REPÚBLICA DE COLOMBIA

CONGRESO DE LA REPÚBLICA DE COLOMBIA
SENADO DE LA REPÚBLICA

GACETA DEL CONGRESO

SENADO Y CÁMARA

(Artículo 36, Ley 5ª de 1992)

IMPRENTA NACIONAL DE COLOMBIA
www.imprenta.gov.co

ISSN 0123 - 9066

AÑO XXXII - Nº 1473 | Bogotá, D. C., miércoles, 18 de octubre de 2023 | EDICIÓN DE 25 PÁGINAS

DIRECTORES:
GREGORIO ELJACH PACHECO
SECRETARIO GENERAL DEL SENADO
www.secretariasenado.gov.co

JAIME LUIS LACOUTURE PEÑALOZA
SECRETARIO GENERAL DE LA CÁMARA
www.camara.gov.co

RAMA LEGISLATIVA DEL PODER PÚBLICO

SENADO DE LA REPÚBLICA

INFORMES

INFORMES AL CONGRESO JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

(marzo 2022)



JUNTA DIRECTIVA

Presidente

José Manuel Restrepo
Ministro de Hacienda y Crédito Público

Directores

Alberto Carrasquilla Barrera
Roberto Steiner Sampedro
Mauricio Villamizar Villegas
Bibiana Taboada Arango
Jaime Jaramillo Vallejo

Gerente General

Leonardo Villar Gómez

Bogotá, marzo 31 de 2022

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 su Informe al Congreso en el cual se presentan los resultados macroeconómicos de 2021 y las perspectivas para 2022. Adicionalmente, se describe la evolución de los mercados financieros locales y de crédito, el balance externo del país, la composición de las reservas internacionales y su rendimiento, la situación financiera de la Entidad y sus proyecciones, y la gestión ambiental del Banco.

Con un atento saludo,

Leonardo Villar Gómez
Gerente General

Contenido

01 Resumen ejecutivo **/9**

02 Entorno macroeconómico y acciones del Banco de la República **/21**
2.1 Evolución y perspectivas del entorno macroeconómico internacional **/21**
2.2 Evolución y perspectivas de la actividad económica y el mercado laboral en Colombia **/29**
2.3 Evolución y perspectivas de la inflación **/35**
2.4 Decisiones de política monetaria **/40**

03 Evolución y perspectivas de los mercados financieros y de crédito **/43**
3.1 Mercados financieros locales **/43**
3.2 Intermediación financiera de los establecimientos de crédito **/47**
Sombreado 1: Base monetaria y M3 **/54**

04 Balance externo, mercado cambiario y reservas internacionales **/57**
4.1 Evolución y perspectivas de la balanza de pagos de Colombia **/57**
4.2 Mercado cambiario **/61**
4.3 Reservas internacionales **/62**
Sombreado 2: Nivel adecuado de reservas internacionales **/70**

05 Situación financiera del Banco de la República **/75**
5.1 Estado de situación financiera del Banco de la República (balance general) **/75**
5.2 Estado de resultados (PyG) **/78**
5.3 Proyección para 2022 **/80**

06 Gestión ambiental del Banco de la República **/83**
6.1 Cambio climático e impacto sobre la economía **/83**
6.2 Sistema de gestión ambiental **/84**
Sombreado 3: Participación del Banco de la República en el Banco de Pagos Internacionales **/86**

Recuadro 1: Invasión de Rusia a Ucrania: consideraciones sobre el contexto económico internacional **/88**
Recuadro 2: Determinación de la postura de política monetaria **/92**

Anexo: Políticas de administración del portafolio de inversión de las reservas internacionales **/94**

Índice de gráficos

Gráfico 2.1 Crecimiento económico **/21**
Gráfico 2.2 Producción industrial y comercio internacional de mercancías **/22**
Gráfico 2.3 Índice de presiones sobre las cadenas globales de suministro **/22**
Gráfico 2.4 Precios internacionales de los alimentos y de otros bienes básicos **/23**
Gráfico 2.5 Inflación total al consumidor **/24**
Gráfico 2.6 Tasa de interés de política monetaria en algunas economías **/25**
Gráfico 2.7 Indicadores de percepción de riesgo en los mercados financieros internacionales **/27**
Gráfico 2.8 Flujos de portafolio hacia economías emergentes por parte de no residentes **/28**
Gráfico 2.9 Producto Interno Bruto **/29**
Gráfico 2.10 Población ocupada por dominio geográfico **/33**
Gráfico 2.11 Ocupados según tipo de empleo **/34**
Gráfico 2.12 Tasa de desempleo por dominios geográficos **/35**
Gráfico 2.13 Índice de precios al consumidor (IPC) **/36**
Gráfico 2.14 Expectativas de inflación **/39**

Gráfico 3.1 Prima de riesgo (CDS a cinco años) para algunas economías de la región **/43**
Gráfico 3.2 Tasas de interés en algunas economías de la región **/43**
Gráfico 3.3 Tasas cero cupón TES en pesos por plazo, índice de deuda privada y tasa de política monetaria **/44**
Gráfico 3.4 Activo de las instituciones financieras no bancarias **/46**
Gráfico 3.5 FIC - Activo y depósitos netos **/47**
Gráfico 3.6 Crecimiento real anual de la cartera bruta por modalidad **/47**
Gráfico 3.7 Crecimiento real anual de la cartera comercial bruta por modalidad **/47**
Gráfico 3.8 Percepción de la demanda de crédito para los establecimientos de crédito **/48**
Gráfico 3.9 Cambio en la oferta de nuevos créditos por modalidad **/48**
Gráfico 3.10 Desembolsos mensuales otorgados al sector hogares **/48**
Gráfico 3.11 Indicadores de endeudamiento del sector de hogares **/49**
Gráfico 3.12 Indicadores de calidad de cartera **/49**
Gráfico 3.13 Rentabilidad del activo de los establecimientos de crédito **/50**
Gráfico 3.14 IRL a 30 días de los EC **/50**
Gráfico 3.15 Indicadores de solvencia total y básica **/51**
Gráfico 3.16 Tasa de Política Monetaria (TPM), Indicador Bancario de Referencia (IBR) y Tasa Interbancaria (TIB) **/51**
Gráfico 3.17 Tasas de interés pasivas **/51**
Gráfico 3.18 Tasas de interés activas nominales **/52**
Gráfico 3.19 Tasas de interés activas reales *ex-ante* **/52**
Gráfico 3.20 Saldo de los depósitos en poder del público por plazo **/53**

Gráfico 4.1 Tasa de cambio nominal de Colombia vs precios del petróleo **/62**
Gráfico 4.2 Composición de las reservas internacionales **/63**
Gráfico 4.3 Composición del portafolio de inversión por sectores **/64**
Gráfico 4.4 Distribución de las inversiones por calificación crediticia **/64**
Gráfico 4.5 Composición cambiaria del portafolio de inversión **/64**
Gráfico 4.6 Tasas de los bonos de gobierno de corto plazo **/65**
Gráfico 4.7 El acceso de Colombia a la LCF **/66**

Gráfico 6.1 Capacidad de los sistemas fotovoltaicos instalados en el Banco de la República **/84**
Gráfico 6.2 Consumo de energía eléctrica del Banco de la República **/84**
Gráfico 6.3 Huella de carbono total del Banco de la República **/85**

Índice de cuadros

Cuadro 2.1 Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica **/30**
Cuadro 2.2 Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto 31
Cuadro 2.3 Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica **/37**

Cuadro 3.1 Saldos de inversiones expuestas a riesgo de mercado de las entidades financieras (diciembre de 2021) **/46**

Cuadro 4.1 Balanza de pagos de Colombia **/58**

Cuadro 5.1 Estado de la situación financiera del Banco de la República clasificado por criterio económico **/76**
Cuadro 5.2 Estado de resultados del Banco de la República, 2021 **/79**
Cuadro 5.4 Distribución de utilidades **/80**
Cuadro 5.3 Rendimiento de las inversiones de las reservas internacionales **/80**
Cuadro 5.5 Presupuesto del Banco de la República, 2022 **/81**

01/ Resumen ejecutivo

Introducción

Entre 2020 y 2021 el escenario macroeconómico en Colombia cambió de manera sustancial. Mientras que algunas de las consecuencias de la pandemia del Covid-19 quedaron atrás, persisten problemas y desequilibrios que en la actualidad constituyen difíciles retos para la política económica. Lo primero que cabe destacar es el ritmo de recuperación de la actividad económica. Después de una contracción del PIB del 7,0 % en 2020, la economía colombiana se expandió 10,6 % en 2021, superando los pronósticos del equipo técnico y las expectativas de los analistas del mercado, y se ubicó entre las más dinámicas de la región. Este rebote de la actividad económica fue liderado por el fortalecimiento de la demanda interna, impulsada por el consumo total y, en menor medida, por la expansión de la formación bruta de capital. La demanda externa neta redujo este impulso, debido a un aumento más rápido de las importaciones que de las exportaciones. Gracias a este buen desempeño, al finalizar 2021 se alcanzó un nivel del PIB superior al de prepandemia. Esto se reflejó en una mejora del mercado laboral que, sin embargo, ha sido más lenta que la de la actividad productiva. Hasta diciembre se había recuperado cerca del 80 % de los empleos perdidos entre febrero y abril de 2020.

Los indicadores disponibles para inicios de 2022 muestran que la economía mantendría el impulso que traía al cierre del año anterior. El indicador del crecimiento económico (ISE) para enero exhibió un crecimiento anual del 7,8 %, ritmo todavía sobresaliente, aunque algo menor al observado en diciembre. De forma similar, la encuesta mensual de industria y comercio mostró que la industria manufacturera presentó en enero una variación anual del 15,1 %, y las ventas reales del comercio minorista total alcanzaron un crecimiento anual del 20,9 %. El pronóstico del equipo técnico para 2022 apunta hacia un crecimiento del 4,3 %, el cual podría ser revisado al alza de acuerdo con la información más reciente.

A la par con la recuperación económica surgieron desequilibrios que ameritan la atención de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR). Uno de ellos es la ampliación del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que pasó del 3,4 % del PIB en 2020 al 5,7 % en 2021. Este mayor desbalance se originó, en gran medida, en la expansión de la demanda interna que no logró ser atendida en su totalidad por la oferta local. Adicionalmente, las mayores utilidades que las empresas con capital extranjero remiten al exterior ampliaron el déficit de la renta neta de los factores. En ausencia de medidas correctivas, se proyecta que el déficit de la cuenta corriente para 2022 se ubique alrededor del 4,9 % del PIB. No obstante, este pronóstico está sujeto a un elevado grado de incertidumbre, dados los acontecimientos recientes de la guerra en Ucrania, lo que ha tenido un impacto importante en los precios internacionales de los bienes básicos, incluyendo el petróleo. El financiamiento de este desbalance posiblemente sea un proceso más difícil de lo que fue en años recientes, dado el contexto del endurecimiento de las condiciones financieras internacionales.

El reto más exigente que actualmente enfrenta la JDBR es el control de la inflación, que luego de reducirse al 1,61 % en 2020 como resultado del debilitamiento de la demanda, a partir de mayo de 2021 adquirió una tendencia creciente que la llevó al 5,62 % al cerrar el año. Esta tendencia continuó durante los dos primeros meses del presente año hasta alcanzar 8,01 % en febrero. A diferencia de episodios inflacionarios del pasado, que en su mayor parte obedecieron a fenómenos climáticos, en esta ocasión la principal causa del incremento de la inflación ha sido de origen externo, lo que la ha hecho especialmente impredecible. Esta presión externa tuvo origen en el fuerte repunte del crecimiento de la economía mundial, que sobrepasó la respuesta de nu-

merosos sectores productivos afectados por la pandemia y desbordó las capacidades logísticas de transporte marítimo y almacenamiento, produciendo un alza significativa de los fletes de transporte internacional, lo que, junto con otros factores, afectó las cadenas de suministro mundial. Como resultado, se produjo un incremento generalizado de los precios de insumos agrícolas, industriales y de bienes básicos que ha sido más persistente de lo inicialmente previsto y terminó por transmitirse a los precios al consumidor. El aumento de los precios internacionales se refleja actualmente en una inflación históricamente alta en prácticamente todo el mundo, fenómeno del cual no ha escapado Colombia. El conflicto generado por la invasión rusa a Ucrania ha agravado aún más la crisis de abastecimiento mundial de los productos básicos en los cuales esos dos países tienen una participación importante, por lo cual se prevé un impacto adicional sobre los precios internacionales de alimentos y de insumos para la producción agropecuaria.

Como se detalla en este *Informe*, en el caso colombiano la mayor inflación internacional y el consiguiente incremento de los costos de producción se ha reflejado en un aumento importante de la inflación de alimentos, cuya variación en doce meses superó el 23 % en febrero. También se presentaron factores internos relacionados con los problemas de orden público y el bloqueo de vías en mayo y junio de 2021, que generaron escasez de insumos y perjudicaron los procesos productivos a mediano plazo en algunas ramas de actividad. Otro factor de presión sobre los precios al consumidor ha provenido de la mayor inflación de los bienes y servicios regulados, como resultado de los incrementos de los precios de la energía en el ámbito internacional, que indujeron incrementos de las tarifas de transporte urbano, electricidad, gas y combustible para vehículos, a lo cual se agregó el desmonte gradual de los alivios a las tarifas de los servicios públicos, que el Gobierno concedió durante el período crítico de la pandemia.

Estas presiones sobre los precios se dieron en el contexto de un fortalecimiento de la demanda interna, en especial desde mediados de año, al registrar una expansión anual del 13,3 % en 2021, lo cual compensó con creces la contracción del 7,5 % observada en 2020. El rápido dinamismo del consumo interno, originado principalmente por el mayor consumo de los hogares, seguido de cerca por el crecimiento del consumo público, fue el principal motor de recuperación de la demanda. La inversión complementó el impulso a la demanda al lograr un repunte importante, puntualmente en los rubros de vivienda, y maquinaria y equipo. El rezago en la respuesta de la oferta agregada afectada por las secuelas de la pandemia, el paro y los bloqueos de vías a mediados de 2021, en el contexto del rápido aumento en el gasto de la economía, contribuyeron al surgimiento de excesos de demanda, las cuales añadieron presiones considerables sobre los precios de varios componentes de la canasta familiar, y se reflejaron en la ampliación del déficit externo.

La respuesta de política monetaria se ha enmarcado dentro del mandato constitucional de velar por mantener el poder adquisitivo de la moneda, en coordinación con la política económica general. Ante el enorme choque económico que significó la pandemia en 2020, la JDBR no dudó en utilizar todos los instrumentos a su alcance para estabilizar la economía y estimular su recuperación, como se describió ampliamente en los dos *Informes al Congreso* de 2021. En particular, redujo la tasa de interés de política hasta alcanzar 1,75 % en septiembre de 2020, su mínimo nivel histórico tanto nominal como real. Esto se complementó con un suministro abundante de liquidez para preservar el sistema de pagos y alentar el crédito. Adicionalmente, se adoptaron mecanismos de coberturas cambiarias y de acceso a liquidez en dólares para estabilizar el mercado cambiario. La recuperación de la actividad económica durante 2021, en un contexto de estabilidad del sistema financiero y de acceso al crédito (a pesar de la incertidumbre por la continuación de la pandemia), son la mejor prueba de que ese paquete de medidas adoptado oportunamente por la JDBR cumplió sus objetivos.

