



Banco de la República


Bogotá D. C., Colombia

Gerencia General

COPIA
GG-18111

Bogotá, 14 de agosto de 2015

Doctora
ELIZABETH MARTINEZ BARRERA
Secretaria General
COMISIÓN TERCERA CONSTITUCIONAL PERMANENTE
CÁMARA DE REPRESENTANTES
Ciudad

	
COMISIÓN TERCERA CAMARA DE REPRESENTANTES	
Recibido Por:	<i>[Signature]</i>
Fecha:	14-08-15
Hora:	11 AM
Número de Radicado:	128

Ref.: DER-BOG-26834-2015

Asunto: Proposición No. 11 del 28 de julio de 2015.

Respetada Doctora Elizabeth:

Me refiero a su comunicación de la referencia mediante la cual anexa el cuestionario aprobado con la proposición No. 11 del 28 de julio de 2015. Al respecto me permito dar respuesta a las preguntas formuladas.

1. ¿Cuánto calculan ustedes que será el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos para el año 2014 y estimado 2015?, ¿Ese déficit que ustedes calculan cómo será financiado?

De acuerdo con la Balanza de Pagos de 2014, el déficit en la cuenta corriente del país fue de 19.549 millones de dólares equivalentes a 5.2% del PIB de ese año. Dicho déficit se financió principalmente con ingresos de capitales de largo plazo, destacándose los relativos a inversiones extranjeras directas (USD 16.257 millones -m-) e inversiones extranjeras de cartera¹ (USD 18.661 m).

Durante el primer trimestre de 2015 la balanza de pagos del país registró un déficit en la cuenta corriente de USD 5.136 m (7,0% del PIB trimestral), superior en USD 1.103 m al

¹ Incluye la colocación en los mercados internacionales de títulos de deuda de largo plazo emitidos por entidades del sector público y empresas del sector privado, y la compra de TES y acciones en el mercado local por parte de inversionistas extranjeros.



Banco de la República

Bogotá D. C., Colombia

Gerencia General

registrado en el mismo período del año anterior, cuando se situó en USD 4.032 m (4,6% del PIB trimestral). Para el resto del año se estima una progresiva reducción del desbalance externo corriente, frente a lo observado en el primer trimestre.

La proyección de la balanza de pagos para todo 2015 prevé un déficit de la cuenta corriente en dólares menor que el observado en 2014, debido a una mayor reducción de los egresos frente a la contracción de los ingresos corrientes. No obstante, dada la fuerte depreciación del peso y la consecuente reducción del valor en dólares del PIB nominal, se estima que en 2015 el déficit en la cuenta corriente como proporción del PIB estará alrededor de 5,6% (en el escenario más probable), cifra superior a lo registrado en 2014 (-5,2%). Los supuestos asociados a esta estimación y los detalles del comportamiento esperado de los ingresos y egresos corrientes para 2015 se encuentran en el Informe al Congreso (páginas 64 a 66).

En términos del financiamiento, se estima una moderación de los flujos netos de capitales hacia el país. Como se observó en el primer trimestre del año, los recursos por inversión extranjera directa (IED) para 2015 serían menores a los de 2014 en un contexto de reducción de inversiones del sector minero-energético y menores perspectivas de crecimiento para la inversión en el resto de sectores. Asimismo, los flujos de inversión de cartera (títulos de deuda local, bonos y participaciones de capital) se proyectan significativamente por debajo a los del año anterior, dado el efecto base de los importantes ingresos observados en 2014, producto de la recomposición del índice de deuda pública emergente de JP Morgan. Lo anterior estaría compensado, en parte, por mayores flujos esperados de otros ingresos de capital, en especial de los préstamos hacia el sector público no financiero y menores egresos netos por constitución de activos en el exterior.

2. ¿Cuál es el menor volumen de inversión extranjera directa en el país en lo que ha corrido del año 2015 y al cierre del 2014?

De acuerdo con la última información disponible de la balanza de pagos del país, en el primer trimestre de 2015 el flujo de inversión extranjera directa en Colombia fue de 2.825 millones de dólares. Este monto es inferior en 989 millones de dólares (-26%) frente al registrado un año atrás y en 879 millones de dólares (-24%) en comparación con lo observado en el cuarto trimestre de 2014.

Durante 2014 por inversión extranjera directa en Colombia se recibieron 16.257 millones de dólares, con un aumento de 48 millones de dólares (0.3%) respecto a lo recibido en 2013.

3. ¿Cuál es el volumen total de la disminución de la inversión interna y externa en Colombia en que ha corrido del año 2015 y al cierre del 2014?



