mm y de egresos por COP 1.595 mm (Cuadro 13).

El presupuesto de ingresos para el año 2016 contempla un incremento anual de 9,7% frente a los presupuestados en 2015. Los principales rubros son los siguientes:

- El rendimiento neto de las reservas internacionales se proyecta en COP 720 mm frente a COP 581 mm estimados en 2015. La rentabilidad promedio de las reservas internacionales para 2016 se estima en 0,52%. El presupuesto no supuso variación del precio internacional del oro.
- Se estima que la puesta en circulación de la moneda metálica generará ingresos por COP 326 mm⁵³, con un incremento anual de 21,6% frente a 2015, resultado de su mayor demanda y puesta en circulación.
- El ingreso estimado por las operaciones de liquidez mediante repos (operaciones activas de regulación monetaria) se proyecta en COP 147 mm frente a COP 127 mm incluidos en el presupuesto de 2015⁵⁴; esta variación se explica, principalmente, por el incremento de la tasa de interés de intervención.
- El ingreso neto estimado por el ajuste en cambio es resultado de ingresos por COP 98 mm y egresos por COP 81 mm, producto de la variación del dólar frente al peso sobre los activos y pasivos en moneda extranjera diferentes a reservas internacionales.
- Las comisiones recibidas por el Banco por servicios bancarios y negocios fiduciarios se estiman en COP 145 mm, superiores en 3,6% frente a las presupuestadas un año atrás, principalmente por el mayor ingreso estimado por

53 De acuerdo con los Estatutos del Banco, este ingreso corresponde al valor facial de la moneda metálica puesta en circulación.

54 El presupuesto de 2016 supone un crecimiento nominal anual de la base monetaria de 12,3%, igual al del PIB nominal incrementado en 4,95 pp. Los volúmenes diarios promedio de repos de expansión proyectados para 2016 son de COP 2.880 mm y la tasa de interés promedio de remuneración considera la de referencia (5,25% e. a.), vigente al momento de elaborar el presupuesto. En 2015 se presupuestaron operaciones repo diarias promedio por COP 2.889 mm y una tasa de interés promedio de 4,5% e. a.

Cuadro 13
Presupuesto para 2016 del Banco de la República
bajo normas internacionales de información financiera (NIIF)
(miles de millones de pesos)

	Presupuesto aprobado 2015 ^{a/} (A)	Presupuesto aprobado 2016 (B)	Variación porcentual (B)/(A) - 1
I. Total ingresos (A + B + C)	1.342	1.472	9,7
A. Ingresos monetarios	910	978	7,4
1. Intereses y rendimientos	709	877	23,7
Reservas internacionales	581	720	23,9
Portafolio de inversiones de regulación monetaria (TES)	0	9	-
Operaciones activas de regulación monetaria (repos)	127	147	15,9
Otras operaciones	0	0	106,6
2. Diferencias en cambio	200	98	(50,8)
3. Otros ingresos monetarios	2	3	36,6
B. Moneda metálica emitida	268	326	21,6
C. Ingresos corporativos	163	168	3,0
1. Comisiones: servicios bancarios y negocios fiduciarios	140	145	3,6
Servicios bancarios	63	68	7,4
Negocios fiduciarios	77	77	0,4
2. Otros ingresos corporativos	23	23	(0,6)
II. Total gastos (A + B + C + D)	1.873	1.595	(14,9)
A. Gastos monetarios	1.088	678	(37,7)
1. Intereses y rendimientos	946	513	(45,8)
Depósitos remunerados: DGCPTN	377	357	(5,5)
Depósitos remunerados de control monetario (DRCM)	519	132	(74,5)
Depósitos de operaciones pasivas de regulación monetaria	50	24	(51,7)
2. Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior	34	47	41,0
3. Comisión de compromiso de crédito flexible con el FMI	27	36	36,6
4. Diferencias en cambio	81	81	(0,0)
5. Otros gastos monetarios	0	0	38,9
B. Billetes y monedas	251	323	28,7
C. Gastos corporativos	481	528	9,6
1. Gastos de personal	314	339	8,2
2. Gastos generales	85	97	13,9
3. Otros corporativos	83	92	10,7
D. Gastos de pensionados	53	67	24,9
III. Resultado del ejercicio (I - II)	(531)	(123)	-

a/ Incluye reclasificaciones por la adopción de NIIF.
Fuente: Banco de la República.