La notable recuperación del producto interno bruto (PIB) en el curso de 2021, que se aproximó a su nivel potencial, una inflación superior a la meta, y la ampliación del

déficit de la cuenta corriente a niveles que reflejan importantes excesos de demanda con respecto a la producción nacional, condujeron a iniciar una nueva fase de la postura de política monetaria. En este nuevo escenario se requería un estímulo monetario menor al otorgado durante el período crítico de la pandemia, so pena de poner en riesgo la estabilidad macroeconómica y el cumplimiento de los mandatos asignados al Banco de la República por parte de la Constitución Nacional. Con este razonamiento, la JDBR decidió, por unanimidad, iniciar un proceso de normalización de la política monetaria a partir de septiembre de 2021. Un factor importante fue moderar las expectativas de inflación, puesto que su posible desanclaje de la meta del 3 % profundizaría fenómenos de indexación de precios y salarios a tasas de inflación altas, haciendo mucho más costoso en términos de actividad económica retomar el control de la inflación.

Como parte del proceso de normalización, la tasa de interés de política aumentó desde 1,75 % en septiembre del año pasado a 4,0 % en enero. Este incremento inducirá ajustes al alza de las tasas de interés de captación y de colocación del sistema financiero a través de un proceso de transmisión que podrá tardar algunos meses. La velocidad y magnitud de respuesta difiere según los instrumentos de captación y modalidades de crédito. Ello implica que el efecto de la política monetaria sobre la inflación y otras variables macroeconómicas, como el ahorro y el gasto, no se produzca de forma inmediata, lo cual explica que durante el proceso de normalización de la política monetaria se continúen presentando incrementos en la tasa de inflación. Así ocurrió durante los primeros dos meses del año, cuando esta llegó al 8,01 % anual en febrero, luego de haber cerrado el año anterior en el 5,62 %.

Las cifras de inflación de febrero mostraron un hecho característico del efecto que las mayores expectativas de inflación pueden tener sobre la variación de precios. Es lo que ocurrió con la inflación básica, definida como aquella que afecta al conjunto de bienes y servicios de la canasta familiar, excluidos los precios de los alimentos y los de los bienes y servicios regulados. Esta medida de inflación, que en diciembre se situaba en 2,49 % (adecuadamente por debajo de la meta), registró en febrero un nivel del 4,11 %, equivalente a un aumento de 162 puntos básicos (pb) en un lapso de solo dos meses. Que esto haya sucedido con una medida de inflación que no contiene alimentos ni regulados, que son los dos rubros que más han presionado la inflación al alza, muestra la manera como la presión inflacionaria comienza a traspasarse a otros componentes de la canasta. Esto ocurre mediante un proceso de indexación de precios inducido por el aumento de las expectativas de inflación, en un contexto donde la inflación pasada y el incremento del salario mínimo fueron elevados, así como por la dinámica de la demanda interna, la cual continúa fuerte, como lo muestran los indicadores de ventas del comercio minorista mencionados atrás. Las demás medidas de inflación básica también aumentaron durante los dos primeros meses del año, de tal forma que el promedio de estos indicadores pasó del 3,45 % en diciembre al 5,22 % en febrero.

La JDBR es consciente de que los incrementos de la tasa de política no contendrán las presiones inflacionarias de origen externo. Es claro que las presiones externas sobre los precios que se han venido produciendo en los últimos meses solo se corregirán a medida que se normalicen las cadenas de suministro. Sin embargo, un paso fundamental para lograr la convergencia de la inflación colombiana a la meta es el esfuerzo de la política monetaria por detener el incremento de las expectativas de inflación y los llamados "efectos de segunda vuelta" sobre la inflación de todos aquellos productos cuyos precios se determinan internamente en Colombia, y que se ven afectados indirectamente por las presiones externas en un contexto de fuerte dinamismo de la demanda agregada.

Como se mencionó, al panorama complejo que dejó la pandemia del Covid-19 se suma el conflicto entre Rusia y Ucrania, el cual, aparte de ser una tragedia humanitaria, genera graves consecuencias sobre la economía mundial. La incertidumbre y volatilidad de los mercados internacionales, al igual que el choque a la confianza de inversio-

nistas y consumidores, retrasarán la recuperación económica global. Desde el punto de vista de Colombia, causan especial preocupación las presiones que se podrían producir sobre los precios de los alimentos, debido a que el país importa una cantidad significativa de cereales, cuyos precios se verán afectados por la reducción de la oferta que tradicionalmente ha sido satisfecha en una proporción significativa por la región en conflicto, y los cuales se emplean para la alimentación de cerdos y pollos. Igualmente, las importaciones de fertilizantes, especialmente urea, que se hacen desde esos países son insumos indispensables para la producción agrícola. Con ello, el alza en sus precios se convertirá en una presión inflacionaria más en el país. Por otra parte, el bloqueo a Rusia disminuye la oferta de petróleo y aumenta su precio, que ya se encuentra en niveles históricos altos. Si bien esto podría constituir en el corto plazo un efecto favorable para el balance externo y para las finanzas públicas nacionales y territoriales del país, los mayores costos de la energía aumentarán la presión alcista sobre muchas materias primas importadas y sobre los precios locales de los combustibles. Esto último tiene un impacto negativo sobre el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles, pues lo obligaría a aumentar sus faltantes en su esfuerzo por moderar las alzas de los precios finales de los combustibles al consumidor. Paradójicamente, Colombia podría ver aliviada hasta cierto punto sus necesidades de financiamiento externo, en la medida en que los fondos de inversión que se vean forzados a dejar de invertir en Rusia reasignen sus portafolios hacia otras economías emergentes, entre ellas la colombiana.

En las secciones que siguen se amplían y complementan los puntos mencionados, los cuales se desarrollarán con mayor profundidad en el cuerpo de *Informe*.

Entorno macroeconómico internacional

Según la actualización de *Perspectivas de la Economía Mundial* presentada por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en enero pasado, la economía mundial alcanzó en 2021 un crecimiento del 5,9%, mostrando una notable capacidad de recuperación frente a la contracción ocurrida en 2020. Varios factores contribuyeron a este resultado, tales como el relajamiento de las restricciones a la movilidad, el avance en los programas de vacunación, la mejor adaptación a las condiciones de la pandemia, la continuación de los estímulos fiscales en varias economías y la amplia liquidez internacional. Tanto las economías avanzadas como las emergentes lograron reactivaciones importantes, superando en muchos casos sus niveles de producto anteriores a la pandemia. Dentro de las primeras sobresalen la fuerte recuperación de los Estados Unidos (5,6%), la zona del euro (5,2%) y el Reino Unido (7,2%). En las economías emergentes la recuperación estuvo liderada por China (8,1%) e India (9,0%). América Latina y el Caribe logró un crecimiento del 6,8% en 2021, donde se destacan el dinamismo de Chile (11,9%) y Colombia (10,6%). Por su parte, grandes economías como Brasil (5,0%), y en especial México (5,0%), presentaron un menor ritmo de recuperación.

La recuperación de la economía global se ha venido dando en el contexto de disrupciones en las cadenas globales de suministro, faltantes de oferta y altos costos en el transporte de mercancías, debido a las restricciones a la movilidad y otras medidas sanitarias para contener el avance del virus. A esto se sumó el incremento en la demanda de servicios de transporte de bienes en medio de la reactivación de la actividad económica mundial. Todo lo anterior se reflejó en significativas presiones al alza en los precios de los insumos para la producción de alimentos y en los precios de productos básicos como el acero, el aluminio, el cobre y el níquel, entre otros. También, aumentaron las cotizaciones internacionales de petróleo, carbón y gas natural. Todo lo anterior generó importantes presiones inflacionarias en economías avanzadas y emergentes, las cuales han venido adquiriendo un carácter persistente. Se destacan los casos de los Estados Unidos, el Reino Unido, la zona del euro y Canadá, cuyas tasas de inflación en 2021 desbordaron ampliamente el 2,0% (meta de sus respectivos bancos centrales). En el caso de las principales economías emergentes, las mayores inflaciones se dieron en Argentina, Turquía, Brasil y México. Otros países grandes de la región, como Chile, Perú y Colombia, también registraron inflaciones altas, por encima de sus metas.

Ante los resultados de la inflación en 2021 y la persistencia de las presiones inflacionarias, los bancos centrales de las principales economías desarrolladas iniciaron la normalización de sus políticas monetarias, comenzando por moderar la compra de activos para reducir el ritmo de expansión de sus hojas de balance. La Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) inició los incrementos de su tasa de interés de política a partir de marzo, adelantándose a lo que había anunciado en meses anteriores, y se espera que prosiga con aumentos adicionales a lo largo de 2022. El Banco de Inglaterra subió su tasa de interés de política en diciembre de 2021 y en febrero de 2022, y en esta última reunión dio inicio al proceso de reducción de la hoja de balance. Por su parte, el Banco central de Nueva Zelanda incrementó su tasa a partir de agosto y el Banco Central de Canadá lo hizo en su reunión de marzo. Para Inglaterra y Canadá las expectativas del mercado señalan incrementos adicionales en lo que resta del año. El Banco Central Europeo (BCE) ha mantenido su tasa de interés de política sin cambios, pero aceleró el proceso de reducción de compras de activos.

Con respecto a las economías emergentes, entre enero de 2021 y febrero de 2022 Chile aumentó su tasa de interés en 500 pb, Perú en 325 pb, Brasil en 875 pb y México en 175 pb, a pesar de los rezagos observados en el ritmo de recuperación de la actividad económica en ese país. Si bien las condiciones económicas de cada país son diferentes, se espera que para lo que resta de 2022 la mayoría de los países emergentes continúen con incrementos en sus tasas de interés de política monetaria.

En el documento citado, el FMI pronostica para 2022 un crecimiento de la economía mundial del 4,4%, que comprende una expansión del 3,9% para las economías avanzadas y del 4,8% para las emergentes y en desarrollo, donde se destaca una desaceleración importante del crecimiento de China desde el 8,1% en 2021 hasta el 4,8% en 2022. Para América Latina y el Caribe se pronostica un crecimiento del 2,4% para 2022, considerablemente inferior al 6,8% registrado en 2021. Sobresale en la región la proyección de crecimiento para Colombia, del 4,5% en 2022, seguida de lejos por Argentina (3,0%); México (2,8%); Perú (2,8%); Chile (1,9%) y Brasil (0,3%). Estas proyecciones no incluyen los posibles efectos económicos de la invasión a Ucrania y de las sanciones a Rusia, por tratarse de eventos aún en desarrollo.

Actividad económica

En 2021 la economía colombiana alcanzó un crecimiento del 10,6%, que superó los pronósticos del equipo técnico y del consenso de los analistas del mercado, y la ubicó dentro de los países más dinámicos de la región. Diversos factores contribuyeron a la reactivación, tales como el avance en el Plan Nacional de Vacunación, la finalización de los confinamientos y el relajamiento de las restricciones a la movilidad. La postura expansiva de la política monetaria fue otro factor importante para la recuperación económica, al favorecer una mayor disponibilidad de crédito a menores tasas de interés, lo que ayudó al fortalecimiento de la demanda interna liderada por el consumo de los hogares. El buen desempeño de la economía mundial y de los socios comerciales del país, al igual que las condiciones financieras externas relativamente holgadas, complementaron las condiciones propicias para la reactivación. No obstante, la difícil situación de orden público y los bloqueos de vías afectaron la actividad productiva en el segundo trimestre del año, con efectos que en algunos sectores, como el avícola, han sido persistentes por el daño causado en los procesos de reproducción de los pollos. A pesar de estas dificultades, el balance neto fue el de una economía en expansión, cuyo PIB de 2021 superó en 2,8% al de 2019, como si el país hubiera continuado creciendo a los ritmos que se observaban antes de la pandemia.

Desde el punto de vista de la oferta, las ramas de producción que más contribuyeron al crecimiento en 2021 fueron el comercio, transporte y alojamiento; la industria manufacturera; la administración pública y defensa, educación y salud; las actividades artísticas, de entretenimiento y recreación; y las actividades profesionales, científicas y técnicas. En contraste, el sector agropecuario, la minería y la construcción, que son actividades que tradicionalmente hacen un aporte importante al crecimiento, continuaron rezagadas en su desempeño frente a los sectores más dinámicos.

Desde la óptica del gasto, la actividad económica se vio impulsada por el fortalecimiento de la demanda interna, la cual se expandió un 13,3%, debido principalmente al consumo de los hogares, que aumentó un 14,6% en 2021 frente a la caída del 5,0% observada en 2020, al utilizar los excesos de ahorro acumulados durante el período más crítico de la pandemia y como respuesta a la flexibilización de las restricciones a la movilidad. A este dinamismo también contribuyó el aumento de las remesas de trabajadores y la abundante disponibilidad de crédito a tasas de interés reales históricamente bajas. El buen desempeño del consumo privado se complementó con un elevado dinamismo del consumo público. La formación bruta de capital también alcanzó una recuperación importante, al crecer un 9,9% en 2021, aunque sin alcanzar los niveles previos a la pandemia, dada la fuerte contracción que sufrió este componente del gasto en 2020 y el menor crecimiento observado en las actividades de construcción pública y privada en el período más reciente, lo cual ha contrarrestado el fuerte dinamismo de la inversión en maquinaria y equipo.

Finalmente, el crecimiento de las importaciones en 2021 superó ampliamente el de las exportaciones (27,5% vs. 14,2%), lo que, al ampliar el déficit comercial del país, se reflejó en un crecimiento del PIB algo menor que el incremento observado de la demanda interna.

Para 2022 el equipo técnico proyectó en enero un crecimiento económico del 4,3%, cifra que podría revisarse al alza con la información más reciente que se conoce al momento de elaborarse este informe. El crecimiento de 2022 será, en cualquier caso, inferior al registrado el año anterior, a medida que la economía converja a su ritmo de crecimiento de largo plazo. Se espera una moderación de la dinámica del consumo de los hogares, limitada por el aumento de la inflación y la disminución de los ahorros realizados durante el período de pandemia. Asimismo, se prevé una moderación en el crecimiento del consumo público, acorde con lo estipulado en el Plan Financiero presentado por el Gobierno. La formación bruta de capital fijo sería el componente de la demanda interna más dinámico, jalonada por una recuperación importante del sector de la construcción, especialmente de vivienda y obras civiles. En el frente externo se anticipa un mejor desempeño de las exportaciones, estimuladas por los favorables términos de intercambio y la recuperación económica de los socios comerciales. Al igual que con otras variables macroeconómicas, en este caso existe una gran incertidumbre sobre los posibles efectos del conflicto en Ucrania.

Empleo

En el curso de 2021 se mantuvo la tendencia de recuperación del mercado laboral iniciada en el segundo semestre de 2020, aunque con una dinámica inferior a la observada en la actividad económica, especialmente en los últimos meses del año. El promedio de doce meses de la tasa de desempleo para el total nacional en 2021 se ubicó en el 13,7%, inferior en 2,2 puntos porcentuales (pp) al promedio de 2020 (15,9%). Igualmente, la tasa de desempleo para el total nacional se redujo del 13,4% al 11,0% entre diciembre de 2020 y el mismo mes de 2021 en la serie original. No obstante, este último registro siguió siendo mayor a la correspondiente tasa de desempleo del 9,5% observada en diciembre de 2019. De esta manera, a pesar de los avances logrados en el mercado laboral durante 2021, no se logró retornar a los niveles de desempleo que existían antes de la pandemia. Los cálculos que se presentan en este *Informe* muestran que para el total nacional a diciembre pasado se había recuperado cerca del 80% (4,6 millones) de los empleos perdidos entre febrero y abril de 2020, pero que aún faltaban por recuperar cerca de 1,2 millones de empleos.