Banco de la República

Bogotá D. C., Colombia

Gerencia General

Por concepto de inversión extranjera en Colombia (incluye los flujos de inversión extranjera directa y los de cartera) durante el primer trimestre de este año se recibieron 6.885 millones de dólares, monto inferior en 1.160 millones de dólares (-14%) al de un año atrás, y superior en 1.177 millones de dólares (21%) en comparación con lo recibido en el cuarto trimestre de 2014.

En 2014 los flujos por inversión extranjera directa y de cartera totalizaron 34.918 millones de dólares, con un aumento de 7.636 millones de dólares (28%) respecto al contabilizado en 2013.

4. **¿Cómo ven ustedes el tema de las tasas de interés en los Estados Unidos?**
¿Es cierto como ha salido en las noticias, que se van a incrementar en el mes de diciembre por parte de la FED? ¿Cuál será el efecto que eso tendrá en la economía colombiana?

Los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) de la Reserva Federal (Fed) han dado señales de que incrementarían su tasa de interés, por primera vez desde la más reciente crisis financiera, hacia la última parte del año. De acuerdo con la mediana de la proyección publicada en junio por el FOMC, la tasa de referencia a diciembre de 2015 se situaría entre 0,50% y 0,75%, lo cual representaría un incremento acumulado de 50 puntos base (pb). No obstante, existe una gran incertidumbre entre los principales analistas económicos sobre si la primera subida ocurriría en septiembre o en diciembre y sobre la magnitud del incremento.

Respecto a los efectos sobre la economía colombiana, el escenario central de pronóstico del equipo técnico del Banco contempla una transmisión ordenada de esta subida a los mercados financieros internacionales. En este contexto se espera que se presenten nuevos incrementos en las primas de riesgo y en las tasas externas relevantes para Colombia, una mayor depreciación del peso colombiano y una moderación en los flujos de capitales que entrarían al país. Sin embargo, dado que en buena parte este choque ha sido anticipado por los agentes de los mercados financieros, se espera que estos movimientos sean pequeños y que tengan un impacto adicional limitado sobre la actividad real y sobre la confianza.

De todas formas no se puede descartar una reacción desordenada de los mercados financieros internacionales. En este caso, los movimientos de las tasas de interés externas y del tipo de cambio serían más fuertes que los descritos, e incluso podrían presentarse salidas en los flujos de portafolio del país, lo cual resentiría de forma considerable la confianza de los agentes y la actividad económica del país.



Banco de la República

Bogotá D. C., Colombia

Gerencia General

5. ¿Cuál es el valor adicional al servicio de la deuda de Colombia teniendo en cuenta la devaluación de lo que ha corrido del año?

De acuerdo con la última información disponible, entre enero y abril de 2015 el servicio de la deuda externa² del país se ubicó en 3.430 millones de dólares, equivalentes a 8.493.820 millones de pesos calculados con base en la tasa de cambio peso-dólar (TRM) promedio³ de este período.

Teniendo en cuenta que la TRM promedio observada entre enero y abril de 2015 se devaluó 24.4% al compararla con la de igual período de 2014⁴, el valor adicional del servicio de la deuda externa por efecto de esta devaluación fue de 1.667.496 millones de pesos.

6. La canasta de monedas en que están representadas las reservas internacionales de Colombia ¿qué utilidades dieron en el año anterior? ¿Cuáles son las estrategias para mejorar la rentabilidad de estos fondos? ¿Ese nivel de reservas es el adecuado o ustedes creen que deberá ser superior o menor y por qué?

La Ley 31 de 1992 define que la inversión de los activos de reserva se hará sujeta a los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad. Las reservas internacionales se invierten en instrumentos con un alto grado de seguridad y liquidez, tal como los bonos de gobierno de países que tienen calificaciones crediticias altas. El dólar estadounidense es la moneda más importante pero también se hacen inversiones en otras monedas como el dólar canadiense y la libra esterlina. Como las reservas internacionales se valoran en dólares estadounidenses, las variaciones de las tasas de cambio afectan la rentabilidad. En 2014 la rentabilidad de las reservas en dólares fue negativa en 0,57% (USD 261,3 m), debido a que las principales monedas de los países desarrollados se depreciaron frente al dólar de los Estados Unidos. Al descontar el efecto de las tasas de cambio, se obtuvo una rentabilidad positiva de 0,54% (USD 244,8 m) en el año. Esto último se explica por el hecho que las tasas de interés en los principales países desarrollados se mantuvieron en niveles históricamente bajos.

El Banco de la República frecuentemente evalúa e implementa políticas para mejorar la rentabilidad de las reservas internacionales, sujeto a que se mantenga un alto nivel de seguridad y liquidez. El principio que fundamenta estas decisiones es el de mantener una adecuada diversificación de las reservas ya que es imposible predecir con certeza el comportamiento de cada una de las inversiones que hacen parte de un portafolio. De esta

² Incluye las amortizaciones de capital y pago de intereses efectuados por entidades públicas y empresas del sector privado.