El presupuesto de egresos para el año 2016 contempla una reducción anual de 14,9% frente al de 2015.

las comisiones por el reintegro de exportaciones y el pago de importaciones bajo el convenio con la Aladi.

- Otros ingresos corporativos se estiman en COP23 mm, similares a los incluidos en el presupuesto de 2015.

En cuanto a los egresos, para 2016 se presupuestan en COP1.595 mm, con una reducción de 14,9% frente al presupuesto de 2015, en especial por menores egresos monetarios, así:

- Se estima que la remuneración a los depósitos de la DGCPTN en el Banco ascenderá a COP357 mm, con una reducción de 5,5% frente a la proyectada en 2015, especialmente por los menores volúmenes promedio de estos depósitos⁵⁵.
- Se proyecta que el gasto por la remuneración a los depósitos de control monetario, constituidos con recursos provenientes de la colocación de TES para regular la liquidez de la economía, ascenderá a COP132 mm, con una reducción de 74,5% frente al presupuesto para 2015. La reducción de este gasto se explica por el vencimiento de la totalidad de estos TES en julio de 2016⁵⁶. El presupuesto no supuso colocaciones adicionales de TES de control monetario.
- Los costos de emisión y distribución de especies monetarias se calculan en COP323 mm, superiores en 28,7% frente a los estimados un año atrás, resultado de la mayor demanda y emisión de billetes y monedas. Este rubro incluye recursos para la campaña de divulgación de la nueva familia de billetes y para el proyecto de ley del nuevo peso; este último en el evento en que sea aprobado por el Congreso de la República.
- Los egresos corporativos se proyectan en COP528 mm, con una variación de 9,6% anual (6,4% real), frente al presupuesto de 2015, de los cuales COP340 mm corresponden a gastos de personal y COP97 mm a gastos generales.
- Los gastos de personal se estiman con un crecimiento anual de 8,2% (5,0% real), de acuerdo con los incrementos salariales pactados en la convención colectiva vigente, y al aumento de la planta para atender las nuevas sedes culturales en San Andrés, Manizales y Buenaventura.

55 Los volúmenes diarios promedio de depósitos de la DGCPTN estimados para el presupuesto de 2015 fueron de COP8.600 mm, en tanto que el presupuesto de 2016 contempló volúmenes diarios promedio de COP6.970 mm. La tasa proyectada en el presupuesto de 2015 fue 4,50% e. a. y en el presupuesto de 2016, de 5,25% e. a.

56 El saldo promedio diario de estos depósitos se presupuestó para 2016 en COP2.454 mm.

- En cuanto a los gastos generales, se estiman con un crecimiento de 13,9% (10,6% real), los cuales contemplan, entre otros, los gastos por servicios públicos, vigilancia, aseo, mantenimiento de equipos de infraestructura eléctrica, sistemas de aire acondicionado, de tecnología y del área de Tesorería, y los gastos correspondientes a las nuevas sedes culturales; estos gastos están afectados por el incremento del salario mínimo⁵⁷ y por la tasa de cambio.
- Otros gastos corporativos, tales como impuestos, seguros, depreciaciones, deterioro (provisiones) y amortizaciones, IVA descontable, contribuciones y afiliaciones, gastos culturales y becas a personas diferentes a empleados, se estiman en COP 92 mm, con un incremento de 10,7% anual (7,4% real).
- Por último, se proyecta que los gastos de pensionados ascenderán a COP 67 mm, resultado de cálculos actuariales y estadísticos que incluyen diferentes variables (género, edad, expectativas de vida, tasas de interés, etc.).