En el trimestre móvil terminado en diciembre se observó una recuperación del empleo no asalariado para el total nacional a niveles cercanos a los del inicio de la pandemia, mientras que la recuperación del empleo asalariado fue menos dinámica, con niveles de empleo inferiores a los observados en el período prepandemia. En las zonas urbanas la ocupación formal e informal se mantuvo relativamente estable en los últimos meses del año, a excepción de diciembre de 2021, cuando el empleo informal lideró la creación del empleo urbano. Las cifras a fin de año indican que en las trece ciudades se había alcanzado una recuperación del 83% del empleo informal perdido al inicio de la pandemia, mientras que para el caso del empleo formal en las ciudades esa recuperación alcanzó el 70%.

Otro aspecto importante del mercado laboral es el comportamiento de la participación laboral, la cual se mantuvo estable en 2021 para el agregado nacional en un nivel cercano al 60%, y en las zonas urbanas permaneció alrededor del 63%, niveles ambos inferiores a los prepandemia (63% y 66%, respectivamente). La participación laboral no aumentó como reacción a las pérdidas masivas de empleo en jefes de hogar, un fenómeno que se conoce como el efecto del trabajador adicional. Esto se explica por el fuerte impacto de la pandemia sobre la inactividad de las mujeres que se vieron obligadas a dedicar más tiempo a oficios del hogar y al cuidado de sus hijos menores por el cierre de las instituciones educativas.

Finalmente, según cifras desestacionalizadas, en el cuarto trimestre de 2021 la tasa de desempleo para el total nacional se ubicó en el 12,5%, aunque con una diferencia importante según género. El desempleo de las mujeres en el total nacional durante dicho período se ubicó en el 16,4%, y el de los hombres en un 9,7%, lo que significa una brecha de género de 6,7 pp. No obstante, la tasa de desempleo de las mujeres viene mostrando una tendencia a la baja, mientras que la de los hombres continúa relativamente estable, lo cual contribuye a revertir parcialmente la notoria ampliación de la brecha de género que se observó durante la pandemia.

El choque al mercado laboral generado por la pandemia implicó un aumento en 2021 del desempleo estructural urbano frente a sus niveles prepandemia[1]. Teniendo esto en cuenta, así como el pronóstico de actividad económica y la mejora en la demanda laboral reflejada en algunos indicadores de vacantes, se prevé que la tasa de desempleo nacional continúe descendiendo durante 2022 y que su nivel promedio se ubique algo por debajo del registrado durante el año anterior. Del mismo modo, se estima que la tasa de desempleo urbana presente un descenso frente a lo observado en 2021, lo cual implicaría una brecha de desempleo urbana que se prevé más cerrada que lo contemplado en informes pasados. Todo esto sugiere un mercado laboral que en 2022 estaría menos holgado que lo observado al inicio de la pandemia, si bien su previsible dinámica de recuperación podría verse alterada por el incremento en el salario mínimo, el cual superó ampliamente la inflación observada y las ganancias en productividad.

Inflación y política monetaria

La inflación al consumidor a finales de 2021 fue del 5,62%, superior en más de cuatro puntos porcentuales a la de 2020, la cual cerró en 1,61%. En enero y febrero esta se situó en el 6,94% y el 8,01% anual, respectivamente. Niveles

1 El desempleo estructural corresponde a aquella tasa de desempleo consistente con una inflación estable, lo que en inglés se conoce como Nairu.

de inflación de esa magnitud no se observaban desde 2016, aunque, a diferencia de aquella ocasión, el aumento de la inflación no obedeció a factores climáticos, sino que sobrevino como otra de las consecuencias económicas de la pandemia. Las disrupciones en las cadenas globales de suministro, de transporte y logísticas produjeron alzas en los precios de las materias primas y bienes finales importados, a lo que se añadió la depreciación del peso frente al dólar. En el ámbito local, diversos factores de oferta, como los ciclos productivos agrícolas desfavorables y las secuelas ocasionadas por los paros y bloqueos del segundo trimestre, afectaron los precios de diversos alimentos y de las comidas fuera del hogar. Por otra parte, la rápida recuperación de la demanda interna, liderada por el incremento del consumo interno y algunos renglones de la inversión (favorecidos por la mayor disponibilidad de crédito a tasas de interés bajas), redujo los excesos de capacidad productiva de la economía, generando presiones generalizadas de precios.

El incremento acelerado de la tasa de inflación en 2021 se inició de manera abrupta en mayo, debido a las dificultades de abastecimiento de alimentos generadas por el bloqueo de las principales vías del país. Fue así como la inflación anual de alimentos pasó del 3,98 % en abril al 9,52 % en mayo, lo que, dada su importante participación en la canasta del consumidor (15,05 %), impulsó la inflación total del 1,95 % al 3,30 % entre esos dos meses. El público percibió la gravedad de este choque al notar los faltantes de algunos productos de consumo cotidiano en los puntos de venta. En aquel momento ese fenómeno se vio como de duración temporal en ciertos sectores, mientras que en algunas actividades productivas, como la avicultura, quedaron secuelas con impactos a más largo plazo. Las alzas de precios de los alimentos continuaron durante los siguientes meses, tanto por los efectos del paro y los bloqueos, como por las presiones inflacionarias de origen global que incrementaron los precios de los alimentos perecederos y procesados. De esta manera, al cierre de 2021 la inflación de alimentos alcanzó un 17,23 %, y a inicios de 2022 continuó aumentando hasta llegar al 23,3 % anual en febrero, pese a que en ese momento todavía no se habían empezado a reflejar los aumentos internacionales de precios agrícolas y de insumos agropecuarios asociados con el conflicto de Rusia y Ucrania.

El renglón de regulados fue otro rubro que experimentó alzas importantes de precios, con una variación anual del 7,1 % al finalizar el año. Esta presión tuvo origen en el desmonte gradual de los alivios que el Gobierno concedió a algunas de las tarifas de servicios públicos durante el período crítico de la pandemia y en el aumento de los precios internacionales del petróleo y de la tasa de cambio, cuyo efecto sobre los precios de los combustibles al consumidor final ha sido, sin embargo, moderado, gracias a los importantes subsidios otorgados por el fondo de estabilización de precios de los combustibles. Al igual que otros rubros de la canasta, la inflación anual del grupo de regulados continuó aumentando a inicios de año, para situarse en el 8,91 % anual en febrero.

Otros componentes de la canasta distintos de alimentos y regulados también experimentaron alzas en 2021, aunque más moderadas, como lo muestra la medida de inflación básica que excluye dichos renglones, la cual aumentó del 1,24 % en abril al 2,49 % al cierre de 2021. No obstante, esta medida de inflación básica continuó aumentando hasta situarse en 4,11 % anual en febrero, al igual que lo hizo el promedio de las medidas de inflación básica que, luego de terminar el año en 3,45 %, aumentó al 5,22 % anual en febrero.

En el proceso de formación de expectativas de inflación los agentes económicos incorporan la inflación observada a la vez que observan la economía hacia adelante y tienen en cuenta la meta de inflación. De allí la importancia de mantener una elevada credibilidad en la meta de inflación. En el transcurso de 2021 la inflación se aceleró, ubicándose por encima de la meta del 3,0 % y mostrando un carácter persistente. Como resultado, se produjo un incremento de las expectativas de inflación que, primero, afectó las expectativas de corto plazo, y posteriormente las de mediano plazo, a medida que los agentes percibieron el carácter persistente de los choques. La revisión

al alza de las expectativas de inflación también estuvo influenciada por el incremento del salario mínimo, al crear en la opinión pública una percepción de normalidad frente a aumentos nominales superiores a la meta de inflación. Todo lo anterior aumentó el riesgo de un desanclaje de las expectativas de inflación respecto de la meta del 3,0 %, creando el peligro de inducir procesos de indexación de precios a tasas de inflación altas. Ante esta situación, la JDBR decidió por unanimidad iniciar en septiembre la normalización de la política monetaria con un incremento de la tasa de interés de política de 25 pb. Este proceso de normalización continuó en las sesiones de la JDBR de octubre, diciembre y enero, llevando la tasa de política desde su nivel inicial del 1,75 % en septiembre al 4,0 % en enero.

A pesar de estos incrementos de la tasa de interés, la postura de la política monetaria continúa siendo expansiva, si se tiene en cuenta que en el momento de escribir este *Informe* la tasa nominal de política monetaria (4,0 %) se sitúa por debajo de las expectativas de inflación anual para fin de 2022 y marzo de 2023[2]. Esto da como resultado una tasa real de política negativa que, además, se sitúa por debajo de la tasa de interés real neutral, cuyo valor se estima por parte del equipo técnico del Banco en 1,8 % (véase el Recuadro 2). Por otra parte, debido al rezago con el que actúan los mecanismos de transmisión, los efectos de los incrementos recientes de la tasa de interés de política tardarán en manifestarse. En estas circunstancias, no es de extrañar que no solo la inflación total, fuertemente afectada por choques externos, sino también la inflación básica, hayan continuado aumentando en los primeros meses de 2022. El incremento de la inflación básica puede estar reflejando el inicio de procesos de indexación y ajustes automáticos de precios de algunos bienes y servicios que por ley están atados a la inflación del año anterior o al incremento del salario mínimo.

Cabe esperar que durante 2022 continúe la transmisión de las presiones externas, no solo a alimentos y a regulados, sino también a la inflación básica en un entorno en el que se proyecta que la actividad económica siga creciendo a un ritmo similar al del largo plazo y los excesos de capacidad productiva desaparezcan. A esta mayor transmisión de las presiones externas se suma la indexación a una tasa relativamente alta de varios componentes del índice de precios al consumidor, en particular en la canasta de servicios, así como los efectos de los mayores costos laborales sobre los precios. No obstante, se espera que entre el segundo y el tercer trimestre algunas de estas presiones se atenúen, acorde con una moderación de la inflación internacional, y que la oferta agropecuaria interna se recupere al responder a los altos precios de muchos productos. De esta manera, y gracias a la acción de la política monetaria, la inflación total iniciaría su convergencia a la meta en el segundo semestre, tendencia que debe prolongarse en 2023. Al momento de redactarse este *Informe*, los precios internacionales de los alimentos, de los combustibles y de muchas materias primas presentaban incrementos adicionales importantes debido al estallido del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania (véase el Recuadro 1). Esta situación, de prolongarse, amenaza con incrementar las presiones inflacionarias en Colombia por encima de lo anticipado.

Balanza de pagos

La cuenta corriente de la balanza de pagos registró el año pasado un déficit de USD 17.833 millones (m), superior en USD 8.626 m al observado en 2020. Como proporción del PIB, dicho déficit aumentó del 3,4 % en 2020 al 5,7 % en 2021. La principal causa de la ampliación del déficit corriente fue el mayor desequilibrio del comercio de bienes. El déficit de la balanza de servicios y los mayores egresos netos del rubro renta de los factores contribuyeron en menor proporción al incremento del desbalan-

2 Según la *Encuesta mensual de expectativas* (EME) del Banco de la República realizada en marzo, el promedio ponderado de la expectativa de inflación para finales de 2022 es del 6,46 %, y para marzo de 2023 del 4,54 %.

ce externo, mientras que los ingresos netos por transferencias corrientes lo compensaron parcialmente.

Uno de los rasgos más distintivos del comercio exterior de Colombia en 2021 fue el significativo repunte de las importaciones de bienes, lo que contrasta con la fuerte caída que estas registraron en 2020. El aumento de las compras externas del país refleja el mayor ritmo de actividad económica, y se explica principalmente por las importaciones de insumos y bienes de capital para la industria, seguidas por las de bienes de consumo. Las exportaciones de bienes también mostraron una recuperación importante en 2021 impulsadas por el crecimiento de los socios comerciales. No obstante, el incremento del valor exportado de bienes fue inferior al observado en las importaciones, lo que dio lugar a una ampliación del déficit comercial de bienes. A esto se agregó el mayor déficit de la balanza de servicios debido, en parte, a los mayores pagos por servicios de transporte de carga que originó el aumento de las tarifas internacionales del transporte marítimo. Por su parte, el balance de la renta de los factores aumentó su saldo negativo debido a la mayor remisión de utilidades de las empresas con inversión extranjera directa (IED) en Colombia. Finalmente, mejoró el saldo positivo de las transferencias corrientes gracias a los mayores ingresos por remesas de trabajadores cuyo monto asciende al 2,7 % del PIB anual, lo que representa un apoyo importante para el consumo de los hogares.

El déficit de la cuenta corriente de 2021 se financió con entradas netas de capital equivalentes a 5,3 % del PIB anual. Dichas entradas fueron el resultado de ingresos de capital extranjero por valor de USD 27.238 m, en parte compensados por salidas de capital colombiano hacia el exterior por USD 9.539 m. Los ingresos de capital extranjero provinieron principalmente de IED, inversiones extranjeras de cartera, desembolsos de préstamos y otros créditos externos.

En el curso de 2021 las entradas de capital por concepto de IED aumentaron 26,1 %, convirtiendo este recurso en la principal fuente de financiamiento externo, como sucedía antes de la pandemia. Algo más del 40 % de la IED recibida el año anterior correspondió a reinversión de utilidades, lo cual es un reflejo de la reactivación económica. A lo anterior se agregó un aumento del 11,5 % de las inversiones extranjeras de cartera en Colombia como resultado de los ingresos netos recibidos por la colocación de títulos de deuda de largo plazo en los mercados internacionales y de las compras netas de títulos de renta fija en el mercado local por parte de no residentes. Otras entradas de capital en 2021 provinieron de créditos externos, correspondientes en su mayor parte a préstamos de largo plazo otorgados a entidades del sector público por bancos del exterior. El sector privado obtuvo una cuantía menor como endeudamiento de corto plazo.

Para 2022 se prevé una corrección del déficit externo, acorde con una moderación en el ritmo de crecimiento de la demanda interna y un mayor aporte de las exportaciones. El equipo técnico del Banco proyecta un déficit en la cuenta corriente del 4,9 % del PIB, menor al desbalance del 5,7 % observado en 2021. La reducción anual del déficit respondería al incremento de los precios de las exportaciones, al repunte en los volúmenes producidos de los principales bienes básicos, como el petróleo, el carbón y el café, y a la recuperación de la demanda de los socios comerciales. Se espera que el país mantenga el acceso a los mercados internacionales de capitales y que continúe la recuperación de la IED, en un entorno de mayor prima de riesgo y una política monetaria menos expansiva en los Estados Unidos.

El choque económico mundial resultante de la invasión de Rusia a Ucrania tendrá un impacto sobre el balance externo de la economía colombiana, aunque es difícil determinar a priori en qué dirección. Por una parte, como exportador de bienes básicos tales como petróleo, carbón y níquel, el país se beneficiará de sus altos precios, que en el caso del petróleo han superado los USD 110 por barril. Pero como importador de insumos agrícolas y materias primas para la industria el país tendrá que asumir mayores costos. Fuerzas opuestas podrían también afectar los flujos de capital. Por

un lado, la exclusión de Rusia del mercado mundial de capitales debido a las sanciones podría hacer que los capitales fluyan hacia economías emergentes, entre ellas Colombia. Por el otro, el impacto que el conflicto pueda tener sobre la confianza de los inversionistas externos los haría buscar refugios seguros en activos financieros en los Estados Unidos u otras economías desarrolladas, liquidando sus inversiones en economías emergentes como Colombia. El desenlace de esta situación es aún incierto, lo que impide por el momento hacer pronósticos confiables de sus efectos sobre la balanza de pagos del país.

Reservas internacionales

Al cierre de 2021 las reservas internacionales netas totalizaron USD 58.579,2 m, lo que significa una disminución de USD 451,6 m frente a su nivel en 2020. El principal factor que explica esta disminución es la desvalorización de otras monedas de reserva frente al dólar estadounidense, moneda que se apreció debido a la recuperación de la economía de los Estados Unidos y a las expectativas de una política monetaria más contractiva en ese país, con tasas de interés más altas en un futuro cercano. Adicionalmente, esas expectativas de tasas de interés de política más altas hicieron que las tasas de mediano y largo plazos aumentaran en los mercados financieros globales, generando desvalorizaciones en los precios de mercado de los bonos previamente emitidos que hacen parte de las reservas internacionales.