³ Cifra calculada con la tasa de cambio promedio diaria (sin festivos) observada entre enero y abril de 2015.

⁴ Cifras calculadas con la tasa de cambio promedio diaria (sin festivos) para cada período. Entre enero y abril de 2014 la TRM promedio fue de \$1.990,22. En igual período de 2015 esta es de \$2.476.



Banco de la República

Bogotá D. C., Colombia

Gerencia General

manera, se invierte en títulos con diferentes plazos al vencimiento, en diferentes monedas y en diferentes tipos de emisores (gobiernos, entidades relacionadas con gobiernos, autoridades locales y empresas financieras y del sector real). Con el fin de manejar los riesgos de las inversiones dentro de parámetros y niveles aceptables, se definen límites estrictos para las exposiciones y se cuenta con una estructura interna para monitorear y gestionar el riesgo. Es importante tener en cuenta que la rentabilidad de las reservas depende finalmente de las condiciones de mercado, particularmente del comportamiento de las tasas de interés y de las tasas de cambio en los países donde se invierte.

Finalmente, de acuerdo con varios indicadores de liquidez internacional (por ejemplo reservas/importaciones, reservas /agregado monetario y reservas/amortizaciones de deuda externa entre otros) el nivel de reservas internacionales de Colombia es adecuado. En el Cuadro 9 (p. 69) del Informe al Congreso puede observarse los indicadores de las reservas internacionales a los que el Banco de la República hace seguimiento.

7. Ya hay brotes o síntomas inflacionarios, ¿cómo lo proveen Uds.?

La inflación anual al consumidor acumula varios trimestres de aumentos continuos y a julio de este año se situó en 4,46%, superando el techo del rango meta establecido por la JDBR. En Informes al Congreso y de Inflación publicados anteriormente ya se preveía esta tendencia ascendente, que obedece a diferentes causas dentro de las que sobresalen: una oferta agropecuaria reducida por los bajos precios alcanzados por los alimentos en el pasado y por unas condiciones climáticas poco favorables; la fuerte depreciación del tipo de cambio desde mediados de 2014 que ha afectado precios de bienes finales y costos de insumos; un mayor ajuste en precios indexados como resultado del mismo aumento de la inflación a finales del año anterior por encima del 3,0%; y algunos otros choques aislados.

El Banco prevé que algunas de las causas que motivaron esta alza empiecen a ceder en la segunda mitad del año en curso y sobretodo en el primer semestre de 2016 en la medida en que son fenómenos transitorios, permitiendo el retorno gradual de la inflación al consumidor al rango meta. Tal es el caso de la oferta de alimentos que debería reaccionar en los siguientes meses a los altos precios de la actualidad, permitiendo descensos en sus niveles. De igual manera, la depreciación del peso, en la medida en que no se prolongue, debe tener un impacto pasajero en precios y costos que no debería extenderse más allá de cuatro a seis trimestres. Adicionalmente, el debilitamiento previsto de la demanda en los próximos trimestres reducirá las presiones sobre los precios, lo cual se complementa con unas expectativas de inflación que permanecen ancladas en la meta del 3,0%.

Como todo pronóstico, lo anterior no está exento de riesgos e incertidumbre. En la actualidad probablemente hay más riesgos al alza que a la baja. Esto podría ser el resultado, por ejemplo, de una continuación de la depreciación del tipo de cambio contra



Banco de la República

Bogotá D. C., Colombia

Gerencia General

el dólar y otras monedas por un período largo, o de un desanclaje de las expectativas de inflación frente a la meta.

8. ¿Cuál ha sido el efecto en el consumo en Colombia por efectos de la devaluación del peso colombiano frente al dólar? ¿Cómo piensan ustedes incentivar el consumo de los productos colombianos?

El principal efecto de una mayor tasa de cambio sobre el consumo se da a través de un incremento de los precios de los bienes transables (exportables e importables), que son los más sensibles a los movimientos de esta variable. En consecuencia, su impacto sobre la dinámica de este agregado dependerá de qué tanto pesan este tipo de bienes dentro de la canasta de los hogares colombianos. De acuerdo con el DANE, dichos bienes corresponden al 38 % de la canasta del consumidor. Al cierre del segundo trimestre de 2015, el segmento transable sin alimentos ni regulados de la canasta registró un incremento anual en sus precios de alrededor de 4,2%, superior al observado en marzo (3,5%) y en diciembre pasado (3,3%). Estas cifras confirman la senda ascendente que se viene observando desde septiembre del año pasado para los precios de este tipo de bienes, en línea con las alzas en las cotizaciones del dólar estadounidense. Se prevé que la depreciación del peso colombiano, que se inició con fuerza en julio del año pasado, continúe afectando los precios de los bienes transables a lo largo de los próximos meses, debido al rezago con que operan los procesos de formación de precios en la economía colombiana.

Las mayores presiones inflacionarias se vienen observando para bienes como vehículos, electrodomésticos en general y algunos artículos de aseo personal. En el caso de vehículos, cuyo peso en el índice de precios al consumidor es de 4,4%, siendo el tercer rubro más importante después de arriendos y comidas fuera del hogar, se acumuló una variación en sus precios de 8,5% en los primeros seis meses, según cifras del DANE.

Estas alzas en los precios han desincentivado el consumo de estos productos durante el primer semestre del año y se prevé que lo siga haciendo para lo que resta de 2015. Según las cifras de cuentas nacionales trimestrales publicadas por el DANE, en los primeros tres meses del año el gasto de los hogares en consumo de bienes durables y semidurables se desaceleró frente a los registros de finales de 2014. En el primer caso, se observó un crecimiento anual de 3,0%, menor que el 13,0% del cuarto trimestre del año pasado⁵. En el segundo, la expansión fue de 4,2%, también por debajo del 7,3% de finales de 2014. La suma de estos dos renglones del gasto privado (que no incluye bienes no durables como

⁵ Es importante resaltar que en noviembre de 2014 se realizó el XIV Salón del Automóvil, evento bienal cuyo objetivo es dinamizar las ventas del sector. Por ello, la base del cuarto trimestre del año pasado es alta, por lo cual los resultados de las comparaciones entre trimestres pueden ser distorsionadas.



Banco de la República

Bogotá D. C., Colombia

Gerencia General

alimentos) tiene un peso de cerca del 15,5% dentro de la canasta de consumo de las familias colombianas.

Fuera del canal anterior, la depreciación puede afectar el consumo a través de otros mecanismos. Por ejemplo, el mayor precio del dólar podría estar afectando el consumo y los precios de los bienes y servicios no transables, a través de un aumento en los costos de los insumos que son utilizados en su producción.

9. **¿Está el país generando superávit o déficit primario? ¿De qué monto es el mismo? No se ve ningún síntoma de intención de ahorro por parte del Gobierno Nacional.**

De acuerdo con el último Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP), al cierre del año 2014 el Gobierno Nacional Central (GNC) contabilizó un déficit primario por un monto equivalente a 0,2% del PIB. Para los años 2015 y 2016 el Gobierno Nacional estima un déficit primario de 0,4% y 0,8% del PIB, respectivamente. El mayor desbalance entre los ingresos y los gastos primarios del GNC tiene origen en la reducción de los ingresos provenientes del petróleo por la caída de las cotizaciones internacionales del crudo (ver Cuadro 1).

Cuadro 1

**BALANCE FISCAL TOTAL Y PRIMARIO
GOBIERNO NACIONAL CENTRAL
(% PIB)**

Concepto	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (py)	2016 (py)
Ingresos totales	13,8	15,2	16,1	16,9	16,7	16,3	15,6
Gastos totales*	17,6	18,0	18,4	19,2	19,1	19,2	19,1
BALANCE TOTAL	-3,9	-2,8	-2,3	-2,3	-2,4	-3,0	-3,6
Intereses	2,7	2,7	2,6	2,3	2,2	2,6	2,8
BALANCE PRIMARIO	-1,1	-0,1	0,2	0,0	-0,2	-0,4	-0,8

Fuente: MFMP 2015 y DGPM-Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Py: proyectado.

* No incluye los costos de reestructuración financiera

10. **¿Cuál creen ustedes que fue el resultado para la industria y para el empresariado colombiano en general, de la Reforma Tributaria (del año 2014) y del Plan PIPE (2014-2015)?**

El 15 de abril de 2013 el Gobierno Nacional anunció la puesta en marcha del PIPE (Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo) y su continuación con el PIPE 2.0 a mediados de 2015, los cuales fueron creados con el fin de implementar políticas contra-cíclicas, que buscaban dinamizar la economía y la generación de empleo



Banco de la República

Bogotá D. C., Colombia

Gerencia General

Entre los resultados más sobresalientes se destacan los observados para el caso de la construcción, en particular la destinada a la vivienda. En el primer PIPE, se otorgaron subsidios a la tasa de interés para 32 mil viviendas de clase media, que promediaban valores entre 80 y 200 millones de pesos, a través de los recursos del FRECH. En particular, en un esfuerzo conjunto con la banca nacional se redujo la tasa hipotecaria para los créditos de vivienda incluidos en el programa, desde un 12,5% a niveles del 10,5% en promedio para VIS y 11% para No VIS, y adicionalmente el Gobierno Nacional otorgó un subsidio a la tasa de interés de 2,5%, con lo cual el deudor pagaría una tasa de interés desde el 7% efectivo anual. También se debe destacar la presencia de otros programas de interés prioritario, que consistían en la construcción de más de cien mil viviendas para familias colombianas que no podían acceder a vivienda propia. En parte como resultado de este plan, el PIB de edificaciones pasó de crecer 5,9% en 2012, a 11,2% y 7,4% en 2013 y 2014, respectivamente. Se debe señalar, que este sector presenta una alta generación de empleo. En particular, para 2014 de acuerdo con la Gran Encuesta Integrada del DANE se emplearon 93 mil personas en la construcción respecto al año anterior.

Por su parte, el PIPE 2.0 busca continuar promoviendo el desempeño de la construcción en la segunda mitad de 2015 y para 2016. En términos del valor agregado, las estimaciones sugieren que el sector crecería alrededor de 3,0% y entre 5% y 6% en los próximos dos años. Se espera que sus efectos se sientan en la segunda mitad del año y sobretodo en 2016.

Con respecto a la industria, es importante mencionar que según el Departamento Nacional de Planeación (DNP) el sector de la construcción puede llegar a estimular hasta el 25% de la actividad manufacturera gracias a los diferentes encadenamientos entre ambas ramas de actividad. Por ejemplo, el PIB industrial de los minerales no metálicos que tiene una estrecha relación con la construcción presentó una expansión anual de 1,7% en 2013 y 3,3% en 2014. Otros sectores como madera, caucho y hierro, que presentaban retrocesos anuales importantes desde 2012, vieron atenuar estas caídas en 2013 y 2014, algo que puede atribuirse al programa. Por último, pese al bajo crecimiento mostrado por la industria en los últimos dos años, para 2014, según el DANE dicha rama de actividad generó 39 mil nuevos empleos frente al año anterior.

En cuanto a la reforma tributaria (CREE), medir su impacto sobre los diferentes sectores productivos es muy complicado porque en el último año y medio la economía colombiana ha sufrido una serie de choques externos e internos fuertes que repercuten en el crecimiento de la producción nacional. Es el caso, por ejemplo, de la fuerte desaceleración de los socios comerciales, de las restricciones comerciales impuestas por países vecinos (Ecuador), de la pronunciada caída en el precio del petróleo con serios impactos en el ingreso nacional y en la tasa de cambio, todo lo cual dificulta las decisiones de producción e inversión de muchos sectores en la economía. En el caso de la industria,



Banco de la República

Bogotá D. C., Colombia

Gerencia General

su comportamiento se ha visto afectado por, la presencia de ciertos choques de oferta, siendo el más importante el cierre de la refinera de Cartagena a partir de 2014. Esto último trajo una caída significativa del rubro de refinación de petróleo que golpeó a toda la rama dado su importante peso (alrededor del 16% de todo el sector). En la actualidad el Banco de la República no cuenta con trabajos rigurosos que evalúen el efecto de la reforma tributaria en mención sobre los diferentes sectores productivos.

11. **Dados los fenómenos internos y externos a que está sometida la economía colombiana ¿Qué piensa hacer la JDBR con la tasa de interés en Colombia?**

Como se menciona en las respuestas de preguntas anteriores, hoy en día la inflación en Colombia se mantiene por encima del límite superior del rango meta y el gasto interno de la economía está ajustándose gradualmente a la menor dinámica del ingreso nacional. En este entorno, se espera que en el horizonte de acción de la política monetaria, los choques temporales de precios se reviertan y que las expectativas de inflación permanezcan ancladas en la meta. No obstante, existe el riesgo de que movimientos necesarios en un precio relativo, como es la tasa de cambio, desanclen las expectativas de inflación a más de un año o contagien de manera persistente los indicadores de inflación básica, o que el ajuste del gasto no sea en la magnitud compatible con la estabilidad macroeconómica.

Dado lo anterior, la Junta en sus últimas reuniones ha considerado apropiado mantener la tasa de interés en 4,5%. La Junta continuará haciéndole seguimiento a la inflación y las expectativas de inflación, al tamaño del ajuste del gasto interno y a su coherencia con el nivel de ingreso de largo plazo, a la sostenibilidad del déficit externo y, en general, a la estabilidad macroeconómica. La Junta también ha reiterado su compromiso de mantener la inflación y sus expectativas ancladas en la meta, reconociendo el incremento transitorio del nivel de precios.

12. **¿Considera que es momento para dar inicio a una política monetaria cíclica de tipo gradual con presencia de mayores operaciones, representadas en OMAS?**

El principal instrumento que refleja la postura de la política monetaria del Banco de la República es la tasa de interés de referencia. Mensualmente la Junta establece el nivel que debería tener dicha tasa para que en el marco de acción de la política monetaria la inflación converja a la meta de largo plazo (3%). Actualmente la tasa de interés de referencia es 4,5%.

En este contexto, el Banco debe buscar que la tasa de interés interbancaria a un día (TIB) se sitúe en los mismos niveles de la tasa de referencia. Con este fin, el Banco realiza cálculos diarios para determinar si el mercado financiero presenta faltantes o sobrantes de liquidez a un día. En el caso de haber faltantes de liquidez el Banco realiza subastas de expansión (Repos a un día) con una tasa mínima de corte igual a la tasa de referencia. En



Banco de la República

Bogotá D. C., Colombia

Gerencia General

el caso contrario el Banco realiza subastas de contracción con tasa máxima de corte cercana a la tasa de referencia.

De lo anterior se concluye que el monto de las operaciones de mercado abierto lo determinan las necesidades de liquidez primaria de la economía y que estas dependen del nivel de las tasas de interés y en particular de las tasa de interés de referencia, que como se afirmó al inicio es la que refleja la postura de la política monetaria del Banco de la República .

- 13. Dado un proceso de desaceleración de la economía colombiana: ¿cómo consideran la robustez en la función de ahorro de los colombianos respecto a nuevas inversiones? ¿Valdría la pena revisar la tasa de interés a la baja en función de un mayor flujo en la formación bruta de capital?**

La tasa de ahorro en Colombia (Ahorro / PIB) en los últimos años ha fluctuado en torno al 19,5% y para 2014 esta situación no cambió sustancialmente según las estimaciones del Banco de la República (18,7%). Esta tasa de ahorro interno ha sido insuficiente para financiar completamente la inversión. En consecuencia, el país tuvo que recurrir al ahorro externo para completar esta tarea, lo cual se ha reflejado en un déficit en cuenta corriente que ha sido creciente desde 2010 y que para 2014 alcanzó la cifra de 5,2% como porcentaje del PIB. Para 2015, el equipo técnico del Banco de la República estima que dicho déficit podría ascender a 5,6% del PIB.

La desaceleración que actualmente experimenta la economía colombiana es en buena parte el resultado de una caída de los términos de intercambio que está golpeando el ingreso nacional de manera permanente. Esta situación exige de una corrección del gasto para evitar un aumento de los niveles de deuda del país y así garantizar un entorno macroeconómico estable hacia el futuro. Por lo tanto, el ajuste normal ante un más bajo nivel de ingreso es una reducción en el ritmo de crecimiento de la demanda interna. En este contexto, una política monetaria más expansiva podría acentuar los desequilibrios macroeconómicos y no contribuiría a tener un crecimiento sostenido en el largo plazo.

- 14. Dado que el tipo de cambio es flexible ¿cómo prevén ajustar en términos relativos la divisa para que no afecte la demanda interna y genere brotes de inflación?**

La depreciación observada del peso frente al dólar ha sido el reflejo de varios hechos macroeconómicos dentro de los cuales se destacan los siguientes:

- Parte de la mayor fortaleza del dólar es un fenómeno global: en primer lugar porque la economía de los Estados Unidos se sigue recuperando y el mercado prevé que a finales de 2015 la Reserva Federal tendrá una postura de la política monetaria



Banco de la República

Bogotá D. C., Colombia

Gerencia General

menos expansiva e incrementará su tasa de interés de referencia. Adicional a lo anterior, la crisis de deuda en países como Grecia y la desaceleración económica en las grandes economías emergentes como la China, han hecho que los inversionistas busquen activos más rentables y seguros en los Estados Unidos. Ante este entorno el dólar se ha fortalecido frente a la mayoría de monedas, incluyendo el peso colombiano.

- El precio internacional del petróleo ha descendido al igual que otras cotizaciones de bienes básicos que exporta Colombia. Esto ha generado una caída en los términos de intercambio, con un efecto negativo sobre el ingreso nacional, y ha contribuido al aumento de las medidas de riesgo del país. Lo anterior explica en parte porqué la depreciación del peso frente al dólar ha sido más acentuada que la registrada por otras monedas de países emergentes.

De lo anterior se concluye que gran parte de la depreciación del peso frente al dólar es la respuesta a factores fundamentales. La alta liquidez internacional ha permitido que los sectores externo y financiero del país cuenten con los recursos foráneos necesarios para su normal funcionamiento a pesar del aumento del costo del financiamiento externo. Adicionalmente, este comportamiento de la tasa de cambio debería ser un incentivo para el sector exportador y para los productores nacionales que compiten con bienes importados, y contribuye a amortiguar parcialmente el efecto negativo de los menores términos de intercambio sobre el crecimiento.

Respecto a la inflación, la menor dinámica en la oferta de alimentos, la transmisión de la depreciación nominal a los precios al consumidor y el incremento en los costos de las materias primas importadas, explican en gran parte la aceleración de los precios al consumidor en lo corrido del año. Las proyecciones del equipo técnico sugieren que a finales de 2015 la inflación estará cerca de los actuales niveles e iniciará su proceso de convergencia a la meta (3%) a comienzos de 2016. Hasta el momento, los indicadores disponibles de expectativas de inflación muestran que los agentes también perciben el incremento de los precios al consumidor como un fenómeno de naturaleza transitoria. Así lo indican las expectativas de inflación de los analistas a uno y dos años, y las que se derivan de los TES a 2, 3 y 5 años, las cuales continúan cerca del 3%.

- 15. El consumo interno ha ejercido una fuerte presión sobre el crédito de libre destinación: ¿qué posición tienen frente al incremento de la cartera crediticia en sectores de mayor riesgo sobre todo en presencia de una fuerte rotación laboral que fricciona el ingreso?**

El consumo interno es una variable importante dentro del producto interno bruto (PIB) y en la dinámica de la cartera destinada a este gasto. Como se observa en el Gráfico 1, los crecimientos reales anuales del gasto en consumo y los préstamos de este tipo exhiben una



Banco de la República

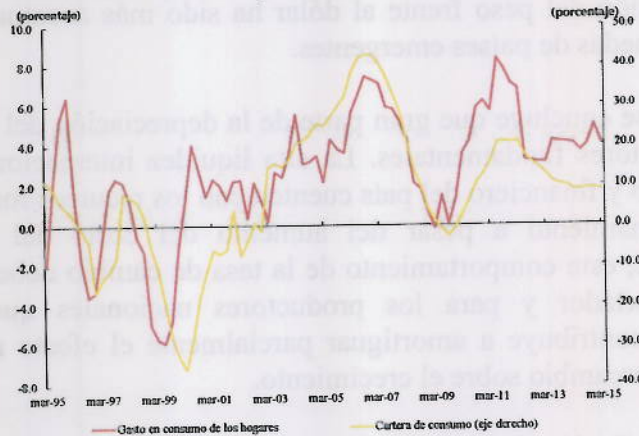
Bogotá D. C., Colombia

Gerencia General

relación positiva: en periodos donde el consumo se desacelera, el crecimiento de estos préstamos crece a una menor tasa, y viceversa.

Como se aprecia en el Gráfico 1, en algunos periodos la dinámica del gasto en consumo precede al comportamiento de los préstamos de esta modalidad. De esta forma, se podría esperar que la desaceleración del consumo prevista para este año esté acompañada de un comportamiento similar en esta modalidad de crédito.

Gráfico 1
Crecimientos reales anuales del gasto en consumo y la cartera de consumo



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

Para analizar el efecto de una menor dinámica del ingreso sobre la calidad crediticia de la cartera de consumo se debe analizar su composición, ya que algunos tipos de crédito muestran menores niveles de riesgo frente a otros. A marzo de 2015, el principal componente de la modalidad de consumo son los préstamos de libranza (35,9%), seguido por los de libre inversión (22,2%) y las tarjetas de crédito (21,4%) (Gráfico 2).

El peso de la modalidad de libranza dentro del portafolio de los establecimientos de crédito (EC) es importante y su comportamiento está estrechamente relacionado con el desempeño del mercado laboral. No obstante se debe mencionar que el riesgo para los prestatarios se encuentra limitado por la normatividad vigente. La Ley 1527 de 2012 (Ley de Libranza) estableció un marco general para la libranza cuyo objetivo es estructurar y facilitar la interacción entre los actores del mercado (empleados o pensionados, originadores de crédito y empleadores o fondos administradores de pensiones). En particular, esta Ley establece que si el deudor cambia de empleador, deberá informar a la entidad financiera, quien tendrá el derecho de exigir el descuento respectivo (cuota del crédito) ante el nuevo empleador. De hecho, los intermediarios financieros podrán solicitar información a las entidades que manejan los sistemas de información de salud



Banco de la República

Bogotá D. C., Colombia

Gerencia General

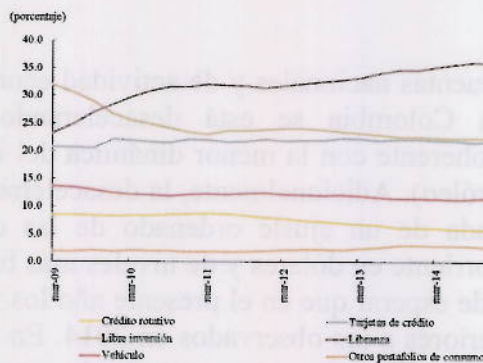
y/o pensiones con el fin de establecer la localización de los deudores de su portafolio y solicitar el pago a que tienen derecho. Adicionalmente, esta normativa señala que en el caso de que el beneficiario del crédito pierda su trabajo, los originadores tienen derecho a tomar los recursos de la liquidación para saldar la deuda⁶.

De esta forma, si bien existe un riesgo para los EC en cuanto a la rotación laboral y la pérdida de ingreso, este está mitigado por el marco normativo. En efecto, el indicador de mora (IM) para los créditos de libranza es el más bajo entre los demás tipos de préstamos de consumo (Gráfico 2, panel B) y entre las demás modalidades de crédito⁷.

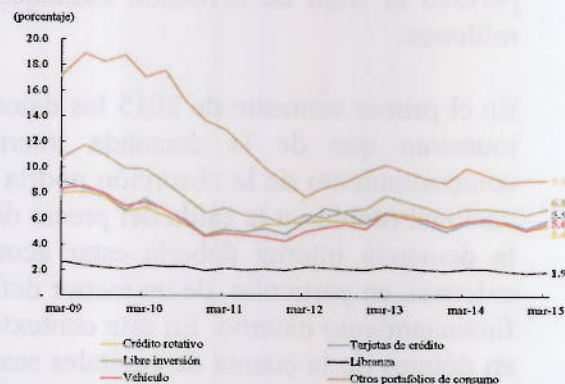
Sin perjuicio a lo anterior, se considera que es fundamental seguir monitoreando los indicadores económicos agregados y, en particular, la dinámica del consumo por cuanto se relaciona de forma directa con la dinámica de la cartera de consumo y su nivel de calidad. Asimismo, dentro de las labores periódicas del Departamento de Estabilidad Financiera está el hacer seguimiento a los indicadores de riesgo de las distintas modalidades de crédito, con el fin de identificar tendencias que puedan ser indicativas de posibles vulnerabilidades futuras, máxime en un ambiente de desaceleración económica que tiene el potencial de afectar la capacidad de pago de los deudores del sistema financiero.

Gráfico 2

A. Composición del saldo de la cartera de consumo de préstamo



B. Indicador de mora por tipo



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

⁶ En caso de que este dinero no sea suficiente, el prestatario deberá efectuar los pagos a que haya lugar. No obstante, también existe la opción de comprar un seguro que asuma los pagos del cliente cuando este pierda su empleo.

⁷ A marzo de 2015, el IM de los créditos de libranza fue de 1,9%, el de la cartera comercial de 2,3%, el de vivienda de 4,9%, el de microcrédito de 6,6% y el del total de la cartera de consumo de 4,7%.



Banco de la República

Bogotá D. C., Colombia

Gerencia General


16. Aunque la FED incremente la tasa de interés en forma gradual, ¿cuál es la alternativa de la política monetaria para mantener el flujo de inversiones a nivel de colocaciones periódicas en portafolios con alto riesgo?

Como se mencionó en el reciente Informe al Congreso de julio, en los últimos años el incremento de la cuenta de capitales de la balanza de pagos ha financiado el aumento del déficit de la cuenta corriente, el cual ha alcanzado niveles históricamente altos. Este incremento fue el reflejo de un crecimiento de la demanda interna que superó el aumento del ingreso nacional y, debido a ello, fue necesario el uso de ahorro externo para financiarlo. La mayor parte de este financiamiento se ha dado a través de inversión extranjera directa y, en menor medida, de inversión de cartera (títulos de deuda local, bonos y participaciones de capital). La inversión de cartera está asociada con mayores niveles de liquidez frente a la inversión directa y los recursos del crédito externo.

En particular, 2014 fue un año elevado y atípico en el ingreso de recursos por inversión extranjera de cartera (USD \$18.661 millones) debido a la decisión de JP Morgan de otorgarle una mayor participación a los títulos colombianos en su índice de deuda pública de países emergentes. Lo anterior en un contexto en el cual Colombia cuenta con el grado de inversión, las facilidades de acceso a inversionistas extranjeros habían mejorado, los indicadores económicos presentaban un buen desempeño y se habían reducido los impuestos y establecido mayor claridad en su cálculo. Todo esto incrementó la demanda de inversionistas extranjeros y contribuyó a explicar al aumento de la participación de la deuda en moneda local de Colombia en los índices GBI-EM de JP Morgan. En el mismo periodo el flujo de inversión extranjera directa en Colombia ascendió a USD 16.257 millones.

En el primer semestre de 2015 los datos de cuentas nacionales y de actividad económica muestran que de la demanda interna en Colombia se está desacelerando. Este comportamiento de la absorción podría ser coherente con la menor dinámica del ingreso nacional (debido a la caída del precio del petróleo). Adicionalmente, la desaceleración de la demanda interna debería estar acompañada de un ajuste ordenado de las cuentas externas, en particular, de un menor déficit corriente en dólares y de niveles más bajos de financiamiento externo. En este contexto, es de esperar que en el presente año los valores en dólares de la cuenta de capitales sean inferiores a los observados en 2014. En el caso particular de la inversión de cartera, difícilmente se puede esperar que en el presente año se vuelvan a presentar los flujos históricamente altos recibidos en 2014.

Con un atento saludo,


JOSÉ DARÍO URIBE E.
Gerente General