⁵⁷ Contratos que involucran mano de obra, tales como vigilancia, aseo, cafetería, los *outsourcing* de servicios generales, servicios informáticos, fotocopiado, microfilmación, atención de depósitos y mesones en la Biblioteca Luis Ángel Arango, entre otros.

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 (BIS, por su sigla en inglés). De acuerdo con la autorización conferida, el Banco suscribió 3.000 acciones del BIS por un valor de 65.712.000 derechos especiales de giro (DEG), 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 2 de julio de 2015 el Banco recibió por concepto de dividendos USD 949.315, correspondientes al ejercicio contable del BIS 2014/2015 (abril de 2014 a marzo de 2015), lo cual equivale a una rentabilidad anual del 1,0%¹.

La incorporación del Banco de la República al BIS 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, además, un foro de discusión para intercambiar puntos de vista y experiencias en temas que son de especial relevancia para la comunidad de bancos centrales, lo que contribuye a entender mejor los desafíos que afectan a varios países y a implementar medidas de política apropiadas.

Durante 2015, y por segundo año consecutivo, el gerente general del Banco de la República, doctor José Darío Uribe, presidió el Consejo Consultivo para las Américas (CCA), el cual está conformado por los gobernadores de los bancos

centrales del continente americano miembros del BIS². En el marco de las actividades coordinadas por el CCA, el Banco participó en proyectos de investigación que buscan modelar la adopción de medidas macroprudenciales, y evaluar su efectividad e interacción con la política monetaria. Dentro de estos se destaca el proyecto conjunto realizado por los países miembros para evaluar el impacto de las medidas macroprudenciales. Para ello, en una primera fase se utilizaron modelos estándar propuestos por el BIS, que permiten obtener resultados comparables. En una segunda fase se realizó investigación aplicada a cada país.

Por otra parte, el Banco participa en el Grupo Consultivo de Directores de Operaciones (GCDO), red de representantes de los bancos centrales responsables de las operaciones de mercado abierto y del mercado cambiario, en el grupo de directores de estabilidad financiera y en grupos de trabajo relacionados con la gestión de las reservas internacionales. Asimismo, el Banco y la Superintendencia Financiera de Colombia son miembros del Consejo de Estabilidad Financiera para las Américas del BIS, ente consultivo regional que coordina el desarrollo de políticas para mejorar la estabilidad financiera.

1 La Asamblea General del BIS aprobó el pago de un dividendo de 225 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.

Recuadro 3

TRATAMIENTO CONTABLE DE LAS FLUCTUACIONES CAMBIARIAS DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Como parte del proceso de modernización del marco contable del Banco de la República y de convergencia hacia las normas internacionales de contabilidad, se revisó el tratamiento contable de las fluctuaciones cambiarias de las reservas internacionales, tomando como referencia las normas internacionales de información financiera (NIIF), en los aspectos que no resulten contrarios al régimen especial del Banco, contenido en la Ley 31 de 1992 y en sus Estatutos¹.

Según las NIIF, las fluctuaciones cambiarias de las reservas internacionales deben registrarse en el estado de resultados². Por su parte, la Ley 31 de 1992 establece que “Las reservas internacionales deberán contabilizarse a precios de mercado. Los cambios en el valor de las reservas internacionales no afectarán los ingresos o egresos del Banco”³. Por tanto, para registrar las fluctuaciones cambiarias de las reservas internacionales, el Banco debe adoptar el tratamiento contable que señalan la ley y sus estatutos.

El tratamiento contable de las fluctuaciones cambiarias de las reservas internacionales fue reglamentado en los Estatutos del Banco, según lo dispuesto en la Ley 31 de 1992. En diciembre de 2015 los Estatutos fueron modificados con el propósito de unificar el criterio contable en el registro de las fluctuaciones cambiarias de las reservas internacionales, teniendo en cuenta la ley del Banco y la práctica de varios bancos centrales.

La mayoría de los bancos centrales coincide en no distribuir el resultado de las fluctuaciones cambiarias o transferir solamente la porción realizada. Por ejemplo, los bancos centrales que hacen parte del sistema euro registran en el patrimonio las ganancias no realizadas, y algunos de ellos constituyen provisiones en el estado de resultados por concepto de riesgos financieros. Otros bancos centrales que aplican o utilizan NIIF como referente, si bien registran resultados positivos

por diferencial cambiario, los llevan al patrimonio, evitando su distribución (p. e.: Chile⁴, Perú, México y Costa Rica). En todos los casos analizados, las fluctuaciones cambiarias de las reservas internacionales se registran en un mismo componente de los estados financieros, sin diferenciar si corresponden a moneda local/divisa o divisa/divisa.

Según los Estatutos del Banco, expedidos mediante el Decreto 2520 de 1993, el tratamiento contable de las fluctuaciones cambiarias de las reservas internacionales diferenciaba el origen de dicha fluctuación. Las variaciones en el valor de las reservas internacionales provenientes de las fluctuaciones peso/dólar (ajuste de cambio) se contabilizaba directamente en el patrimonio, en tanto que las fluctuaciones dólar/divisa (diferencial cambiario) constituían ingresos o egresos del Banco⁵, y se incorporaban al patrimonio al cierre del ejercicio y distribución de utilidades. En efecto, si el resultado por diferencial cambiario era positivo, se trasladaba al patrimonio para incrementar la reserva para fluctuaciones de monedas, en caso de registrar utilidades, o se enjugaba contra esta reserva en caso de obtener un resultado negativo⁶.

En diciembre de 2015 el Gobierno expidió el Decreto 2386 mediante el cual se modificaron los Estatutos del Banco para unificar el tratamiento contable de las fluctuaciones cambiarias de las reservas internacionales. A partir del ejercicio contable de 2015 el ajuste de cambio de las reservas internacionales, originado tanto por las fluctuaciones peso/dólar, como dólar/divisa, se contabiliza directamente en el patrimonio como superávit. El saldo vigente de la reserva para fluctuación de monedas (COP 705 mm) se destinó a incrementar la cuenta ajuste de cambio del superávit patrimonial. Esta disposición de los Estatutos del Banco está acorde con la Ley 31 de 1992⁷ y con la práctica de los bancos centrales,

1 La Contaduría General de la Nación expidió la Resolución 743 de 2013, modificada por las resoluciones 598 de 2014, 662 de 2015 y 024 de 2016, que establecen que el Banco de la República aplicará el marco normativo dispuesto en el anexo del Decreto Nacional 2784 de 2012 (reglamentario sobre el marco contable técnico para los preparadores de información financiera pertenecientes al Grupo 1), salvo en los aspectos que resulten contrarios a su régimen especial contenido en la Ley 31 de 1992 y en sus Estatutos, expedidos mediante el Decreto 2520 de 1993, y modificados por el Decreto 2386 de 2015.

2 Norma internacional contable (NIC) 21 “Efectos de las variaciones en los tipos de cambio de la moneda extranjera”.

3 Ley 31 de 1992, artículo 27, numeral 4.

4 El Banco Central de Chile, no obstante que registra los diferenciales cambiarios en el estado de resultados, no ha distribuido utilidades dado que tiene un patrimonio negativo.

5 Decreto 2520 de 1993, artículo 62, numeral 4.

6 Ley 31 de 1992, artículo 27, numeral 8, literal e) y Decreto 2520 de 1993, artículo 61, numeral 3.

7 Los Estatutos del Banco, acorde con lo establecido en la Ley 31 de 1992, determinan que los cambios en el valor de las reservas internacionales no deben afectar los ingresos y egresos del Banco. Como se recordará, la ley del Banco corrigió los inconvenientes asociados con el manejo de la antigua cuenta especial de cambios (CEC), cuyo principal ingreso eran las utilidades por diferencial cambiario de las reservas internacionales. Según la ley, el ajuste por tasa de

los cuales no aplican un tratamiento asimétrico a estos dos componentes.

En síntesis, con el nuevo marco contable del Banco basado en NIIF, los estados financieros suministran información más fiable y relevante sobre los efectos de las transacciones, otros eventos o condiciones que afectan la situación financiera del Banco. Estos aspectos están relacionados con: 1) la consistencia en el registro contable de las fluctuaciones cambiarias de las reservas internacionales en un solo componente (el patrimonio) lo cual elimina la asimetría del tratamiento anterior, y 2) reduce la volatilidad en el estado de resultados, lo cual facilita la comprensión de los estados financieros del Banco por parte de los usuarios y la proyección anual del estado de pérdidas y ganancias.

cambio de las reservas internacionales no debe afectar los ingresos o egresos del Banco, disposición que evita monetizar el efecto de la depreciación del peso sobre el saldo de las reservas internacionales y reduce la volatilidad en los ingresos y egresos del Banco y en las cuentas fiscales; esto facilita el manejo monetario y el cumplimiento de los objetivos constitucionales y legales del Banco.

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 gestionar 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 administrar el 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 rápido.

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 cuasisoberanas 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. Adicionalmente, se limitan las exposiciones máximas por sector y por emisor con el fin de mitigar 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 cubrir los pagos del país en el exterior, ya que estos se hacen en muchas divisas. Teniendo en cuenta que las cotizaciones de las monedas son altamente volátiles y con frecuencia

1 Un ejemplo de un compendio 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>

no tienen tendencias definidas en el largo plazo, el impacto del riesgo cambiario se mitiga mediante la cuenta patrimonial “ajuste de cambio” de que trata el numeral 4 del artículo 62 del Decreto 2520 de 1993 (Estatutos del Banco de la República), la cual aumenta en los años cuando las monedas se fortalecen frente al dólar, y disminuye 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 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 ISDA². Si no se cuenta con dicho contrato, la calificación mínima es A+.

2. Tramos del portafolio de inversión

El portafolio de inversión está conformado por tres tramos: el tramo de corto plazo, el tramo 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 capital de trabajo 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 garantizar 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 diciembre de 2015 el valor del tramo de corto plazo era de USD 29.605,53 m, de los cuales USD 1.210,44 m corresponden al capital de trabajo y USD 28.395,48 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. El objetivo del tramo de mediano plazo es maximizar la rentabilidad ajustada por riesgo en dólares estadounidenses, la moneda en la cual se valoran las reservas 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

2 El contrato marco establecido por la International Swaps and Derivatives Association (ISDA) tiene como objetivo establecer los términos y condiciones que rigen para 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.

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. En la actualidad el tramo de mediano plazo está conformado por portafolios de manejo activo que buscan generar una rentabilidad más alta que el índice de referencia⁵. A diciembre de 2015 el valor del tramo de mediano plazo ascendía a USD 15.126,31 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 diciembre de 2015 el valor de mercado del oro en las reservas ascendía a USD 119,38 m.

Los títulos valores 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 intenta 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 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 86% dólares de los Estados Unidos, 7% dólares australianos, 3% dólares canadienses, 1% libras esterlinas, 2% dólares

5 En la sección Programa de administración externa se explica que uno de los siete portafolios activos es administrado directamente por el Banco de la República y el resto por agentes 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-.

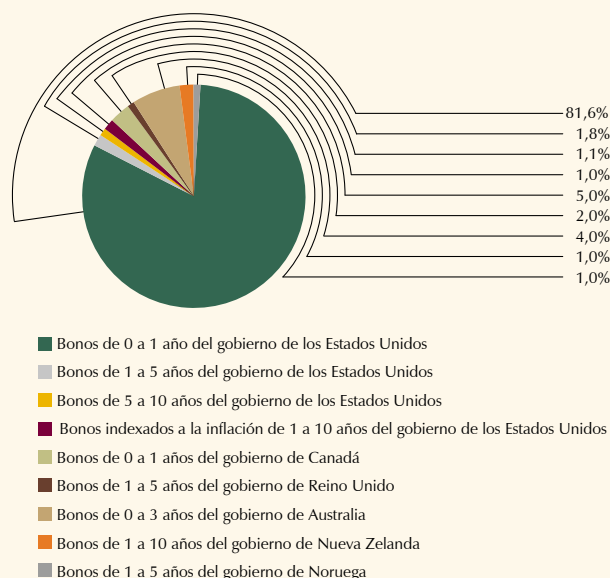
7 En los mercados de capitales un índice de referencia hace alusión a una canasta de activos con ponderaciones predeterminadas de acuerdo con ciertas reglas que definen su composición. En general, un índice intenta replicar de una manera amplia el comportamiento de un mercado de activos financieros y 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 para medir de manera adecuada los instrumentos permitidos en este portafolio.

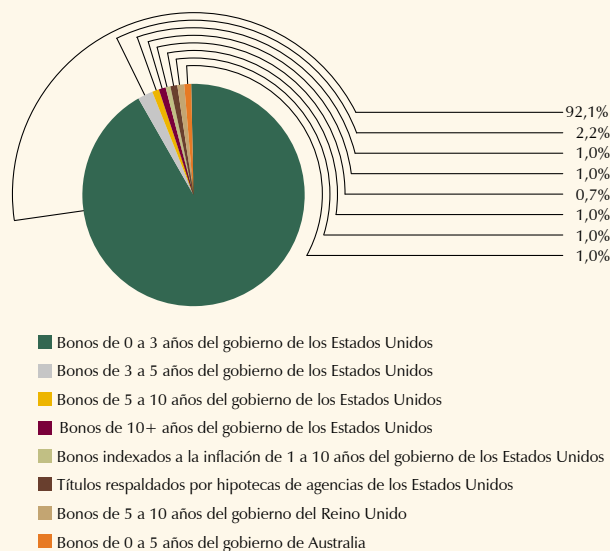
9 Véase el Recuadro “Nueva composición cambiaria del portafolio de reservas internacionales” en el *Informe al Congreso* de marzo de 2012 para una explicación detallada de la metodología de composición cambiaria de las reservas.

Gráfico A1.1
Composición del índice de referencia del tramo de inversión
(información al 31 de diciembre de 2015)

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.

neozelandeses y 1% 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 las restricciones de composición cambiaria y de retornos positivos en doce meses, se busca que el portafolio maximice la rentabilidad ajustada por riesgo¹⁰.

Para construir el 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.

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 de 0,8 y la del tramo de mediano plazo es de 1,8¹².

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 31.523,06 m o 70,28% del portafolio de inversión). El resto de los recursos del tramo de mediano plazo es gestionado por administradores externos de portafolios.

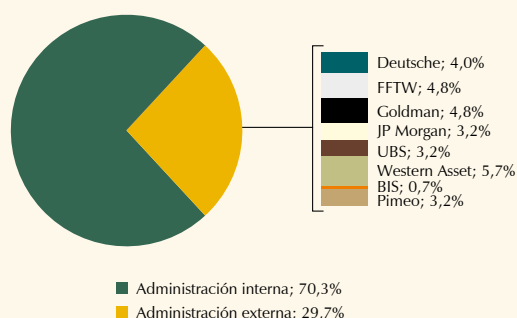
Al finalizar diciembre de 2015 el programa de administración externa ascendía a USD 13.328,16 m (29,72% del portafolio de inversión). El propósito de utilizar firmas externas es generar retornos superiores al índice de referencia y capacitar a los funcionarios del Banco en la gestión de inversiones internacionales. Las firmas escogidas para participar en el programa tienen una alta capacidad de análisis de los mercados financieros

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
(información al 31 de diciembre de 2015)



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

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, JP Morgan 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 o se revisa su continuidad en el programa. Las inversiones en los fondos administrados por el Banco de Pagos Internacionales (BIS por su sigla en inglés) también se consideran parte del programa de administración externa. A estos fondos solamente tienen acceso los bancos centrales y entidades multilaterales, y 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 103,07 m), un fondo de títulos emitidos por el gobierno de China (USD 101,69 m) y un fondo de títulos emitidos por el gobierno de Corea (USD 97,05).