El nivel actual de las reservas internacionales es satisfactorio al evaluarlo desde distintas métricas. El FMI propone una metodología (ARA)[3] que juzga como nivel adecuado aquel volumen de reservas que logre cubrir los principales riesgos sobre la balanza de pagos, teniendo en cuenta variables macroeconómicas en períodos de presión en el mercado cambiario. Se considera que una economía mantiene niveles adecuados de reservas si la razón de reservas observadas a ese nivel adecuado se ubica entre 1,0 y 1,5. Con cifras a diciembre de 2021, dicho coeficiente se ubicaba en 1,44. Otros indicadores usados para evaluar las reservas internacionales pueden dar señales de alerta sobre la vulnerabilidad externa de las economías. Entre estos se encuentran las razones de reservas internacionales a agregados monetarios, a deuda externa de corto plazo y al déficit en la cuenta corriente. En el caso colombiano estos indicadores sugieren que el monto de reservas a diciembre de 2021 se encuentra en niveles adecuados.

La rentabilidad de las reservas depende principalmente de los intereses recibidos de los bonos y otros títulos en los cuales se invierten, y de la valorización que resulta del cambio en los precios de tales bonos por movimientos en la tasa de interés. Este segundo factor se da porque existe una relación inversa entre el precio de los bonos y las tasas de interés, es decir, el precio de los bonos aumenta a medida que las tasas de interés se reducen, y viceversa.

Después de niveles de rentabilidad excepcionalmente altos de las reservas durante 2019 y 2020 como resultado de la fuerte reducción de las tasas de interés internacionales que valorizaron los bonos en las que estaban invertidas, su rentabilidad posterior tuvo una reducción considerable debido a que las tasas de interés llegaron a un mínimo, impidiendo nuevas valorizaciones y ofreciendo un retorno muy bajo por las inversiones de las reservas. El aumento que empezó a observarse en las tasas de mediano y largo plazos como consecuencia de expectativas de aumentos en las tasas de interés de política de los principales países avanzados hizo que los precios de los bonos se desvalorizaran en 2021, revirtiendo parcialmente las valorizaciones observadas en los dos años precedentes. De esta forma, la rentabilidad de las reservas en 2021 fue del -0,19 %, debido a niveles cercanos a cero de las tasas de interés de corto plazo prevalecientes en los mercados financieros externos y a que se presentaron

3 Esta sigla corresponde a *assesing reserve adequacy.*

desvalorizaciones en las inversiones por el incremento de estas tasas durante la última parte del año ante el surgimiento de presiones inflacionarias.

En 2022 se espera que la rentabilidad de las reservas internacionales se mantenga en niveles bajos. Con las tasas de interés en los mercados en los que se invierten las reservas que continúan en niveles históricamente bajos, los intereses recibidos serán limitados y se podrían observar nuevamente desvalorizaciones en las inversiones por aumentos de las tasas en el corto o mediano plazo ante la preocupación de las autoridades monetarias por la tendencia creciente de la inflación global.

Como complemento de las reservas internacionales, el Banco de la República mantiene el acceso a otros instrumentos que sirven para fortalecer la liquidez internacional del país. Estos instrumentos se refieren particularmente al acceso a la línea de crédito flexible (LCF) con el FMI y la facilidad de repos con la Reserva Federal (FIMA, por su sigla en inglés). Adicionalmente, con el objetivo principal de superar los obstáculos derivados de la crisis del Covid-19 y reforzar la liquidez internacional de los 190 países miembros, en agosto de 2021 el FMI realizó de manera extraordinaria una asignación general de derechos especiales de giro (DEG) por un monto equivalente a USD 650 mm (DEG 456 mm), de los cuales, en proporción a sus cuotas en el Fondo, Colombia recibió DEG 1.960 m, un monto equivalente a USD 2.790 m. Esos recursos fueron vendidos por parte del Banco de la República al Gobierno Nacional en el mismo mes de agosto y a cambio de ellos el Banco recibió títulos de deuda TES previamente emitidos que la Tesorería General de la Nación había readquirido con antelación en el mercado. Esta operación no constituyó financiamiento del gobierno por parte del Banco ni aumentó la deuda pública, pero sí contribuyó a mejorar el perfil de la deuda pública y a reconfigurar la composición de los activos del Banco hacia inversiones de mayor rentabilidad.

Utilidades del Banco de la República

La utilidad del Banco de la República en 2021 ascendió a COP 632 mm, con lo cual obtuvo un resultado positivo, a pesar de la rentabilidad negativa de las reservas internacionales. Con ello se superó el pronóstico de una pérdida de COP 22 mm para 2021 que se había señalado en el *Informe al Congreso* de julio 2021. Este resultado se obtuvo a partir de ingresos por COP 2.391 mm y de egresos por COP 1.759 mm. Frente a lo observado en 2020, los ingresos disminuyeron en COP 7.472 mm (-75,8 %) y los egresos en COP 621 mm (-26,1 %).

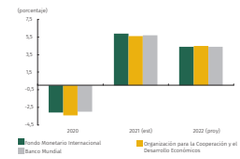
La caída de los ingresos obedeció principalmente al rendimiento negativo de las reservas internacionales. Los principales rubros de ingresos que presentaron resultados positivos correspondieron al rendimiento de los TES en poder del Banco, al valor facial de la moneda metálica emitida, al ingreso por diferencias en cambio y a los ingresos por operaciones repo de expansión. Los egresos se explican, en su mayoría, por la remuneración a los depósitos del Gobierno Nacional y por los gastos corporativos.

Para 2022 se proyecta una utilidad de COP 1.262 mm, mayor a la obtenida en 2021. De acuerdo con el presupuesto del Banco, este resultado se obtendría a partir de ingresos por COP 3.815 mm y de egresos por COP 2.553 mm, como se explica en el capítulo 5 de este *Informe*.

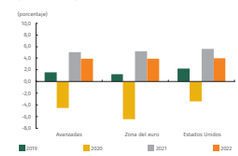
02/ Entorno macroeconómico y acciones del Banco de la República

Gráfico 2.1
Crecimiento económico

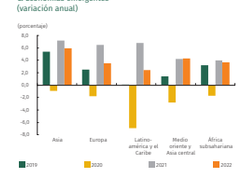
A. Total mundial
(variación anual)



B. Economías avanzadas[a/]
(variación anual)



C. Economías emergentes[a/]
(variación anual)



est.: estimado.
proy: proyectado.
a/ Corresponde a las proyecciones hechas por el FMI en su reporte de enero de 2022.
Fuentes: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y OCDE.

2.1 Evolución y perspectivas del entorno macroeconómico internacional

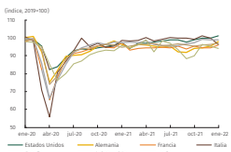
La economía global continuó recuperándose en un entorno de disrupciones en las cadenas de suministro, restricciones de oferta, altos precios de los bienes básicos y una inflación que ha alcanzado niveles que superan las metas de diferentes países. La mayor parte de economías emergentes, así como algunos países desarrollados, han iniciado el incremento de su tasa de política monetaria. Ello ha impactado de manera negativa los mercados de deuda pública y ha debilitado las monedas en los países emergentes. En 2022 la incertidumbre sobre el contexto externo es elevada debido a los riesgos asociados a la evolución de la pandemia, los efectos de la invasión de Rusia a Ucrania y la persistencia de los choques de oferta global.

La economía mundial se recuperó de forma importante en 2021 en medio de una alta heterogeneidad en el ritmo de crecimiento económico de los países. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), en 2020 la economía mundial se contrajo 3,1 % y en 2021 creció 5,9 % (Gráfico 2.1)[a]. De acuerdo con la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) en el último trimestre de 2021 el producto global se ubicó por encima de los niveles previos a la pandemia. Por componentes, según el Banco Mundial, este crecimiento estuvo impulsado por el consumo privado y en menor medida por la inversión. A la recuperación de la economía global contribuyó el relajamiento de los confinamientos, el avance en los programas de vacunación contra el Covid-19, la mejor adaptación a las condiciones de la pandemia, la continuación del estímulo fiscal en varias economías y la amplia liquidez internacional. Sin embargo, el ritmo de expansión se vio limitado por el surgimiento de nuevas variantes del Covid-19 que restringieron la movilidad de la población, aunque en menor medida que lo observado en 2020. Además, los problemas en las cadenas globales de suministro, las restricciones en la oferta de bienes e insumos y los altos costos de transporte in-

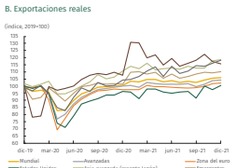
4 Según el FMI, las economías avanzadas registraron una variación anual del producto interno bruto (PIB) real del -4,5 % en 2020 y del 5,0 % en 2021, repunte liderado por los Estados Unidos (5,6 %). Para 2022 el PIB real de este grupo se expandiría un 3,9 %. Las economías emergentes y en desarrollo registraron variaciones del -2,0 % en 2020 y 6,5 % en 2021, donde se destaca la dinámica de China (8,1 %). Para 2022 estos países crecerían un 4,8 %. En particular, América Latina y el Caribe presentó una contracción del 6,9 % en 2020 y un rebote del 6,8 % en 2021. Para 2022 el FMI proyecta una desaceleración del crecimiento real del 2,4 %. En 2021 entre las principales economías de la región se destacó la recuperación de Chile (11,9 %) y Colombia (10,6 %). Por su parte, grandes economías, como Brasil (5,0 %) y en especial México (5,0 %) presentaron un menor ritmo de recuperación. Finalmente, en su *Informe de Política Monetaria* de enero de 2022 el equipo técnico estimó una variación del PIB real promedio (ponderado por comercio no tradicional) de los socios comerciales del –6,7 % en 2020, 6,9 % en 2021 y 3,3 % en 2022.

Gráfico 2.2
Producción industrial y comercio internacional de mercancías

A. Producción industrial de algunas de las principales economías



B. Exportaciones reales



Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Federal Reserve Bank of St. Louis, oficinas de estadística y Ministerio de Economía de Japón; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.3
Índice de presiones sobre las cadenas globales de suministro
(desviaciones estándar con respecto a la media)



Nota: para su construcción los autores toman indicadores de costos de transporte internacional (Baltic Dry index, Harpex index, entre otros) y algunos de los componentes de la encuesta de condiciones empresariales (PMI, por su sigla en inglés) para la zona del euro, China, Japón, Corea del sur, Taiwán, el Reino Unido y los Estados Unidos.
Fuente: Gianluca Benigno, Julian di Giovanni, Jan J. J. Groen, and Adam I. Noble, "A New Barometer of Global Supply Chain Pressures" Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics.

ternacional generaron presiones inflacionarias y afectaciones a la producción (Gráfico 2.2, panel A). Para 2022 diferentes organismos internacionales proyectan un crecimiento económico mundial cercano al 4,4 %, lo que refleja una desaceleración frente a 2021. A la moderación del crecimiento contribuirían los efectos base, posibles rebrotes del virus, una política monetaria menos expansiva, la reducción del estímulo fiscal, la persistencia de algunas restricciones de oferta y las presiones inflacionarias. Entre las economías que se desacelerarían de forma importante en 2022 se encuentran los Estados Unidos y China. Las perspectivas para la economía mundial enfrentan una alta incertidumbre relacionada con la evolución de la pandemia y la persistencia de sus efectos sobre la actividad económica. A esto se le suma la incertidumbre sobre la duración de los choques de oferta globales, un posible retiro más rápido de los estímulos monetarios en países avanzados y los efectos de la invasión de Rusia a Ucrania.

La recuperación de la actividad económica mundial ha estado acompañada de disrupciones en las cadenas globales de suministro, restricciones de oferta y altos costos en el transporte de mercancías. En 2021 las exportaciones mundiales de bienes se recuperaron frente al deterioro de 2020 y se ubicaron por encima de lo observado antes de la pandemia (Gráfico 2.2, panel B). Lo anterior estuvo acompañado de problemas logísticos, escasez de contenedores e incremento en los costos de transporte marítimo de mercancías. En efecto, el *world container index*[5] se incrementó cerca del 500 % entre diciembre de 2019 y diciembre de 2021. A esta dinámica contribuyeron los efectos de la pandemia y las respectivas restricciones y medidas sanitarias para contener el virus, lo que se reflejó en cuellos de botella y demoras en los puertos. Por su parte, el uso de servicios de transporte de bienes se vio impulsado por la recuperación de las economías. El incremento de los precios, las restricciones de oferta y las disrupciones en la producción también se observaron en otros mercados, incluyendo el sector manufacturero. Como se mencionó en el *Informe al Congreso* de julio de 2021, se destaca la escasez de semiconductores (*microchips*), los cuales se utilizan en múltiples productos, tales como computadores, electrodomésticos y automóviles. Para febrero de 2022 el índice global de presiones sobre las cadenas de suministro[6], aunque mostró alguna mejora frente al cierre de 2021, se mantuvo por encima de lo observado en 2019 (Gráfico 2.3), lo que señala la persistencia de estos choques de oferta mundial.

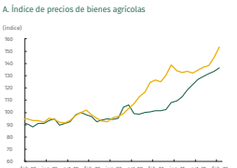
Los precios internacionales de los productos agrícolas se han incrementado de forma significativa. El índice promedio de

5 Precio promedio ponderado por volumen de transportar un contenedor de cuarenta pies en las rutas que incluyen Shanghái-Róterdam, Shanghái-Génova, Shanghái-Los Ángeles, Shanghái-Nueva York, Los Ángeles-Róterdam, Nueva York-Róterdam.

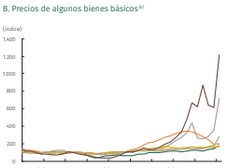
6 Este indicador incluye índices de costos de transporte internacional (*baltic dry index, harpex index*, entre otros) y algunos de los componentes de la encuesta de condiciones empresariales (PMI, por su sigla en inglés) para la zona del euro, China, Japón, Corea del Sur, Taiwán, el Reino Unido y los Estados Unidos.

Gráfico 2.4
Precios internacionales de los alimentos y de otros bienes básicos
(diciembre de 2019 = 100)

A. Índice de precios de bienes agrícolas



B. Precios de algunos bienes básicos[b/]



a/ Incluye café, cacao y té.
b/ Los datos de marzo de 2022 corresponden al promedio hasta el 14 de marzo.
Fuentes: Banco Mundial, Bloomberg y Datastream.

precios de los alimentos del Banco Mundial aumentó anualmente un 30,8 % en 2021 (Gráfico 2.4, panel A), en donde los aceites vegetales, la soya y los cereales fueron los de mayor contribución a esta variación. Por su parte, el índice de precios de las bebidas (café, cacao y té) se incrementó anualmente un 16,3 %, destacándose el aumento del café (34,2 %). A los mayores precios de los productos agrícolas aportaron las disrupciones logísticas, los eventos climáticos severos, la escasez de mano de obra y los mayores costos de los insumos. Además, en 2021 se presentó una fuerte demanda de alimentos, donde se destacan las importaciones de China y el crecimiento anual en la producción de biocombustibles. Para febrero de 2022 los índices de precios de alimentos del Banco Mundial continuaron aumentando frente a lo observado al cierre del año anterior. Además, desde finales de febrero la invasión de Rusia a Ucrania presionó al alza las cotizaciones internacionales de algunos de estos bienes agrícolas, ya que estos países son exportadores importantes de alimentos como trigo y maíz, así como de fertilizantes (Recuadro 1).

Las cotizaciones de los productos mineroenergéticos se han incrementado de manera importante. En 2021 aumentaron los precios internacionales del petróleo Brent en un 63,7 %, del carbón en un 137,1 % y del gas natural en Europa en un 397,1 % (Gráfico 2.4, panel B)[b]. Esto, en medio de la recuperación de la demanda, restricciones de oferta, una crisis energética en Europa y problemas de suministro de energía en parte de Asia. En el caso del petróleo, la oferta se vio limitada por los recortes a la producción implementados por la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+) y los rezagos en la recuperación de la inversión y extracción en países como los Estados Unidos, que no alcanzaron los niveles previos a la pandemia. En cuanto a la demanda de crudo, durante 2021 se observó un repunte debido a la recuperación de la actividad económica y la mayor movilidad de la población. En suma, esto se reflejó en una reducción de los inventarios comerciales de petróleo, que al cierre del año pasado fueron inferiores al promedio observado entre 2015 y 2019 para los países de la OCDE. En lo corrido del año hasta el 14 de marzo, la cotización internacional del petróleo Brent fue en promedio de USD 94,4 por barril (bl), en el contexto de la invasión de Rusia a Ucrania y teniendo en cuenta que Rusia es un productor importante de crudo y de gas natural en el nivel mundial (Recuadro 1). Para 2022, en su informe de marzo de este año, la Administración de Información Energética de los Estados Unidos (EIA, por su sigla en inglés) proyectó un precio promedio de USD 105 bl para el petróleo Brent, lo que significó una fuerte revisión al alza frente a las proyecciones de los informes de enero (USD 75 bl) y febrero (USD 83 bl).

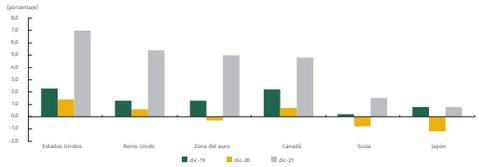
En 2021 la inflación sorprendió al alza en varias economías, y sus proyecciones sugieren que este aumento podría ser más persistente que lo inicialmente previsto. En particular, luego de las bajas inflaciones registradas en 2020, diferentes economías

7 En 2021 también se destacan los incrementos en los precios internacionales del acero (172,2 %), el aluminio (45,2 %), el cobre (50,7 %) y el níquel (33,1 %), entre otras materias primas.

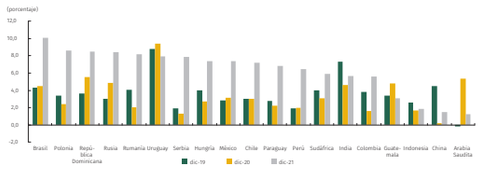
avanzadas presentaron en 2021 incrementos en los precios al consumidor muy por encima del 2%, cifra que corresponde a la meta de inflación en varios de ellos. Se destacan los casos de los Estados Unidos (7,0%), el Reino Unido (5,4%), la zona del euro (5,0%) y Canadá (4,8%) (Gráfico 2.5, panel A). Por su parte, para los principales países emergentes las mayores inflaciones se dieron en Argentina (50,7%), Turquía (36,1%), Brasil (10,1%) y México (7,4%). Otras economías grandes de la región con inflaciones que se situaron por encima de su meta fueron Chile (7,2%), Perú (6,4%) y Colombia (5,6%) (Gráfico 2.5, panel B). Por su parte, en 2021 la inflación total para el conjunto de los países de la OCDE fue del 6,6%, la de alimentos fue del 6,8% y la básica fue del 4,8% (excluyendo alimentos y energía-combustibles). Asimismo, se destaca el alza en los precios de la vivienda en algunos de estos países[8]. En contraste, en 2021 la inflación, en el caso de China (1,5%) y otros países de Asia[9], disminuyó frente al registro de 2019. En general, las proyecciones de los organismos internacionales sugieren que las presiones inflacionarias continuarían siendo elevadas en el corto plazo[10] y se irían moderando a medida que se resuelvan los problemas de oferta global, continúe el proceso de normalización de la política

Gráfico 2.5
Inflación total al consumidor

A. Algunas economías avanzadas



B. Algunas de las principales economías emergentes y de la región



Fuente: Bloomberg.

8 El índice de precios de vivienda nominal de la OCDE se aceleró a lo largo de 2021 y para el tercer trimestre registró una variación anual del 14% frente al 4,4% del cuarto trimestre de 2019.

9 Incluye Japón, Indonesia y Vietnam.

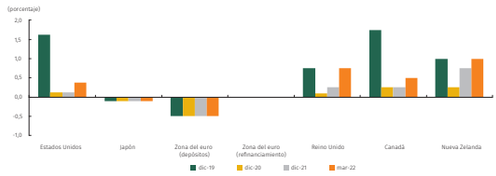
10 En efecto, en enero de 2002 la inflación anual de los Estados Unidos fue del 7,5% y en la zona del euro del 5,1%. Para ese mes en varios países de América Latina la inflación anual se mantuvo elevada y por encima de las metas.

monetaria, se modere la demanda por bienes y se acoten los incrementos en los precios de los combustibles y los alimentos. De esta forma, la inflación anual disminuiría frente a los registros de 2021, pero continuaría ubicándose por encima de las metas establecidas tanto en las economías avanzadas como en las economías emergentes, incluyendo las latinoamericanas. La reciente invasión de Rusia a Ucrania y su impacto sobre los precios de los alimentos, el petróleo y otras materias primas generaría presiones adicionales sobre la inflación mundial (Recuadro 1).

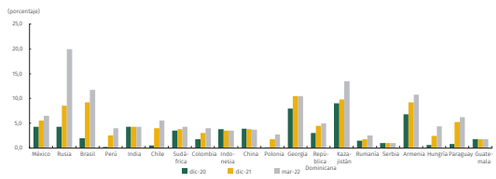
En 2021 los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantuvieron una política monetaria expansiva si bien algunos comenzaron un proceso de normalización de su política monetaria, el cual continuaría en 2022. En 2021 y hasta febrero de 2022 la tasa de política monetaria en los Estados Unidos se mantuvo sin cambios en su mínimo técnico (entre 0% y 0,25%) (Gráfico 2.6, panel A). Como lo anticipaban los analistas y los mercados de futuros, esta tasa de interés se incrementó en marzo de 2022[11] y se proyectan varios aumentos a lo largo del año, en un entorno de presiones inflacionarias y avances en materia de empleo. Por otra parte, en sus reuniones de noviembre y diciembre de 2021 la Reserva Federal (Fed) redujo el ritmo de expansión de su hoja de balance, y para marzo de 2022 no

Gráfico 2.6
Tasa de interés de política monetaria en algunas economías

A. Algunas economías avanzadas



B. Algunas economías emergentes y de la región



Fuente: Bloomberg.

11 Al cierre de este *Informe* se conoció que en su reunión del 16 de marzo de 2022 la Reserva Federal de los Estados Unidos realizó un primer incremento de 25 pb en su tasa de política monetaria.

efectuó nuevas compras netas de activos. Para finales de 2021 el total de activos en la hoja de balance de esta institución fue cerca del 37% del PIB, frente al 19% del cuarto trimestre de 2019. Sobre el proceso de reducir estos activos, los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto han mencionado que podría tener lugar desde la reunión de mayo, y que probablemente se haría a un ritmo más rápido que el observado entre 2017 y 2019. Por su parte, en 2021 y el primer trimestre de 2022 el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo su tasa de interés de política sin cambios (Gráfico 2.6, panel A). A su vez, en su reunión de marzo mantuvo lo anunciado en sesiones anteriores con respecto al menor ritmo de compras de activos en el marco del Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP, por su sigla en inglés), las cuales finalizarían en marzo del presente año, y aceleró el proceso de reducción de compras en el marco del Programa de Compras de Activos (APP, por su sigla en inglés). Para el mismo período, el Banco Central de Japón mantuvo sin cambios su tasa de política (Gráfico 2.6, panel A), mientras que el de Nueva Zelanda la incrementó a partir de agosto (del 0,25% al 1%) y el Banco Central de Canadá lo hizo en su reunión de marzo de 2022 (del 0,25% al 0,5%), manteniendo sin cambios su hoja de balance. El Banco de Inglaterra subió su tasa de interés de política en diciembre de 2021 (del 0,1% al 0,25%) y sumó dos incrementos más de 25 pb en febrero y marzo de 2022, para ubicarla en 0,75%, dando inicio también al proceso de reducción de su hoja de balance. Para 2022 la mediana de la encuesta a analistas realizada por el Banco Central Europeo (BCE) en febrero contempla un primer incremento de sus tasas de referencia de política monetaria a finales del presente año. Para el Reino Unido y Canadá las expectativas del mercado señalan incrementos adicionales durante 2022.

Buena parte de las economías emergentes comenzaron el proceso de normalización de su política monetaria en 2021. En ese año la mayoría de las principales economías emergentes subieron sus tasas de interés de política monetaria (Gráfico 2.6, panel B). Esto, en un entorno de repunte de la actividad económica, de factores globales que presionaron los precios al alza e inflaciones por encima de sus metas. Incluso, algunos países como México, con rezagos en el ritmo de recuperación del crecimiento económico, registraron incrementos en las tasas de interés de referencia. Dentro de las principales economías de la región, en 2021 y lo corrido hasta marzo de 2022, la tasa de interés de política tuvo un incremento del 0,5% al 5,5% en Chile, del 0,25 % al 4,0% en Perú, del 2% al 11,75% en Brasil y del 4,0% al 6,5% en México[12]. Para los países emergentes fuera de América Latina se destacan los aumentos de Rusia del 4,25% al 20%, motivado por las presiones inflacionarias y de devaluación de su moneda en medio de la reciente invasión a Ucrania. Para lo que resta de 2022 se espera que continúen los incrementos en las tasas de interés de política para la mayoría de estos países emergentes. Por el contrario, en los últimos meses el Banco Popular de China ha tomado nuevas medidas de estímulo monetario[13] en un contexto de desaceleración económica y de una inflación inferior a su meta.

Durante 2021 la mayoría de los mercados financieros internacionales (excepto el mercado accionario) se deterioraron como consecuencia, principalmente, del aumento de las presiones inflacionarias globales, de las expectativas de un retiro más rápido del estímulo monetario por parte de la Fed y de otros bancos centrales frente a lo que se esperaba a finales de 2020 y de la aparición de nuevas cepas del Covid-19. Este cambio de las expectativas de política monetaria generó una alta volatilidad en el mercado de deuda estadounidense[14]. En este contexto, los indica-

12 El primer incremento se hizo en Chile el 13 julio del 2021, en Perú el 11 de agosto, en Brasil el 16 de marzo y en México el 23 de junio.

13 En noviembre redujo su tasa preferencial de préstamos a un año en 5 pb (del 3,85% al 3,8%) y en diciembre su tasa de reservas requeridas en 50 pb (del 12% al 11,5%),

14 Este aumento de la volatilidad se vio reflejado en el MOVE, un indicador que mide la volatilidad implícita esperada en las opciones de los tesoros a tres meses.

Gráfico 2.7
Indicadores de percepción de riesgo en los mercados financieros internacionales



Fuente: Data License.

dores de percepción de riesgo internacional, como el VIX[15] y el Vstoxx[16], presentaron una alta volatilidad, mientras que el *credit default swap* (CDS) promedio de los países de la región (Brasil, México, Chile y Perú) aumentó 29 pb frente al cierre de 2020, acorde con el incremento de 36 pb observado en otros países emergentes[17]. En Colombia, el CDS a cinco años aumentó 116 pb durante 2021 como consecuencia de varias fuentes de incertidumbre local (véase la sección 3.1 de este *Informe*). Adicionalmente, la percepción de riesgo internacional se explicó por: 1) el aumento de los temores y posterior materialización del impago de los intereses de deuda de Evergrande y otras compañías inmobiliarias chinas; 2) las tensiones geopolíticas entre varios países occidentales y China, y 3) las discusiones en el Congreso de los Estados Unidos en torno al aumento del techo de la deuda y el rechazo del Congreso al paquete de estímulo fiscal por USD 2 b propuesto por el gobierno del presidente Biden (Gráfico 2.7).

En lo corrido de 2022 los mercados financieros continúan afectados por las presiones en el frente inflacionario y por la incertidumbre en relación con las tensiones geopolíticas. Las mayores presiones inflacionarias continúan impactando las expectativas de una política monetaria global menos expansiva. Adicionalmente, las tensiones geopolíticas entre varios países occidentales y Rusia han contribuido a una mayor percepción de riesgo internacional, a la vez que el aumento de los precios de las materias primas ha reforzado las expectativas de una mayor inflación. En este contexto, al 11 de marzo el CDS de una muestra de países emergentes ha aumentado en promedio 160 pb frente al cierre de 2021. Para el caso colombiano, el CDS a cinco años ha aumentado 9 pb, ligeramente por debajo del aumento de 15 pb observado en el CDS promedio de la región.

Durante 2021 las tasas de los títulos de deuda presentaron aumentos a nivel global. La curva de las tasas de interés de los tesoros de los Estados Unidos se desplazó 60 pb en promedio al alza, mientras que el tramo corto de los países de la región aumentó en promedio 409 pb y el tramo largo 263 pb. El deterioro del desempeño de estos títulos se explicó por las presiones inflacionarias que se evidenciaron en el mundo, y asociado a lo anterior, por las expectativas de una senda de política monetaria menos expansiva a nivel global. Estas presiones se explicaron por los mayores precios de las materias primas, las disrupciones de las cadenas globales de suministro y una recuperación económica superior a la prevista a inicios del año.

En 2021 los bancos centrales de algunas economías desarrolladas continuaron siendo los demandantes de títulos de deuda pública. Desde el comienzo de la pandemia, los gobiernos de economías desarrolladas y emergentes respondieron a

15 El VIX es la volatilidad implícita esperada en las opciones a treinta días sobre el índice bursátil S&P 500.

16 El Vstoxx es la volatilidad implícita esperada en las opciones a treinta días sobre el índice bursátil EuroStoxx 50.

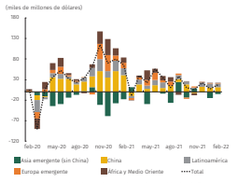
17 De acuerdo con el índice CDX EM de Markit, el cual está compuesto por dieciocho emisores soberanos en Latinoamérica, EMEA y Asia.

la crisis mediante un alto estímulo fiscal que financiaron con emisión de títulos de deuda. En el caso de las primeras, esta deuda fue adquirida, en parte, por sus bancos centrales en el mercado secundario. En 2022, conforme estos bancos centrales comiencen a reducir la hoja de balance[18] que acumularon durante la pandemia, es probable que las tasas de interés de estos títulos presenten aumentos importantes. Adicionalmente, la situación fiscal continuará ejerciendo una presión al alza sobre las tasas de interés.

Durante las primeras semanas de 2022 continuó la tendencia de aumento de las tasas de interés de los títulos de deuda pública observada durante 2021. Desde mediados de febrero, el desarrollo del conflicto militar entre Rusia y Ucrania moderó transitoriamente esta tendencia en los títulos de deuda pública de los Estados Unidos y otros países desarrollados, ante la mayor demanda por activos refugio y una expectativa por parte de los inversionistas de una normalización más lenta de la política monetaria. No obstante, desde la segunda semana de marzo las tasas de interés de los títulos de deuda pública retomaron su tendencia al alza.

Los flujos de capital de portafolio hacia economías emergentes durante 2021 fueron levemente inferiores a los observados en 2020. De acuerdo con cifras preliminares publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por su sigla en inglés), en 2021 se observaron entradas de portafolio hacia los mercados emergentes por USD 378 miles de millones (mm), de las cuales el 49 % se concentraron en China. En el agregado, fueron ligeramente inferiores a las entradas de 2020 (USD 383 mm). La inversión extranjera en estos países se dio principalmente en el mercado de bonos (88 % del total) y, de los flujos totales observados, Latinoamérica tuvo las segundas mayores entradas netas, registradas en USD 110 mm, que se explican por USD 83 mm y USD 27 mm de entradas al mercado de renta fija y renta variable, respectivamente. En enero y febrero de 2022 se observaron entradas hacia economías emergentes por USD 25,7 mm, en un contexto de mayor incertidumbre a medida que han aumentado las fricciones geopolíticas (Gráfico 2.8).

Gráfico 2.8
Flujos de portafolio hacia economías emergentes por parte de no residentes



Fuente: Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por su sigla en inglés).

En 2021 el dólar estadounidense se fortaleció frente a la mayoría de las monedas de países desarrollados y emergentes. Este fortalecimiento estuvo asociado con la rápida recuperación de la economía estadounidense frente a sus pares desarrollados, así como por las expectativas de un aumento de tasas más pronunciado al esperado a inicios de 2021. En este contexto, a pesar del aumento de los precios de la mayoría de los productos básicos, como el petróleo y el cobre, la mayoría de las monedas de los países emergentes[19] y de

18 Mediante la venta de activos financieros.

19 Al 11 de marzo de 2022, las monedas de países emergentes se depreciaron 12,2 % con respecto al cierre de 2020 de acuerdo con el JP Morgan emerging market currency index (EMCI), índice que recoge el comportamiento de algunas monedas de países emergentes frente al dólar, a saber: peso mexicano (se depreció 5,0 %), peso chileno (13,0 %), yuan (2,9 %), rupia india (4,8 %), dólar singapurense (3,1 %), lira turca (98,5 %), rublo ruso (59,5 %), forinto húngaro (18,0 %) y rand sudafricano (2,4 %), mientras que el real brasileño se apreció 2,4 %.

la región, incluyendo el peso colombiano, se depreciaron, influenciadas además por factores idiosincráticos, dentro de los que se destacan la incertidumbre política, fiscal y sanitaria (asociada con el menor ritmo de vacunación de inicios de 2021). En lo corrido de 2022 el dólar ha continuado fortaleciéndose, principalmente como consecuencia de las tensiones geopolíticas.

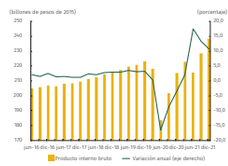
2.2 Evolución y perspectivas de la actividad económica y el mercado laboral en Colombia

Durante 2021 la economía colombiana se recuperó de forma importante, y al finalizar el año alcanzó los niveles de producto registrados antes de la pandemia. El final de las medidas de confinamiento y de distanciamiento social condujeron a una reapertura plena de la economía que, sumada a unas condiciones financieras externas holgadas, a la mejora de los términos de intercambio, a un impulso importante del gasto público y a una política monetaria expansiva, permitieron impulsar la demanda interna. La recuperación estuvo liderada por un consumo privado que venía represado por la pandemia. Por su parte, la inversión creció, pero sin superar los niveles registrados al cierre de 2019. El déficit de la balanza comercial se amplió debido a la mayor dinámica de las importaciones frente a la de las exportaciones. Con todo esto, los excesos de capacidad de la economía se redujeron de forma importante. El empleo, por su parte, mostró una recuperación más lenta, con niveles que al finalizar el año aún se situaban un 20 % por debajo de aquellos observados antes de la pandemia. Para 2022 se espera que se modere el crecimiento del consumo y se consolide la recuperación de la inversión, convergiendo gradualmente a una tasa de crecimiento cercana a la de largo plazo de la economía.

2.2.1 Actividad económica

En 2021 la economía colombiana creció más de lo previsto a comienzos de año y recuperó los niveles de actividad previos a la pandemia (Gráfico 2.9). La economía se expandió un 10,6 % en 2021, luego de haberse contraído el 7,0 % en 2020. Este resultado superó la expectativa del equipo técnico[20] y la del consenso de los analistas del mercado[21], al situarse el nivel del PIB de 2021 en un 2,8 % por encima del de 2019. La política monetaria expansiva, el avance en el Plan Nacional de Vacunación, la disminución en los contagios y la plena reapertura de las actividades productivas y comerciales fueron factores decisivos para que continuara la recuperación económica en 2021 y para que esta tomara impulso hacia la segunda mitad del año. Ello se dio a la par con un importante crecimiento de la economía mundial y, en particular, de buena parte de los

Gráfico 2.9
Producto Interno Bruto[a/]
(trimestral y variación anual)



a/ Serie desestacionalizada y ajustada por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

20 En los *Informes de Política Monetaria* de enero, abril, julio y octubre de 2021, el equipo técnico estimaba un crecimiento del PIB para todo el año del 4,6 %, 6,0 %, 7,5 % y 9,8 %, respectivamente.

21 https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/encuesta-mensual-expectativas-analistas-economicos

socios comerciales del país, lo que facilitó la expansión de las exportaciones, sobre todo las no tradicionales. Todo esto en el marco de unas condiciones financieras externas relativamente holgadas. Así, el producto se recuperó a comienzos del año, pero se contrajo transitoriamente en el segundo trimestre[22] debido a los bloqueos viales de abril y mayo, en medio del desarrollo del tercer pico de la pandemia. Los bloqueos afectaron amplias zonas del país, principalmente el suroccidente, y a diversos sectores como la industria manufacturera, el transporte terrestre y la rama agropecuaria, con algunas repercusiones que aún persisten. Por grandes ramas de actividad productiva, en todo 2021 se destacan los crecimientos de los sectores de actividades artísticas, de entretenimiento y recreación; el comercio, reparación, transporte y alojamiento; la industria manufacturera; y la rama de información y comunicaciones (Cuadro 2.1).

La recuperación económica de 2021 estuvo impulsada por la dinámica de la demanda interna, principalmente por el significativo desempeño del consumo privado. La absorción, o gasto interno total, creció un 13,3 % respecto a 2020, con un mayor dinamismo en el segundo semestre (Cuadro 2.2). Lo anterior permitió que para el año completo su valor fuera un 4,9 % superior al de 2019. En el caso del cuarto trimestre de 2021, la absorción registró un máximo histórico y superó en 8,5 % al observado a finales de 2019. Por componentes, la mayor contribución a la expansión de la demanda interna provino del consumo privado, que creció un 14,6 % en 2021. Los niveles de consumo privado superaron los observados antes

Cuadro 2.1
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica
(corregido por estacionalidad y efectos calendario, base 2015)

	2020	2021				2021
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,0	3,2	3,3	1,7	1,3	2,4
Explotación de minas y canteras	-15,6	-14,9	7,6	4,4	8,4	0,4
Industria manufacturera	-9,8	9,1	29,2	18,7	11,8	16,4
Electricidad, gas y agua	-2,6	-0,4	9,1	7,1	5,3	5,1
Construcción	-26,8	-4,8	24,4	2,6	5,9	5,7
Edificaciones	-25,9	0,2	24,3	10,5	13,7	11,6
Obras civiles	-31,0	-12,7	24,3	-13,2	-7,5	-4,6
Actividades especializadas para la construcción	-23,1	-4,1	24,2	3,8	7,0	6,6
Comercio, reparación, transporte y alojamiento	-13,7	-1,8	40,1	34,6	20,8	21,2
Información y comunicaciones	-2,6	2,4	10,3	12,8	19,8	11,2
Actividades financieras y de seguros	2,3	4,8	3,5	1,9	3,5	3,4
Actividades inmobiliarias	1,5	2,5	2,8	2,4	2,6	2,6
Actividades profesionales, científicas y técnicas	-5,5	2,0	15,0	12,7	9,8	9,7
Administración pública y defensa, educación y salud	0,1	4,0	9,4	8,1	6,3	6,9
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación	-11,4	9,4	73,3	31,9	31,0	33,0
Subtotal valor agregado	-7,1	1,9	17,0	13,0	10,4	10,3
Impuestos menos subsidios	-6,3	1,3	23,9	17,0	13,9	13,5
PIB	-7,0	2,1	17,5	13,3	10,7	10,6

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

22 Entre el primer y el segundo trimestre de 2021 el PIB registró una contracción del 3,2 %.

Cuadro 2.2
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto
(corregido por estacionalidad y efectos calendario, base 2015)

	2020	2021				2021
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
Gasto de consumo final	-4,2	2,9	22,9	19,0	13,2	14,1
Gasto de consumo final de los hogares	-5,0	2,1	25,1	20,1	13,4	14,6
Bienes no durables	5,6	1,8	5,6	7,3	3,3	4,5
Bienes semidurables	-17,7	14,8	103,8	48,5	26,8	40,7
Bienes durables	-7,5	12,8	50,2	21,9	12,5	22,0
Servicios	-7,9	0,1	28,5	23,4	18,0	16,7
Gasto de consumo final del gobierno general	-0,6	6,3	14,2	15,1	12,7	12,1
Formación bruta de capital	-20,5	0,9	30,0	6,9	7,0	9,9
Formación bruta de capital fijo	-23,3	-1,3	36,3	10,3	8,1	11,2
Vivienda	-30,3	13,9	36,7	18,5	25,1	22,6
Otros edificios y estructuras	-30,9	-16,1	22,6	-6,1	-2,4	-3,0
Maquinaria y equipo	-13,4	8,2	51,8	18,5	7,3	19,0
Recursos biológicos cultivados	-1,8	10,9	6,4	1,6	1,6	5,1
Productos de propiedad intelectual	-10,8	0,6	12,8	14,8	13,7	10,2
Demanda interna	-7,5	2,0	23,9	17,4	12,3	13,3
Exportaciones	-22,7	-8,6	16,1	24,3	31,2	14,2
Importaciones	-20,5	0,2	47,1	39,5	31,4	27,5
PIB	-7,0	2,1	17,5	13,3	10,7	10,6

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de la pandemia desde el segundo trimestre del año. Dentro de este agregado, el principal aporte al crecimiento se originó en el consumo de servicios, aunque el consumo de bienes también presentó un desempeño muy favorable. Así, en 2021 todos los segmentos del consumo privado se ubicaron por encima de sus niveles prepandemia. La fuerte recuperación del consumo de los hogares fue posible, entre otros factores, por la flexibilización completa de las restricciones en casi todos los sectores, por el gasto del ahorro acumulado en 2020 durante el período más crítico de la pandemia, por el aumento en los niveles de empleo, por la buena dinámica de las remesas, por el incremento de los precios del café (favoreciendo los ingresos de sus cultivadores) y por las transferencias monetarias del Gobierno que ayudaron a sostener el consumo de los hogares más vulnerables. Todo lo anterior se dio junto a un importante crecimiento del crédito a los hogares y a tasas de interés reales históricamente bajas, como se explica en detalle en el capítulo 3 de este *Informe*.

El consumo público también contribuyó de manera importante al crecimiento. Según las cifras más recientes del DANE, este componente se expandió a una tasa del 12,1 % en 2021, la más alta desde 1997. La dinámica del consumo del gobierno fue mayor a partir del segundo trimestre, en el cual se dio un crecimiento trimestral anualizado superior al 30 %. La expansión de este agregado fue posible, en parte, gracias al mayor consumo intermedio (honorarios, gastos generales, y materiales y suministros) debido al retorno a la presencialidad de muchas entidades públicas, al proceso de vacunación contra el Covid-19 y al incremento del salario de los funcionarios públicos (2,6 % en términos nominales), cuyo pago retroactivo se hizo efectivo en el tercer y cuarto trimestres.

La inversión también registró una recuperación importante, pero sin alcanzar los niveles previos a la pandemia y con comportamientos mixtos en sus componentes. La formación bruta de capital fijo, cuyo crecimiento en 2021 fue del 11,2 %, fue el segmento de la demanda con el mayor rezago respecto a su valor de 2019. Esta incipiente recuperación de la inversión, junto con un mercado laboral rezagado y sus mayores niveles de informalidad, podrían afectar el crecimiento potencial de la economía. Dentro de la inversión el comportamiento fue dispar. Mientras el gasto en maquinaria y equipo presentó un dinamismo muy importante, alcanzando un nivel que fue un 3,1 % mayor que el registrado previo a la pandemia, gracias principalmente a las compras de bienes de capital para la industria, la inversión en construcción mostró pocas señales de recuperación, y se mantuvo significativamente por debajo del nivel de 2019. Por el lado de la construcción de vivienda, persistió la debilidad en el segmento no VIS, mientras que dentro del subcomponente de otros edificios y estructuras, las obras civiles, incluidas las de los gobiernos locales, presentaron un desempeño muy débil, el cual se espera que comience a superarse en 2022.

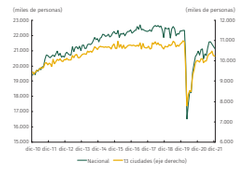
La balanza comercial contribuyó negativamente al crecimiento, debido a un notable aumento de las importaciones, que superó ampliamente al de las exportaciones. Estas mostraron una tendencia de recuperación muy lenta que solo se aceleró a finales de año. En 2021 las importaciones se expandieron un 27,5 %, mientras que las exportaciones registraron un crecimiento cercano a la mitad de ese valor (14,2 %). En el caso de las importaciones, la principal contribución a su notable comportamiento provino de las compras de materias primas. Sin embargo, también se vieron favorecidas por las importaciones de vacunas contra el Covid-19. Las exportaciones se vieron impulsadas por las ventas externas de bienes no tradicionales y por la recuperación parcial de las de servicios, aunque estas últimas todavía se encuentran por debajo de su valor de 2019. El crecimiento de las exportaciones estuvo limitado por las ventas de productos mineros, que solo mostraron señales de recuperación hacia el final del año. Como resultado, el déficit externo en pesos constantes alcanzó en 2021 un nivel histórico, muy superior al registrado antes del choque de la pandemia.

Para 2022 se espera que la actividad económica modere su ritmo de crecimiento y que este empiece a converger a una tasa más compatible con la de largo plazo. Para este año se espera una moderación en el desempeño del consumo, tanto privado como público. Si bien durante 2022 el consumo privado seguiría favorecido por los efectos de los avances en el programa de vacunación, por una confianza de los consumidores relativamente favorable y por la continuación en la reducción de la tasa de desempleo, factores como su elevada base de comparación de 2021, el aumento de la inflación, los menores niveles de ahorro y el menor aporte que harían las jornadas sin impuesto al valor agregado (IVA) deberían llevar a moderar el crecimiento de este grupo. Asimismo, acorde con lo estipulado en el Plan Financiero, se prevé una moderación en el crecimiento del consumo público. La formación bruta de capital fijo sería el componente de la demanda interna más dinámico en 2022, dado que se espera una recuperación importante del sector de la construcción. Esto último, sustentado en un mayor dinamismo de la construcción de vivienda, dada la evolución prevista de los programas de subsidio a la vivienda de interés social (VIS) por parte del gobierno y los altos volúmenes de ventas registrados en 2021. Además, durante el año se espera una recuperación en el sector de obras civiles, de la mano de un avance significativo de proyectos tanto del gobierno nacional como de las administraciones locales y regionales, los cuales ya están financiados, y cuya ejecución se retrasó en los dos años anteriores. Para el caso de la inversión en maquinaria y equipo se prevé que se sostengan los elevados niveles alcanzados en 2021 gracias, en parte, a una mayor inversión en el sector mineroenergético. Por su parte, en el frente externo, aunque las condiciones financieras internacionales serían menos holgadas, los términos de intercambio continuarían mejorando, lo que ayudaría a impulsar las exportaciones mineras. Asimismo, la recuperación económica de los socios comerciales debería consolidarse, estimulando el resto de las exportaciones. Así las cosas, para 2022 se espera que el componente más dinámico del PIB sean las exportaciones totales, seguido por la inversión. Con todo lo anterior, el equipo técnico estima un crecimiento alrededor del 4,3 % para 2022, con una tasa anual más alta en la primera mitad del año, dada la menor base de comparación estadística. No obstante, este pronóstico tiene una incertidumbre inusualmente alta, dados los riesgos relacionados con una mayor persistencia de los choques de costos internacionales, con condiciones financieras externas que podrían ser menos holgadas que las esperadas y con la evolución futura de la pandemia, entre otros.

2.2.2. Mercado laboral[23]

Durante 2021 el mercado laboral registró una recuperación lenta, con algunos retrocesos en el empleo en los últimos meses del año. Esta dinámica del empleo continúa siendo inferior a la observada en la actividad económica. De acuerdo con las cifras mensuales desestacionalizadas[24] de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) del DANE, en diciembre de 2021 los ocupados para el total nacional crecieron un 0,9 % (187.000 empleos) frente al mismo mes de 2020 (Gráfico 2.10). Esta lenta recuperación del empleo se explica, en parte, por un primer semestre estancado a raíz de las olas de contagio del Covid-19, que condujeron a la implementación de medidas de restricción a la movilidad en varias ciudades, a lo que se sumaron los eventos de alteración del orden público y bloqueo de vías. Aunque en el segundo semestre el empleo nacional volvió a mostrar señales de recuperación, con un crecimiento a diciembre del 2,3 % (481.000 empleos) frente a junio, esta se dio a un menor ritmo que lo observado en 2020. Frente a un año atrás, el menor dinamismo también se observa en una expansión moderada del empleo urbano: 226.000 empleos (2,3 %); así como a un retroceso de la ocupación en las zonas rurales y cabeceras intermedias en los últimos meses del año. La heterogeneidad en la recuperación del empleo también se observa por sectores, donde actividades como transporte y comunicaciones ya estarían registrando un número de ocupados similar a los observados en el período prepandemia, mientras que sectores como manufactura y recreación se mantienen en niveles inferiores. Para el total nacional aún faltan por recuperar 1,2 millones de empleos de los 5,8 millones perdidos al inicio de la pandemia.

Gráfico 2.10
Población ocupada por dominio geográfico
(series mensuales desestacionalizadas)



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

En los últimos meses, el empleo no asalariado nacional y el informal en las ciudades han sido los segmentos más dinámicos,

23 Los análisis presentados en esta sección se realizaron a partir de las series de poblaciones e indicadores de mercado laboral correspondientes al Marco GEIH 2005, el cual utiliza los factores de expansión calibrados con las proyecciones y retroproyecciones de población del Censo Nacional de Población y Vivienda de 2005.

24 Las series del mercado laboral presentan estacionalidad, es decir, sus valores son sistemáticamente más altos o bajos dependiendo del mes del año. Este fenómeno debe aislarse mediante técnicas estadísticas para poder hacer comparaciones entre meses del mismo año. Por tal razón, la información presentada en esta sección corresponde a las series sin dichos efectos calendario, conocidas como series desestacionalizadas.

Gráfico 2.11
Ocupados según tipo de empleo
(trimestre móvil desestacionalizado)

A. Asalariados y no asalariados: total nacional[a/]



B. Formales e informales: trece ciudades y áreas metropolitanas[a/]



Nota: el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) considera de manera oficial como informales los trabajadores que laboran en establecimientos, negocios o empresas que ocupen hasta cinco personas en todas sus agencias y sucursales, incluyendo al patrono y/o socio, y exceptuando los profesionales cuenta propia y los obreros y empleados del gobierno.
a/ Las líneas punteadas corresponden al crecimiento anual del eje derecho.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

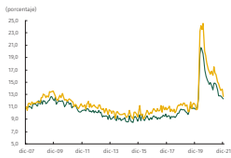
mientras que el empleo asalariado y el formal se mantienen relativamente estables. En la segunda mitad de 2021 se observó una recuperación del empleo no asalariado para el total nacional. De hecho, con cifras en trimestre móvil a diciembre, el número de ocupados de este segmento se ubicaba en niveles cercanos a los observados al inicio de la pandemia. La recuperación de su contraparte asalariada ha sido menos dinámica, con niveles de empleo estables e inferiores a los observados en el período prepandemia (Gráfico 2.11, panel A). En las zonas urbanas se observó un comportamiento de la ocupación formal e informal relativamente estable en los últimos meses del año (Gráfico 2.11, panel B). Sin embargo, a diciembre de 2021 el segmento que más jalonó la creación del empleo urbano fue el empleo informal, con una recuperación del 83 % del empleo perdido al inicio de la pandemia; mientras que para el caso del empleo formal la recuperación es del 70 %. En contraste, algunas mediciones alternativas del empleo formal, basadas en la cotización a la seguridad social y construidas a partir de los registros administrativos de la Planilla Integrada de Liquidación de Aportes a la seguridad social (PILA), sugieren un empleo formal más dinámico, con un número de cotizantes dependientes a pensión que continúa en aumento y que ya habría recuperado su nivel prepandemia.

En el segundo semestre de 2021 la tasa de desempleo nacional se mantuvo relativamente estable, mientras que la urbana continuó con una tendencia descendente moderada. Luego de la importante contracción que sufrió la oferta laboral al inicio de la pandemia y de su posterior recuperación, a la par de la reapertura gradual de los distintos sectores económicos, cifras a diciembre señalan que la participación laboral tuvo un retroceso de -1,9 puntos porcentuales (pp) en el agregado nacional y -2,3 pp en las zonas urbanas, frente a los niveles observados un año atrás. Esta menor participación se continúa observando principalmente en las mujeres y en los más jóvenes, grupos más afectados durante la pandemia. Este hecho, junto con la menor dinámica en la creación de empleo, llevó a que la tasa de desempleo (TD) nacional desestacionalizada se mantuviera relativamente estable en los últimos meses y a diciembre se ubicara en el 12,3 % (-2,4 pp frente a junio) (Gráfico 2.12, panel A). En contraste, la TD urbana se redujo 3,5 pp frente a junio y se situó en el 12,7 %. Con todo esto, la TD nacional y urbana en 2021 se ubicaron en promedio en el 13,7 % y 15,3 %, respectivamente. Estos niveles, si bien implican una corrección frente a lo observado en 2020 (15,9 % y 18,2 %, respectivamente), continúan siendo superiores a lo registrado previo a la pandemia (Gráfico 2.12, panel B).

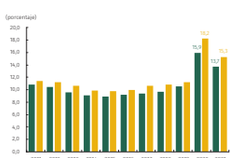
Durante todo 2021 el mercado laboral se mantuvo holgado, aunque con menores presiones desinflacionarias que las registradas al inicio de la pandemia. Se estima que la TD nacional continúe descendiendo gradualmente y que en 2022 su promedio se acerque al de 2019. A pesar de la caída en la TD, durante 2021 el mercado laboral se mantuvo relativamente holgado, aunque con menores presiones desinflacionarias que las observadas al inicio de la pandemia. Esta holgura se observa también en la información de ingresos laborales reales de la GEIH que aún evidencia un deterioro de los ingresos del segmento no asalariado, mientras que los del empleo asalariado se mantienen relativamente estables. Por otro lado, teniendo en cuenta las previsiones en materia de actividad económica presentadas en el *Informe de Política Monetaria* de enero 2022 y la mejora en la demanda laboral reflejada en algunos indicadores de vacantes, como son los avisos clasificados y de ofertas en el Servicio Público de Empleo (SPE), se espera que para 2022 esto se traduzca en una mayor contratación de trabajo. Así, el equipo técnico estima que durante 2022 la TD nacional continúe descendiendo gradualmente y que su nivel promedio se ubique algo por debajo del registrado durante 2021. Estas estimaciones sugerirían un mercado laboral cada vez menos holgado.

Gráfico 2.12
Tasa de desempleo por dominios geográficos
(series desestacionalizadas)

A. Series mensuales



B. Promedio anual



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

El comportamiento reciente del mercado laboral podría afectar el crecimiento del producto de largo plazo. La pandemia por Covid-19 llevó a un deterioro histórico del mercado laboral colombiano, el cual aún registra niveles de empleo inferiores a los prepandemia. La recuperación heterogénea de la ocupación por sectores y grupos poblacionales ha acentuado las brechas de género, el desempleo juvenil y el empleo en los segmentos con ingresos laborales menos estables (incremento de la informalidad). Algunos de estos factores sugieren que el desempleo estructural urbano[25] podría resultar más alto que el estimado antes de la pandemia. Lo anterior, sumado a los bajos niveles de inversión que se han registrado en años recientes, son factores que afectan el crecimiento de largo plazo de la economía. Además, al comprometer directamente los niveles de ingreso de las familias, tiene consecuencias en las condiciones de vida de la población y los niveles de pobreza del país. En este sentido, las recomendaciones sugeridas por la Misión de Empleo resaltan la necesidad de promover e implementar políticas estructurales integradas que respondan y den solución a dos objetivos complementarios: la generación de empleos más estables, productivos y mejor remunerados, junto con la ampliación y fortalecimiento de la protección y seguridad social para los trabajadores.

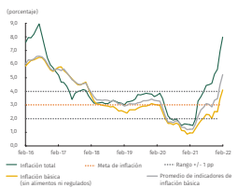
2.3 Evolución y perspectivas de la inflación

Las presiones alcistas sobre los precios en el contexto global, la mayor recuperación de la demanda agregada en relación con la oferta agregada, una mayor transmisión de las presiones del tipo de cambio y el efecto de una base baja de comparación para algunos bienes y servicios se han reflejado en un aumento de la inflación por encima de la meta. Este aumento ha venido acompañado de un incremento en las expectativas de inflación. Si bien se espera que en 2022 la inflación descienda del nivel observado a finales de 2021, esta se mantendría por encima del 3 %, toda vez que seguiría sometida a diversas presiones alcistas, incluida una indexación a una inflación observada más alta.

Al igual que sucedió en la mayoría de las economías del mundo, la inflación en Colombia presentó un aumento significativo

25 Corresponde a la tasa de desempleo consistente con una inflación estable (Nairu, por su sigla en inglés).

Gráfico 2.13
Índice de precios al consumidor (IPC)
(variación anual)



Fuentes: DANE y Banco de la República.

en 2021, el cual estuvo relacionado con los desbalances globales entre oferta y demanda generados por el choque de la pandemia. Al finalizar el año, la inflación anual al consumidor se situó en el 5,6 %, una cifra muy superior a la registrada un año atrás (1,6 %) (Gráfico 2.13) y a la de los diferentes pronósticos que a lo largo del año efectuaron los analistas del mercado y el equipo técnico del Banco de la República. Los aumentos de precios y costos internacionales que trajo el fin de la fase más crítica de la pandemia en buena parte del mundo empezaron a trasmitirse a la inflación al consumidor en Colombia a partir del segundo trimestre del año pasado, siendo este el principal factor alcista en todo este período. Estas presiones afectaron principalmente los precios de los alimentos, canasta que concentró el grueso de las alzas. No obstante, en el incremento de la inflación anual en 2021 también incidió la disolución de los efectos bajistas asociados con las diferentes medidas de alivios de precios adoptadas en 2020, así como las repercusiones que trajeron los bloqueos viales de mayo y, hacia finales de año, las presiones originadas en la depreciación del peso. Adicionalmente, la fuerte recuperación de la demanda, especialmente en el segundo semestre, llevó a una reducción significativa de los excesos de capacidad productiva y habría ayudado a activar la transmisión de los diferentes choques externos y de restricciones de oferta. Cabe señalar que la multiplicidad de choques y decisiones gubernamentales que han influido sobre los precios de estas canastas desde el comienzo de la pandemia dificultan, más que en el pasado, la identificación y la importancia relativa de las causas que determinan la evolución de la inflación.

Los precios de los alimentos estuvieron sometidos a fuertes presiones alcistas por diversos choques de oferta originados en altos precios internacionales, por problemas mundiales logísticos y de transporte, por los efectos de los bloqueos viales en Colombia y por factores relacionados con el ciclo agropecuario interno. Durante 2021 la variación anual de los alimentos aumentó de manera considerable, en particular desde el segundo trimestre, cuando pasó del 3,9 % en marzo al 8,5 % en junio. En adelante mantuvo una tendencia alcista, ubicándose en un 12,4 % en septiembre y cerrando diciembre de 2021 en el 17,2 % (Cuadro 2.3). Esta dinámica de los precios se observó tanto en el segmento de procesados como en el de perecederos. Para los primeros, sus precios al cierre de 2021 registraron un ajuste anual del 15,3 % explicado, en mayor medida, por presiones externas y, en menor medida, por factores locales. Entre las presiones externas se destacan la escalada de los precios internacionales de materias primas agropecuarias e insumos para el sector agrícola, los problemas logísticos y de transporte, las dificultades en la consecución de mano de obra, además de algunas adversidades climáticas y la reactivación de la demanda externa. En el caso de los alimentos perecederos, cuyos precios finalizaron 2021 con un ajuste anual del 24,4 %, el incremento se explica en mayor medida por factores locales. Entre estos se destacan los bloqueos viales durante abril y mayo. A lo anterior se sumó, en los últimos trimestres, un ciclo productivo desfavorable para algunos perecederos como las frutas, la yuca, el plátano y, más recientemente, la papa.

Cuadro 2.3
Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica
(a febrero de 2022)

Descripción	Ponderaciones nuevo IPC	Dic-20	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dic-21	Ene-22	Feb-22
Total	100	1,61	4,51	4,58	5,26	5,62	6,94	8,01
Sin alimentos	84,95	1,03	3,03	2,86	3,37	3,44	4,47	5,10
Bienes	18,78	0,63	2,97	2,63	3,79	3,31	5,29	5,98
Servicios	48,85	1,29	2,01	1,79	2,07	2,18	2,78	3,39
Arriendos	25,16	1,33	1,76	2,10	2,10	2,02	2,09	2,27
Comidas fuera del hogar	8,79	3,84	7,74	7,99	8,71	9,30	11,27	12,95
Resto[a/]	14,91	-0,26	-1,03	-2,50	-2,04	-1,91	-1,29	-0,64
Regulados	17,32	0,73	5,94	6,14	6,56	7,10	8,31	8,91
Servicios públicos	6,69	3,22	9,02	9,52	10,33	9,47	10,83	12,26
Combustible	2,91	-12,22	8,06	8,80	9,39	11,32	11,38	9,82
Transporte	5,53	4,31	2,89	2,60	2,66	2,76	4,84	5,61
Educación	2,38	1,05	2,16	2,13	2,13	5,85	5,85	6,06
Resto[b/]	0,13	5,23	2,61	2,61	2,61	2,61	5,68	5,30
Alimentos	15,05	4,80	12,40	13,76	15,34	17,23	19,94	23,30
Perecederos	3,15	2,49	14,82	17,19	20,17	24,42	30,48	38,58
Procesados	11,90	5,43	11,74	12,83	14,04	15,32	17,04	19,06
Indicadores de inflación básica								
Sin alimentos		1,03	3,03	2,86	3,37	3,44	4,47	5,10
Nucleo 15 (p08)		1,88	3,79	3,69	4,17	4,42	5,55	6,45
Inflación sin alimentos ni regulados		1,11	2,28	2,02	2,54	2,49	3,47	4,11
Promedio indicadores inflación básica		1,34	3,03	2,86	3,36	3,45	4,50	5,22

a/Resto servicios: lavado y planchado de ropa; servicios relacionado con la copropiedad; servicios domésticos; salud; transporte otros (mantenimiento y reparaciones, transporte escolar, en avión, intermunicipal e internacional); información y comunicaciones; recreación y cultura; alojamiento, bares y discotecas; educación (educación superior, diplomados y cursos de educación no Formal); otros servicios diversos (cuidado personal, seguros, cuidado de niños).
b/Resto regulados: cuotas moderadas EPS, certificados, documentos administrativos y pago de honorarios.
Fuente: DANE; cálculos realizados por el Banco de la República (BR) con clasificaciones provisionales.

La variación anual de regulados también tuvo aumentos significativos debido a múltiples causas, dentro de las que sobresalen los incrementos de los precios internacionales del petróleo y la reversión de alivios en tarifas de servicios públicos. Durante todo 2021 la variación anual del IPC de regulados registró aumentos, siendo el más significativo el ocurrido durante el primer semestre, al pasar del 0,7 % en diciembre de 2020 al 5,9 % en junio de 2021. En el segundo semestre la variación anual se incrementó, aunque a menor ritmo, para cerrar en diciembre en el 7,1 % (Cuadro 2.3). Este impulso alcista fue liderado por el rubro de combustibles, cuya variación anual pasó del -12,2 % en diciembre de 2020 al 11,3 % en diciembre de 2021, debido al repunte de los precios internacionales del petróleo, a la depreciación de la tasa de cambio y a una base de comparación estadística muy baja. No obstante, el traspaso de los mayores precios del petróleo a los precios internos de los combustibles ha sido incompleto, generando un alto subsidio a cargo del Fondo de Estabilización de los Precios de los Combustibles (FEPC). Además de jalonar los precios internos de los combustibles, el aumento en el precio internacional del petróleo incrementó los costos de generación de la energía térmica. Asimismo, durante 2021 la depreciación del peso frente al dólar aumentó los costos de producción y generación tanto de combustibles (gas y gasolina) como de todos los

servicios públicos. Con respecto a la educación regulada (primaria y secundaria), su variación anual repuntó de manera significativa en diciembre, por el efecto de una baja base de comparación frente a diciembre de 2020[26]. Finalmente, las demás divisiones del componente regulado del IPC (transporte y resto) terminaron el año con variaciones anuales por debajo de la meta de inflación.

La inflación básica, medida con el IPC sin alimentos ni regulados, no superó la meta en 2021, pero aumentó a lo largo del año (Gráfico 2.13). Al cierre de 2021 dicho indicador alcanzó el 2,5 % (frente al 1,1 % de finales de 2020), con incrementos concentrados, sobre todo, entre el segundo y tercer trimestres, y con ajustes más pronunciados en el caso de la subcanasta de bienes que en la de servicios. Los otros dos indicadores de inflación básica monitoreados por el banco (el IPC sin alimentos y el núcleo 15) reportaron alzas más pronunciadas a lo largo del año, que los llevaron a alcanzar valores superiores al 3,0 % en el cuarto trimestre. Debido a ello, el promedio de los tres indicadores se situó en diciembre de 2021 en el 3,4 %, cuando un año atrás era del 1,3 %. Las presiones externas y la depreciación acumulada del tipo de cambio tuvieron una repercusión moderada en la inflación básica que, sin embargo, fue aumentando en el transcurso del año en la medida en que la demanda fue ganando impulso. No obstante, los diferentes alivios de precios y de impuestos indirectos, que afectaron los precios al consumidor durante 2020 y 2021, además de añadir volatilidad a la inflación básica, terminaron por tener un impacto significativo en su evolución. Así, la variación anual del IPC sin alimentos ni regulados aumentó en buena medida entre el segundo y tercer trimestres debido a la disolución de los choques bajistas derivados de las rebajas temporales de impuestos indirectos y precios efectuadas en igual período de 2020. También, hacia finales del año, las jornadas sin IVA, que no coincidieron plenamente con las efectuadas en 2020, tuvieron un efecto bajista sobre la inflación básica que, en principio, es transitoria y debería revertirse a comienzos de 2022. Todo esto, en un entorno de unos excesos de capacidad productiva que se fueron reduciendo más rápido de lo esperado en la medida en que la actividad económica ganaba dinamismo.

Tanto en la canasta de bienes como en la de servicios sin alimentos ni regulados, el aumento de la variación anual de sus precios se explica, en buena parte, por la disolución de los choques bajistas asociados con los alivios de impuestos y de precios otorgados en 2020 en el marco de la pandemia. La variación anual del IPC de bienes se situó a finales de año en el 3,3 % (frente al 0,6 % en diciembre 2020) y la de servicios en el 2,2 % (frente al 1,3 % a finales del año pasado) (Cuadro 2.3). Cabe señalar que los alivios de precios, los cuales consistieron en la eliminación temporal de impuestos indirectos para algunos bienes y servicios a partir del segundo trimestre de 2020, generaron un choque bajista en el nivel de precios que repercutió en la variación anual de ambas canastas durante doce meses. Los efectos bajistas de este choque en la variación anual se empezaron a diluir en el segundo y tercer trimestres de 2021, produciendo un aumento importante y esperado del indicador asociado con el efecto de una base estadística baja el año anterior. A esto se sumaron los incrementos de precios asociados con los ajustes pospuestos en algunos rubros, principalmente en servicios, que buscaban recuperar las rebajas otorgadas en 2020 en un contexto de reactivación de la demanda. Por otro lado, en los últimos meses de 2021, medidas como la declaración de gratuidad para la educación superior pública y las tres jornadas de días sin IVA, junto con una mayor competencia en el sector de las telecomunicaciones, generaron presiones bajistas sobre la variación anual de ambas canastas, que en principio son transitorias, y tenderán a revertirse en 2022. A la par con estos choques, las presiones externas y la depreciación del tipo de cambio impactaron los precios de los bienes y de los servicios a lo largo del año y en forma creciente. En particular, al cierre de 2021 se

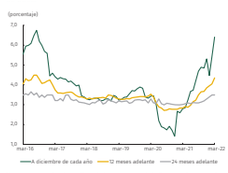
26 En dicho mes, producto de un rezago en el ciclo de matrículas y en atrasos en la información suministrada por parte de las instituciones educativas, el DANE reportó una caída significativa de los precios en la educación básica.

registró una variación anual alta en el rubro de las comidas fuera del hogar (9,3 % frente a 3,8 % a finales de 2020), afectado por el alza en el precio de los alimentos, por una demanda que se recuperó notablemente en el último tramo del año y una oferta que no ha alcanzado los niveles previos a la pandemia.

Para 2022 se espera que la inflación descienda, pero que se mantenga en niveles superiores a la meta, toda vez que los precios al consumidor seguirían sometidos a presiones alcistas, dentro de las que sobresale una mayor indexación. En los primeros meses del año la inflación anual continuó al alza, alcanzando en febrero el 8 %. Las principales presiones siguieron concentrándose en los precios de los alimentos, los cuales continuaron siendo afectados por presiones externas y por una oferta interna reducida. No obstante, como se esperaba, el resto de las canastas también reportaron aumentos importantes y crecientes frente a lo observado a finales de 2021. De esta forma, la inflación básica medida por el IPC sin alimentos ni regulados se situó en este mes en el 4,1 %, y el promedio de los tres indicadores monitoreados por el Banco en el 5,2 %. En un entorno en el que se proyecta que la actividad económica siga manteniendo un buen dinamismo y los excesos de capacidad productiva desaparezcan, cabría esperar que continúe la transmisión de las presiones externas, no solo hacia alimentos y regulados, sino también hacia la inflación básica, donde dicha transmisión fue moderada en 2021. No obstante, se espera que entre el segundo y el tercer trimestre algunas de estas presiones se atenúen, acorde con una moderación de la inflación internacional, y que la oferta agropecuaria interna se recupere, al responder a los altos precios de muchos productos. Otra fuente de presión sobre la inflación hace referencia a la indexación a una tasa relativamente alta de un segmento de ítems, en particular en la canasta de servicios, así como los efectos de los mayores costos laborales sobre los precios, dado el incremento reciente del salario mínimo legal. A lo anterior se suma la preocupación de que se utilice el reciente aumento del salario mínimo como referente para la formación de precios de un grupo más amplio de bienes y servicios. No obstante, dada la moderación esperada de las presiones externas, la recuperación proyectada de la oferta agropecuaria local y la acción de la política monetaria, la inflación total iniciaría su convergencia a la meta en el segundo semestre, tendencia que debería prolongarse en el 2023. Al momento de redactarse este *Informe*, los precios internacionales de los alimentos, de los combustibles y de muchas materias primas presentaban incrementos adicionales importantes debido al estallido del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania (Recuadro 1). Esta situación, de prolongarse, amenaza con incrementar las presiones inflacionarias en Colombia.

Gráfico 2.14
Expectativas de inflación

A. Pronósticos de inflación total de bancos y comisionistas de bolsa



Nota: corresponde a la mediana de las respuestas de la *Encuesta de expectativas de analistas económicos* (EME) realizada por el Banco de la República.
Fuente: Banco de la República (*Encuesto mensual a analistas*).

B. Expectativas de inflación estimadas con base en los títulos de deuda pública (BEI)



Nota: las expectativas de inflación netas de primas se calculan como el diferencial de las tasas nominales y reales libres de riesgo extraídas de los mercados de deuda pública local a diferentes plazos (Abrahams et al., 2015; Espinosa et al., 2015). En este sentido, la denominada "prima por riesgo inflacionario" surge de restar la prima por término de la curva de TES en UVR a la prima a término de la curva de TES en pesos. Los diferenciales en estas primas a término pueden estar reflejando incertidumbre sobre la inflación a futuro, sin embargo, también pueden estar influenciados por fricciones particulares de cada mercado, como las preferencias de algunos agentes en invertir en cierto tipo de títulos. Finalmente, el componente de liquidez se calcula como el diferencial entre la prima por liquidez extraída de los TES en pesos y de los TES en UVR. Así, el BEI total calculado con esta metodología se puede descomponer entre las expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez.
Fuente: cálculos del Banco de la República, con información al 24 de marzo de 2022.

A la par con el aumento de la inflación se ha dado un incremento en las expectativas, las cuales se sitúan por encima de la meta para los próximos dos años. Las expectativas de los analistas económicos, obtenidas a partir de la encuesta mensual del Banco aplicada entre el 7 y el 11 de marzo (Gráfico 2.14), sugieren una inflación total para finales de 2022 del 6,4 % (3,3 % en la encuesta de julio de 2021) y del 5,3 % para la inflación sin alimentos (3,1 % en la encuesta de julio de 2021). Para finales de 2023, según los resultados de la encuesta, estas medidas se reducirían al 3,8 % y al 3,5 %, respectivamente. Por su parte, a marzo las expectativas estimadas con base en

la comparación de rendimientos de los bonos de deuda pública emitidos a tasa fija con los emitidos a tasa variable (*break even inflation*, BEI), ajustadas por las primas de riesgo inflacionario y de liquidez, también aumentaron y se ubican a dos, tres y cinco años en 4,57 %, 4,40 % y 4,14 %, respectivamente[27].

Las perspectivas para 2022 están sujetas a una alta incertidumbre dados los riesgos que todavía supone la evolución de la pandemia, los cuellos de botella que enfrenta la economía mundial y las dificultades metodológicas en la estimación de las tendencias de la inflación básica. Para 2022 se espera que los desbalances de oferta y los problemas logísticos en el ámbito mundial se superen gradualmente, permitiendo que los precios y los costos internacionales cedan. No obstante, es posible que estos problemas persistan por más tiempo (o que incluso se acentúen). Además, si bien ha habido avances importantes en el control de la pandemia, no se pueden descartar rebrotes que generen nuevos desajustes en la oferta interna. También, dadas las perspectivas de una liquidez global menor y la incertidumbre asociada con el ciclo político colombiano, pesan riesgos sobre la tasa de cambio con sus efectos sobre la inflación en Colombia, en particular si la demanda crece como se tiene previsto. Por último, los precios al consumidor en Colombia seguirían afectados por diversos choques transitorios que dificultan la lectura de las tendencias de la inflación.

2.4 Decisiones de política monetaria

A partir de septiembre de 2021 la JDBR inició un proceso de normalización de la política monetaria, proceso que ha llevado la tasa de política monetaria del 1,75 % al 4 % en enero de 2022.

El Banco de la República tiene como mandato constitucional "velar por mantener el poder adquisitivo del peso, en coordinación con la política económica general"[28]. Para cumplir con lo anterior, la JDBR implementó un esquema de inflación objetivo con régimen de tasa de cambio libre, en el cual las acciones de política monetaria están encaminadas a mantener la inflación en la meta del 3 %, y alcanzar el nivel máximo sostenible del producto y del empleo. En este esquema las decisiones de política monetaria se toman con base en el análisis del estado actual y perspectivas de la economía, así como en la evaluación de la inflación y sus expectativas frente a la meta. Por ejemplo, si este análisis indica que la inflación puede desviarse persistentemente del 3 % debido a excesos o defectos de gasto o de la capacidad productiva de la economía, la tasa de política monetaria (TPM) se modifica para que la inflación retorne hacia el 3 %. Si las desviaciones obedecen a factores transitorios (*v. g.*: un fenómeno climático que afecte los precios de los alimentos o choques temporales de oferta) y las expectativas de inflación se mantienen ancladas en la meta, la TPM no se modifica. Por el contrario, si las desviaciones se tornan persistentes al punto de que puedan generar procesos de indexación de precios no deseados, la TPM se modifica para anclar las expectativas y contribuir a que la inflación retorne a la meta. Este esquema de inflación objetivo es compatible con el propósito de alcanzar niveles sostenibles del producto y del empleo.

En los primeros tres trimestres de 2021 la tasa de interés de política se mantuvo en niveles históricamente bajos (1,75 %). Al inicio de 2021 la actividad económica mantuvo la tendencia de recuperación iniciada en el segundo semestre de 2020, y la inflación fue inferior al 2 %, con expectativas ancladas en la meta. Lo anterior en un entorno de alta incertidumbre originada por la aparición de nuevos brotes de Covid-19. En el segundo trimestre los bloqueos de las vías y los problemas de orden público generaron una caída del producto y un incremento en los precios de

27 Con información al 24 de marzo.

28 Constitución Política de Colombia de 1991, artículo 373, y Sentencia C-481/99 de la Corte Constitucional.

los alimentos perecederos debido a las dificultades de abastecimiento. Los precios de la canasta de regulados aumentaron por el retiro parcial de los alivios a las tarifas de servicios públicos y por el incremento en el precio de los combustibles. Factores externos, como el incremento de los precios internacionales de bienes básicos y materias primas, junto con los mayores costos logísticos y de transporte marítimo, acentuaron la presión al alza sobre la inflación. Con esto, la inflación anual se aceleró y desde mayo se situó por encima de la meta, en un contexto de amplios excesos de capacidad productiva, de lenta recuperación del empleo y de expectativas de inflación a mediano plazo con tendencia creciente, pero con niveles cercanos a la meta. Ante estas condiciones macroeconómicas, la JDBR, en sus reuniones de enero, marzo, abril, junio y julio, decidió mantener la tasa de interés de política en 1,75 %, tasa que aplicó hasta finales de septiembre.

Al final de septiembre de 2021 la JDBR inició un proceso de normalización de la política monetaria hacia una postura menos expansiva. Durante el tercer trimestre de 2021 los indicadores de actividad económica retomaron su tendencia de crecimiento y si bien los excesos de capacidad productiva continuaban amplios, había señales de una disminución de estos más rápida de la estimada. Ello debido al buen desempeño de la demanda interna, principalmente del consumo privado. A su vez, el mercado laboral se seguía recuperando, si bien de forma más lenta que el producto. Los factores externos continuaron ejerciendo presiones al alza sobre los precios y contribuyeron a impulsar la tendencia creciente de la inflación, alejándola de la meta. