



Edición 991

Reflexiones en torno a la disyuntiva monetaria en Colombia

• La economía ha entrado en una senda de moderación como respuesta a la nueva realidad de nuestros términos de intercambio y a la pérdida de tracción de la demanda interna. El mercado, digiriendo la magnitud de estos riesgos y su materialización en la dinámica local, ha comenzado a recomponer sus pronósticos hacia el rango 3.0%-3.5%. Sin embargo, la coyuntura actual encara un riesgo particular por cuenta de las presiones inflacionarias, ahora exacerbadas por cuenta de los excesivos ritmos de depreciación cambiaria y que, incluso, amenazan con desanclar las expectativas de corto y mediano plazo.

• El eventual desanclaje de las expectativas ha sido el termómetro perturbador que ha terminado desdibujando el accionar monetario y ha configurado la actual disyuntiva monetaria. Mientras hace poco las voces que abocaban por incrementos en la tasa de política monetaria eran prácticamente inexistentes, ahora una parte del mercado ha comenzado a señalar la necesidad de endurecer la política monetaria con el fin de atajar a tiempo rebotes inflacionarios que podrían poner en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación.

• La Asociación Bancaria ha querido llamar la atención sobre el hecho de que aquellos quienes abogan por endurecer las condiciones monetarias, parecen incorporar en sus expectativas presiones alcistas persistentes en materia de inflación que, en principio, no parecen tener mayor correspondencia con los fenómenos alcistas actuales, que parecen tener un carácter más transitorio que permanente. No obstante, también reconoce que, de deteriorarse las condiciones actuales en términos de precios, el BR tendrá que actuar de forma oportuna con el fin de mitigar los riesgos que se ciernen sobre el panorama local.

• A la luz del Índice de Condiciones Monetarias (ICM), e incorporando los menores ritmos de devaluación real que se prevén para la segunda mitad del año, la Tasa de Política Monetaria (TPM) actual de 4.5% continua siendo expansiva y lograría mantener el ICM en la zona de estímulo económico, una trayectoria que consideramos adecuada en la coyuntura actual. Un eventual incremento en la TPM podría derivar en un nuevo viraje de ICM hacia la zona de desestimulo económico (restrictiva), algo indeseable dentro de la naturaleza anti cíclica de la política monetaria y sobre la base de la transitoriedad de los choques monetarios.

• Asobancaria reitera también que el país cuenta con un nivel de reservas holgado que le permitiría al BR defender niveles determinados de tipo de cambio a través de intervenciones discrecionales con el fin de atajar devaluaciones excesivas que pongan en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación. Esto se convierte en una fortaleza adicional de la política monetaria-cambiaria en la medida en que i) permite afrontar las disyuntivas que suelen enfrentar los bancos centrales en periodos de bajo crecimiento y presiones inflacionarias vía devaluación y ii) suaviza con ello la necesidad de dar un viraje hacia una política monetaria restrictiva que, en medio de este fuerte aterrizaje en materia de crecimiento, podría terminar comprometiendo la recomposición sectorial y poniendo en riesgo la dinámica de recuperación de cara al 2015-2016.

20 de abril de 2015

Director:

Santiago Castro Gómez

ASOBANCARIA:

Santiago Castro Gómez
Presidente

Jonathan Malagón
Vicepresidente Técnico

Germán Montoya
Director Económico

Para suscribirse a Semana Económica, por favor envíe un correo electrónico a semanaeconomica@asobancaria.com o visítenos en <http://www.asobancaria.com>

Visite nuestros portales:
www.asobancaria.com
www.cuadresubolsillo.com
www.abcmicasa.com



Reflexiones en torno a la disyuntiva monetaria en Colombia

Durante el último lustro, las decisiones del Banco de la República (BR) no han generado mayores controversias entre los analistas, gracias a que la senda de inflación y de la actividad económica no ha derivado en dilemas monetarios de gran calado. Sin embargo, la coyuntura actual, caracterizada por una alta incertidumbre sobre el crecimiento económico global en medio de la destorcida en los precios del petróleo y de la reciente presencia de importantes rebrotes inflacionarios, parece señalar ahora una disyuntiva monetaria que ha encendido el debate sobre las medidas que deberá tomar el Banco Central.

De hecho, hasta hace poco tiempo eran prácticamente inexistentes las voces que abocaban por incrementos en la tasa de política monetaria (TPM), pues era claro que la sorpresiva disminución en los precios de los *commodities* y especialmente del petróleo tendría un efecto adverso sobre la dinámica económica. Así, mantener la TPM estable, incluso con eventuales reducciones, parecía la postura adecuada para capotear un entorno económico caracterizado por altos niveles de incertidumbre y señales de desaceleración.

Sin embargo, esta misma coyuntura ha venido acompañada de una devaluación excesiva, ahora con riesgos inflacionarios vía *pass-through* que han venido incorporando alertas sobre la dinámica de los precios, sobre el desanclaje de las expectativas e incluso con amenazas de un eventual incumplimiento de la meta de inflación. En efecto, el último dato de inflación publicado por el DANE al corte de marzo (4,56%) continuó señalando esta tendencia, superando el techo correspondiente al rango meta y configurando una dinámica alcista que ha empezado a inquietar al mercado y que ha generado dudas respecto a la postura monetaria óptima.

Esta Semana Económica hace un balance sobre los resultados de la dinámica de la actividad productiva a la luz de los indicadores de alerta temprana. Se analiza la dinámica inflacionaria y sus expectativas en medio de los factores de carácter transitorio y temporal que han venido insertando volatilidad. Adicionalmente, de acuerdo con el Indicador de Condiciones Monetarias (ICM), evaluaremos los efectos de la política monetaria-cambiaria sobre la actividad económica y concluimos que, aún en medio de unas condiciones monetarias que se han venido acercando al terrero neutro-expansivo, el Banco de la República tendrá que afinar su instrumental monetario y definir con cuidadosa métrica su postura monetaria en los próximos meses, todo ello en medio de un escenario que encara riesgos notorios en materia de inflación y desaceleración económica.

Una dinámica económica que pierde tracción...

El DANE reveló recientemente que la economía colombiana se expandió a una tasa de 4.6% en 2014, un crecimiento que no sólo se lee favorable frente a los resultados de la región, sino que da muestras de la solidez de la demanda interna y del buen desempeño del consumo privado. Sin embargo, la nueva realidad en materia de riesgos y de vulnerabilidad externa, claramente asociada la nueva dinámica del petróleo, ha derivado en una recomposición de las perspectivas de crecimiento de

Editor

Germán Montoya
Director Económico

Participaron en esta edición:

Germán Montoya
Rogelio Rodríguez
Martha Elena Delgado



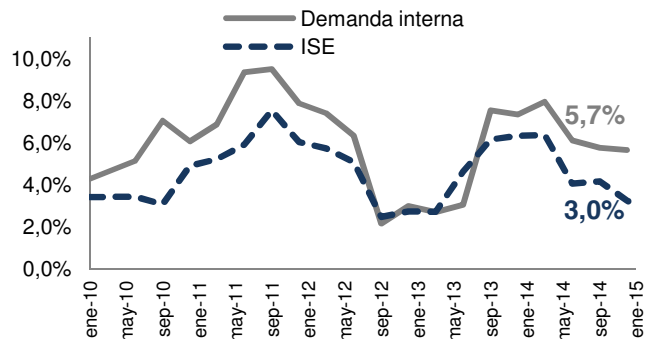
cara al 2015-2016. El mercado, digiriendo la magnitud de estos riesgos y su materialización en la dinámica local, rápidamente empezó a corregir a la baja sus pronósticos de crecimiento hacia el rango de 3.4%-3.8% frente a los niveles de 3.9%-4.2% de meses atrás. El Gobierno, en la misma línea, revisó a la baja su previsión hacia niveles más cercanos al 3.5% (frente al 4.0% inicial). El FMI y la CEPAL hicieron lo propio y revisaron a la baja su proyección hacia niveles de 3.4% y 3.6%, respectivamente (frente al 3.7% y 4.3% que venían señalando meses atrás). Al interior de Asobancaria hemos ido incorporando la nueva información sobre la actividad económica para realizar nuestro nuevo estimativo de crecimiento para la economía colombiana, el cual anunciaremos en una próxima entrega de la Semana Económica.

En medio de esta perspectiva, parece indiscutible que la menor tracción productiva, ahora con un menor impulso de los sectores minero-energéticos, se ha dado en paralelo con un deterioro de las expectativas, de la confianza local y de la dinámica de la demanda interna. En efecto, en lo corrido de 2015, la tendencia de los indicadores líderes asociados a dinámica de la demanda local ha venido reflejando este menor dinamismo. El ISE del DANE (Índice de Seguimiento de la Actividad Económica Mensual) muestra precisamente que en lo corrido del año la dinámica de la actividad productiva se ha resentido, con un crecimiento de la actividad productiva que en los primeros meses de 2015 se ha reducido a cerca de la mitad (3%) frente a los registros de un año atrás (Gráfico 1).

Por su parte, la percepción de los comerciantes y la producción industrial han venido también mostrando una pérdida de dinamismo. Según Fenalco, los comerciantes vienen percibiendo moderaciones importantes en sus ventas en los primeros dos meses de 2014. De otro lado, mientras las matrículas de vehículos vienen creciendo por debajo de los ritmos de un año atrás (con una contracción en febrero cercana al 4% anual), la producción industrial continuó con un débil desempeño, con contracciones cercanas al 2.0% real anual durante los dos primeros meses del año.

Si bien algunos indicadores se han dinamizado desde el punto de vista productivo, como es el caso de la producción petrolera y cafetera, con crecimientos cercanos a 3% anual y 7,5% anual respectivamente, la dinámica de las variables asociadas al consumo de los hogares (ventas minoristas) e inversión (importaciones de bienes de capital) continúan inquietando. En efecto, el comercio minorista ha venido

Gráfico 1. PIB y Demanda Interna (Var% anual real)



Fuente: DANE

moderándose por cuenta de una importante pérdida de tracción de la venta de bienes durables, señal de un menor desempeño del consumo privado. En lo corrido del año las ventas totales (sin combustibles) han crecido cerca de un 6.0% real, muy inferior al promedio de los últimos tres años y a lo registrado en el mismo período de 2014 (7,5%). El Índice de Confianza de Consumidores (ICC), en este escenario, ha venido disminuyendo y en marzo cayó cerca de 16.2 pp frente a los niveles de un año atrás, ubicándose en 2.3%. Las importaciones de bienes de capital (diferentes a transporte), ya golpeadas por la nueva realidad cambiaria, han venido contrayéndose: las asociadas a la agricultura han caído cerca de un 40%, mientras que las industriales y las asociadas a la construcción lo han hecho a ritmos de 20% y de 10%, respectivamente, un hecho que permite anticipar un menor impulso en materia de inversión en el corto y mediano plazo.

A esto se le suma, como bien la Asociación Bancaria lo ha señalado, el efecto de la caída del precio del petróleo y la lenta recuperación de la mayoría de las economías desarrolladas, factores que no sólo afectarán negativamente las finanzas públicas sino que reducirán los niveles de IED y de portafolio, obstaculizando los canales de inversión en el corto plazo. Todo esto parece indicar que la dinámica económica ha entrado en una fase de moderación que difícilmente permitirá que la actividad económica presente ritmos de crecimiento cercanos al 4.0%, ahora con perspectivas más cercanas al rango 3.0%-3.5%, y cuya materialización naturalmente dependerá de la respuesta de los sectores transables (diferentes a la minería) y de las otras ramas que actualmente resultan más competitivas bajo el nuevo panorama cambiario. Esta respuesta, sin embargo, dependerá de una recomposición



que, en todo caso, será de largo aliento y permanecerá condicionada a la dinámica del sector externo y a la demanda local.

Riesgos inflacionarios que amenazan el desanclaje de las expectativas: transitorios?

Los riesgos en materia de inflación, ahora exacerbados por cuenta de un eventual desanclaje de las expectativas, han venido a configurar un nuevo dilema monetario que ha encontrado soporte en la incertidumbre sobre el carácter permanente o transitorio de los factores que han venido generando las presiones alcistas, en buena parte derivadas del mayor costo de los alimentos y de los bienes transables. Pero lo cierto es que la inflación total en el segundo mes del año ya superaba el techo del rango meta definido por el Banco de la República (4.0%) y en el mes de marzo ya bordeaba niveles de 4.56%.

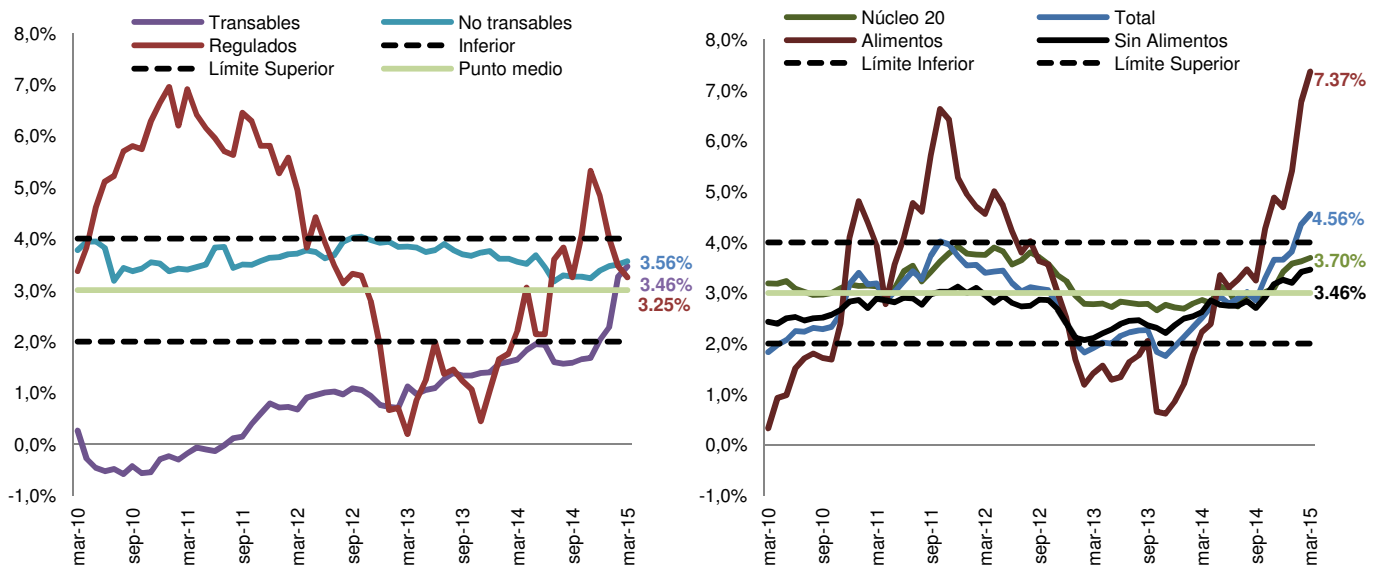
Resulta fundamental, sin embargo, distinguir los factores que han configurado la trayectoria alcista durante los últimos meses. Si bien es cierto que el banco central debe mantener su foco de atención en el control del nivel de

precios, la verdad es que está obligado a reaccionar sólo cuando se presentan choques de demanda de carácter permanente. Los choques de oferta, claramente, están por fuera del control de la autoridad monetaria.

Pese a que la desaceleración de la demanda interna derivará en una moderación del ritmo de crecimiento de los bienes no transables, los efectos alcistas en materia de alimentos y bienes transables han llevado a incrementar las expectativas de corto y mediano plazo y han prendido las alarmas de un eventual desanclaje sostenido. Hay que destacar que, en efecto, los precios de los alimentos, que crecen a un ritmo de 7.4% anual (el más alto de los últimos cinco años) han aportado cerca de 2,06 puntos porcentuales a la inflación total, lo que representa cerca del 47% del incremento. Los bienes transables, en la misma senda ascendente, crecen a ritmos de 3.5%, frente a los niveles de 1.6%-2.0% de un año atrás (Gráfico 2).

Son varios los factores que explican buena parte de esta dinámica: i) choques de oferta derivados del paro de transportadores de carga y de algunos factores climatológicos y, ii) un efecto cambiario vía pass-through en medio de unos ritmos de devaluación que ya bordean el 20%-25%.

Gráfico 2. La Inflación y sus componentes (var % anual)



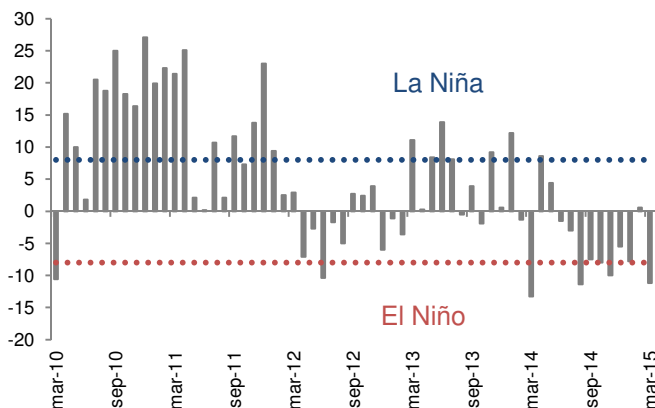
Fuente: DANE y Banco de la República



El paro camionero, si bien no involucró de manera amplia a todo el sector, se desarrolló durante buena parte de marzo y según cálculos de varios gremios sus costos oscilaron entre \$5.000 millones y \$7.000 millones diarios. Los impactos negativos de esta manifestación no se hicieron esperar, afectando la provisión de alimentos entre los centros de producción y abastecimiento en varios lugares del país, lo que generó una reducción en la oferta de alimentos que terminó, con cierta celeridad, presionando al alza los precios de la canasta básica (particularmente perecederos).

Por su parte, la sombra del Fenómeno de El Niño parece haberse ya materializado, aunque con un carácter moderado. Pese a que las previsiones realizadas en meses previos por parte de diversos organismos climáticos indicaban una intensidad relativamente fuerte, su intensidad en realidad ha sido menor (y no de manera generalizada). Sus efectos, sin embargo, se han sentido en la producción de alimentos en ciertas zonas del país. Con base en las señales del Índice de Oscilación del Sur¹, cuyos valores negativos indican la presencia de un fenómeno de “El Niño”² y de otros indicadores de alerta, el IDEAM ha continuado señalando que pese a que el fenómeno podría extenderse unos meses, se diluiría hacia la segunda mitad de este año (Gráfico 3).

Gráfico 3. Índice de Oscilación del Sur



Fuente: Oficina de Meteorología de Australia.

1 Este índice se construye teniendo en cuenta la temperatura del océano pacífico, los vientos y la lluvia.

2 Entre más negativo sea este valor más intenso es el fenómeno de “El Niño”.

La devaluación del peso, que ha venido exacerbando las presiones alcistas y con ello las expectativas, ha sido quizás el termómetro perturbador que ha terminado desdibujando el accionar monetario y ha configurado esta indeseable disyuntiva monetaria. Y es que la devaluación del tipo de cambio, que alcanzó cerca de 6.5% real anual en el primer trimestre de 2015, se dio en paralelo con una inflación de bienes transables cercana al 2.2%. Sin embargo, con base en las previsiones del grueso del mercado, los ritmos de devaluación presentarán una notoria reversión hacia el segundo semestre del año, lo que permite anticipar unas menores presiones vía transables durante la segunda mitad de 2015.

De manera que, a la luz de estos fenómenos, los factores alcistas parecen tener más de transitorio que de permanente y de allí que el Banco de la República deba afinar con milimétrica precisión su instrumental monetario en esta disyuntiva. Sin embargo, las expectativas han venido acercándose a la parte alta del rango y han empezado a señalar la posibilidad de un eventual desanclaje. En efecto, las expectativas de inflación recogidas a través del mercado de deuda pública (mediante el Break Even Inflation, BEI³) se ubican levemente por encima del techo del rango meta para 2015 (4.1%), con un ligero descenso hacia niveles de 3.9% de cara al 2016. Los resultados de la Encuesta de Expectativas del BR (EE), que aunque se mantienen en torno a 3.6% para 2015, también han venido recogiendo de forma sistemática las presiones alcistas en materia de precios (Gráfico 4).

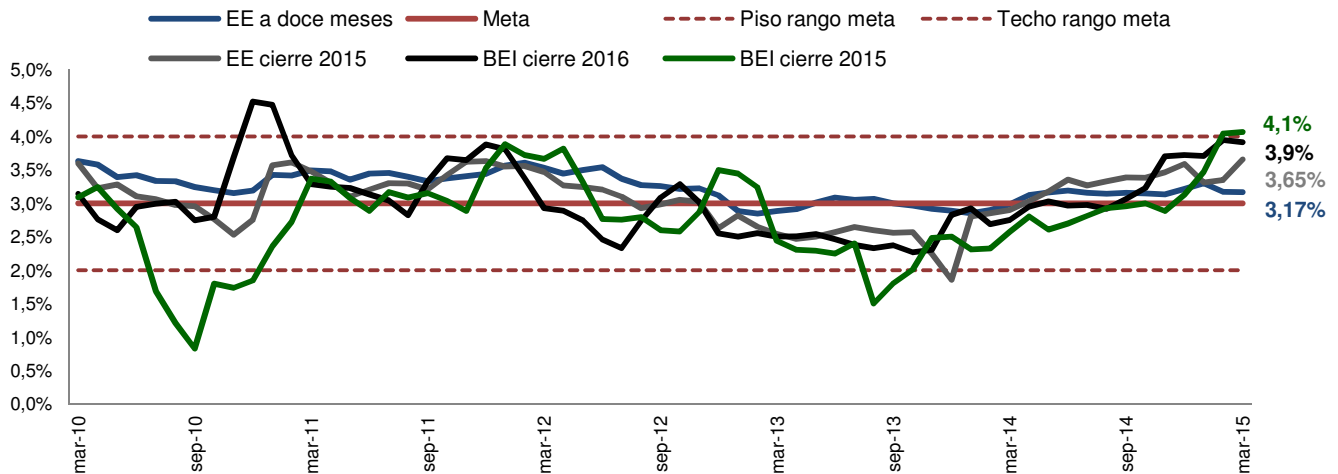
Este incremento en las expectativas ha llevado a que una parte del mercado (aún una minoría) empiece a señalar la necesidad de incrementar la tasa de intervención con el fin de atajar de forma oportuna las expectativas inflacionarias, dado el costo en materia de credibilidad monetaria que se derivaría de un eventual desbordamiento y pérdida de la meta de inflación. Hacerlo desde ya, como se argumenta, reafirmaría el compromiso del BR con el cumplimiento de la inflación y ratificaría que es capaz de tomar decisiones duras en tiempos difíciles.

Sin embargo, aquellos quienes abogan por endurecer las condiciones monetarias, parecen incorporar en sus expectativas presiones alcistas persistentes en materia de inflación que, en principio, parecen no tener mayor correspondencia con los fenómenos alcistas descritos, que

3 Diferencia entre las curvas cero cupón de los TES tasa fija y UVR.



Gráfico 4. Expectativas de inflación



Fuente: Banco de la República.

parecen tener un carácter más transitorio que permanente. Aún así, vale la pena reconocer que han sido precisamente estos factores los que han llevado a las expectativas de inflación hacia el techo del rango meta y amenazan con desbordarla de forma persistente si las condiciones actuales se deterioran, caso en el cual el BR tendrá que entrar a decidir, el momento oportuno para iniciar una postura restrictiva.

No obstante, el grueso de analistas, digiriendo los canales de riesgo y ponderando los costos que traería una política restrictiva en momentos en que se presenta un fuerte aterrizaje en materia de crecimiento, continúa señalando la necesidad de mantener la prudencia monetaria y de allí que continúe esperando que el BR mantenga en los próximos meses la tasa de interés en los niveles actuales (4.5%), un nivel que luce aún expansivo frente a unos niveles de equilibrio en torno a 5.0%-5.25%.

¿Qué nos dice el Índice de Condiciones Monetarias (ICM)?

El índice de condiciones monetarias (ICM)⁴ es una herramienta útil que sirve para evaluar la política monetaria y cambiaria a la luz de la Brecha del Producto (diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial) y su relación con los diferenciales de tasa de interés real y de la tasa de cambio real frente a sus niveles de largo plazo. Cuando el ICM toma valores negativos, se entiende que las condiciones monetarias son expansivas sobre la actividad

económica. Por el contrario, valores positivos del ICM indican condiciones restrictivas hacia el sector real. El ICM nos señala que una mayor apreciación (o menor depreciación) cambiaria real debe ser compensada a través de una política monetaria más laxa (o menos restrictiva).

La evaluación histórica sobre los resultados del ICM estandarizado⁵ nos señala que, durante el periodo 2005-2006, en medio de la fuerte apreciación cambiaria y aún en medio de tasas de interés reales bajas (y una inflación controlada), el ICM comenzó a señalar condiciones menos expansivas frente al favorable dinamismo de la actividad económica, acercándose progresivamente al nivel de neutralidad (en medio de una marcada volatilidad). Más tarde, con la crisis financiera internacional de 2008-2009, las condiciones monetarias se tornaron expansivas en medio de reducciones sostenidas en la TPM y de unos niveles de devaluación cercanos al 14% real. Posteriormente, en el periodo 2010-2013, las condiciones monetarias se endurecieron, todo ello en presencia de un ciclo de aumentos de la TPM cercano a los 225 pb durante 2011 y 2012. Esas condiciones permitieron que tanto la

4 $ICM = a(r_t - r_e) + b(q_t - q_e)$. Donde r_t = tasa de interés en el momento t . r_e = tasa de interés de equilibrio. q_t = tipo de cambio real en t . q_e = tipo de cambio de equilibrio.

5 Ericsson, Neif. JANSSEN, Eliev, NEVA, A y NYMOEN, Ragnar. Interpreting a Monetary Conditions Index in economic policy. HANSSON, Bengt and LINDBERG, Hans, Monetary conditions index-a monetary policy indicator. Quarterly Review 1997:3 form Riksbank, Swedish Central Bank.



inflación como la credibilidad de la política monetaria garantizaran el cumplimiento de la meta de inflación en medio de un crecimiento económico que bordeó niveles (promedio) de 4.2% (Gráfico 5).

Sin embargo, a partir del segundo semestre de 2014, el ICM comenzó a virar rápidamente hacia la zona de neutralidad en respuesta de la marcada devaluación del tipo de cambio y en presencia de unas tasas de interés reales que comenzaron a tornarse levemente expansivas, un hecho que terminó acelerando la convergencia hacia la zona neutral (primer trimestre de 2015). Nuestras estimaciones para 2015, incluso incorporando unos ritmos de devaluación real menos acentuados, señalan que la TPM actual de 4.5% continua siendo expansiva y lograría mantener el ICM en la zona de estímulo económico a lo largo del año. Un resultado consistente con el hecho de que (con base en la naturaleza del indicador), una menor depreciación cambiaria real debe ser compensada a través de una política monetaria menos restrictiva y de allí que esta trayectoria del ICM resulte, a la luz de la coyuntura actual, adecuada para la economía.

Con base en estos resultados, un eventual incremento en la TPM podría derivar en un nuevo viraje de ICM hacia la zona de desestímulo económico (restrictiva), algo

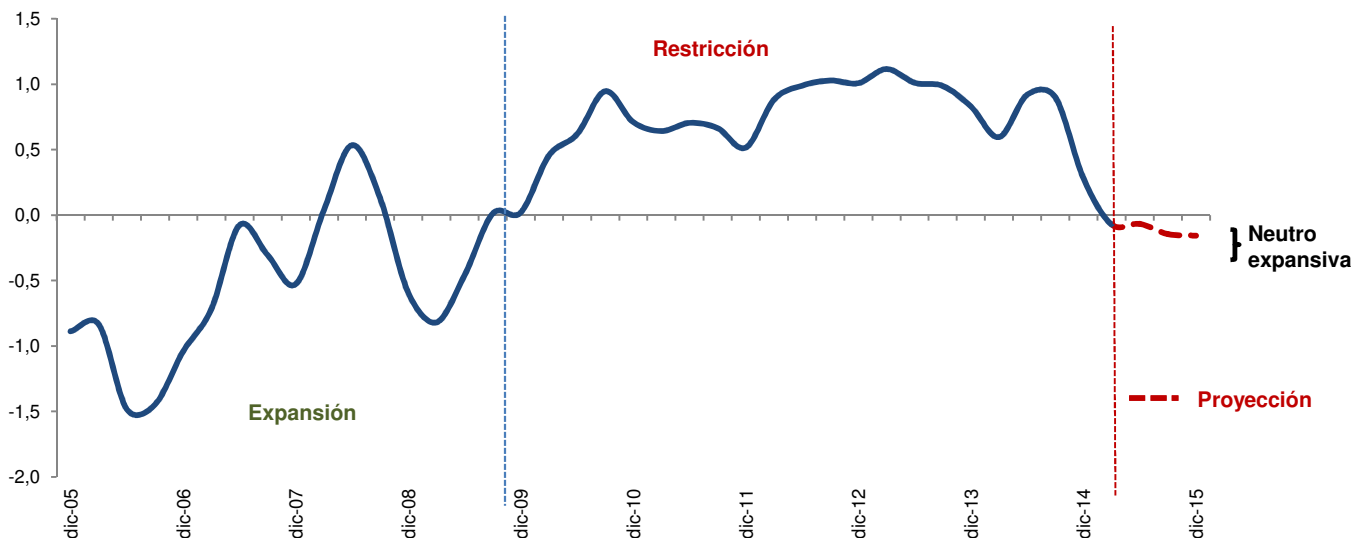
indeseable dentro de la naturaleza anti cíclica de la política monetaria y a la luz de las condiciones actuales. Sin embargo, la materialización del eventual viraje adverso en caso de un incremento de tasas dependerá, desde luego, de los ritmos de devaluación futuros.

Consideraciones finales

La economía ha entrado en una senda de moderación como respuesta a la nueva realidad de nuestros términos de intercambio y a la pérdida de tracción de la demanda interna, factores que difícilmente permitirán que la actividad económica presente ritmos de crecimiento cercanos al 4.0%, ahora con perspectivas más cercanas al rango 3.0%-3.5%. No obstante, la coyuntura actual encara un riesgo particular debido a las presiones inflacionarias, ahora exacerbadas por cuenta de los excesivos ritmos de depreciación cambiaria y que, incluso, amenazan con desanclar las expectativas de corto y mediano plazo.

Este último factor, como se señaló, ha sido quizás el termómetro perturbador que ha terminado desdibujando el accionar monetario y ha configurado la actual disyuntiva. Mientras hace poco las voces que abocaban por incrementos en la tasa de política monetaria eran prácticamente inexistentes, ahora una parte del mercado ha

Gráfico 5. Índice de Condiciones Monetarias (ICM) estandarizado (0<Restrictivo; 0= Neutro; 0>Expansivo)



Fuente: Banco de la República, DANE y cálculos Asobancaria.



comenzado a señalar la necesidad de endurecer la política monetaria con el fin de atajar a tiempo rebrotes inflacionarios que podrían poner en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación.

La Asociación Bancaria, en este escenario, ha querido llamar la atención sobre el hecho de que aquellos quienes abogan por endurecer las condiciones monetarias, parecen incorporar en sus expectativas presiones alcistas persistentes en materia de inflación que, en principio, no parecen tener mayor correspondencia con los fenómenos alcistas actuales, que parecen tener un carácter más transitorio que permanente. No obstante, también reconoce que, de deteriorarse las condiciones actuales, el BR tendrá que actuar de forma oportuna con el fin de mitigar los riesgos que se ciernen sobre el panorama local.

A la luz del ICM, e incorporando los menores ritmos de devaluación real que prevemos para la segunda mitad del año, la TPM actual de 4.5% continua siendo expansiva y lograría mantener el ICM en la zona de estímulo económico, una trayectoria que consideramos adecuada en la coyuntura actual. Sin embargo, un eventual incremento en la TPM podría derivar en un nuevo viraje de ICM hacia la zona de desestímulo económico (restrictiva), lo que le daría al BR poca holgura en caso de que la senda alcista de inflación tome un carácter persistente. En este caso, los riesgos de que esta decisión resulte altamente adversa para la dinámica productiva dependerán de la celeridad con que los ritmos de devaluación se mitiguen.

No obstante, Asobancaria llama a la atención sobre la necesidad de que el BR afine su instrumental monetario-cambiario para que, de la mano con un monitoreo preciso de la dinámica económica y de las perspectivas inflacionarias, decida con precisión milimétrica la política óptima en medio de la actual disyuntiva monetaria. Asobancaria reitera también (ver Semana Económica 988) que, en medio de un eventual deterioro en las expectativas de crecimiento, el país cuenta con un nivel de reservas holgado que le permitiría al BR defender niveles determinados de tipo de cambio a través de intervenciones discrecionales con el fin de atajar devaluaciones excesivas que pongan en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación.

Como bien la Asociación lo ha señalado, esto se convierte en una fortaleza adicional de la política monetaria-cambiaria en la medida en que i) permite afrontar las disyuntivas que suelen enfrentar los bancos centrales en

periodos de bajo crecimiento y presiones inflacionarias vía devaluación y ii) suaviza con ello la necesidad de dar un viraje hacia una política monetaria restrictiva que, en medio de este fuerte aterrizaje en materia de crecimiento, podría terminar comprometiendo la recomposición sectorial y poniendo en riesgo la dinámica de recuperación de cara al 2015-2016.



Colombia Principales Indicadores Macroeconómicos

	2011	2012	2013					2014					2015
			T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2	T3	T4	Total	Proy.
PIB Nominal (COP MM)	621,6	664,5	172	175	179	181	707	187	187	190	192	756,2	822,0
PIB Nominal (USD B)	328	366	94	91	93	94	367	95	96	93	88	372,5	349,1
Crecimiento Real													
PIB real (% Var. Interanual)	6,6	4,0	2,8	4,7	6,1	6,1	4,9	6,4	4,3	4,2	3,5	4,6	3,8
Precios													
Inflación (IPC, % Var. Interanual)	3,7	2,4	1,9	2,2	2,3	1,9	1,9	2,5	2,8	2,9	3,7	3,7	3,8
Inflación básica (% Var. Interanual)	3,9	3,2	2,5	2,1	2,2	2,2	2,2	2,5	2,5	2,4	2,8	2,8	...
Tipo de cambio (COP/USD fin de periodo)	1943	1768	1832	1929	1915	1927	1927	1965	1881	2028	2392	2392	2355
Tipo de cambio (Var. % interanual)	1,5	-9,0	2,2	8,1	6,3	9,0	9,0	7,3	-2,5	5,9	24,2	24,2	-1,6
Sector Externo													
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,0	-3,3	-3,4	-2,6	-4,1	-3,6	-3,5	-3,8	-4,3	-5,3	...	...	...
Cuenta corriente (USD B)	-9,4	-12,1	-3,3	-2,3	-3,7	-3,3	-12,4	-3,8	-4,1	-5,0	...	...	...
Balanza comercial (USD mmM)	6,2	5,2	0,6	1,2	-4,0	-4,1	-6,3	-0,6	-0,6	3,0	0,4	2,2	...
Exportaciones F.O.B. (USD mmM)	56,9	60,1	14,1	15,2	13,7	11,8	54,8	13,5	14,5	15,8	15,1	58,8	...
Importaciones F.O.B. (USD mmM)	51,6	56,1	13,5	14,0	17,7	15,9	61,1	14,1	15,1	12,8	14,6	56,6	...
Servicios (neto)	-4,6	-5,5	-1,4	-1,4	-1,5	-1,4	-5,6	-1,4	-1,6	-1,7	...	...	...
Renta de los factores	-16,0	-15,9	-3,6	-3,4	-3,5	-3,6	-14,1	-3,0	-3,2	-3,6	...	...	...
Transferencias corrientes (neto)	4,9	4,6	1,0	1,2	1,2	1,1	4,6	1,0	1,0	1,0	...	...	...
Inversión extranjera directa (USD mM)	13,4	15,8	3,7	4,0	4,8	3,9	16,4	3,4	4,9	3,6	...	...	...
Sector Público (acumulado)													
Bal. primario del Gobierno Central (% del PIB)	-0,1	0,2	0,8	2,4	2,4	0,3	0,1	0,5	...	...	...	0,2	...
Bal. del Gobierno Central (% del PIB)	-2,8	-2,3	0,4	1,3	0,7	-2,4	-2,4	0,1	0,1	...	...	-2,3	-2,2
Bal. primario del SPNF (% del PIB)	0,1	1,8	1,9	3,6	4,0	1,5	1,5	...	2,4	...	...	1,8	1,3
Bal. del SPNF (% del PIB)	-1,8	0,4	1,5	2,5	2,1	-0,9	-0,9	0,6	1,3	...	...	-1,0	...
Indicadores de Deuda													
Deuda externa bruta (% del PIB)	22,9	21,6	21,7	22,2	24,0	24,4	24,4	23,9	24,4	24,9	...	24,9	...
Pública - SNPF (% del PIB)	12,9	12,7	12,4	12,3	13,6	13,8	13,8	13,6	14,3	14,7	...	14,7	...
Privada (% del PIB)	10,0	8,8	9,3	10,0	10,4	10,6	10,6	10,3	10,1	10,2	...	10,2	...
Deuda del Gobierno Central (% del PIB)	35,4	34,5	35,1	34,5	35,9	37,3	37,3	35,5	35,2	...	...	33,6	...

Fuente: PIB y Crecimiento Real – DANE y Banco de la República, proyecciones Asobancaria. Sector Externo – DANE y Banco de la República, proyecciones MHCP. Sector Público y respectivas proyecciones - MHCP. Indicadores de deuda – DANE, Banco de la República, Departamento Nacional de Planeación; proyecciones DNP y MHCP.



Colombia. Estados financieros*

	dic-14 (a)	nov-14	dic-13 (b)	Var real anual entre (a) y (b)
Activo	442.117	437.989	388.646	9,7%
Disponible	28.212	29.696	27.719	-1,8%
Inversiones	79.528	78.098	74.060	3,6%
Cartera Neta	291.022	286.687	251.500	11,6%
Consumo Bruta	83.552	82.925	73.845	9,2%
Comercial Bruta	182.959	179.081	156.800	12,6%
Vivienda Bruta	28.895	28.840	24.458	14,0%
Microcrédito Bruta	8.569	8.582	7.859	5,2%
<i>Provisiones**</i>	<i>12.954</i>	<i>12.741</i>	<i>11.463</i>	<i>9,0%</i>
Consumo	5.005	4.971	4.586	5,3%
Comercial	6.735	6.549	5.810	11,8%
Vivienda	650	641	524	19,7%
Microcrédito	564	579	543	0,2%
Otros	43.356	43.509	35.366	18,3%
Pasivo	380.025	376.569	334.192	9,7%
Depósitos y Exigibilidades	284.365	283.938	258.191	6,3%
Cuentas de Ahorro	136.104	139.373	128.653	2,1%
CDT	88.299	88.605	74.226	14,8%
Cuentas Corrientes	49.734	47.185	46.725	2,7%
Otros	10.227	8.775	8.588	14,9%
Otros pasivos	95.661	92.631	76.001	21,4%
Patrimonio	62.092	61.421	54.454	10,0%
Ganancia/Pérdida del ejercicio	7.928	6.606	6.492	17,8%
Ingresos por intereses	30.579	27.770	28.204	4,6%
Gastos por intereses	10.621	9.622	10.039	2,1%
Margen neto de Intereses	19.908	18.102	18.148	5,8%
Ingresos netos diferentes de Intereses	11.126	9.399	9.757	10,0%
Margen Financiero Bruto	31.035	27.501	27.906	7,3%
Costos Administrativos	13.493	12.081	12.938	0,6%
Provisiones Netas de Recuperación	4.606	4.158	4.340	2,4%
Margen Operacional	12.936	11.262	10.628	17,4%
Indicadores				Variación (a) - (b)
Indicador de calidad de cartera	2,91	3,06	2,79	0,12
Consumo	4,31	4,63	4,39	-0,08
Comercial	2,18	2,27	1,99	0,20
Vivienda	2,16	2,17	2,03	0,13
Microcrédito	7,40	7,50	6,22	1,18
Cubrimiento**	150,46	143,15	160,58	-10,12
Consumo	138,90	129,58	141,44	-2,54
Comercial	168,48	161,43	186,65	-18,17
Vivienda	104,22	102,65	105,68	-1,46
Microcrédito	88,97	89,95	111,13	-22,16
ROA	1,92%	1,75%	1,78%	0,1%
ROE	13,68%	12,49%	13,09%	0,6%
Solvencia	15,11%	15,27%	14,68%	0,4%

1/ Calculado como la diferencia entre ingresos y gastos por intereses menos Prima amortizada de cartera - cuenta PUC 510406

2/ Indicador de calidad de cartera en mora = Cartera Vencida /Cartera Bruta.

*Datos mensuales a diciembre de 2014 del sistema bancario. Cifras en miles de millones de pesos. Fuentes y cálculos Asobancaria.

** No se incluyen otras provisiones. El cálculo del cubrimiento tampoco contempla las otras provisiones.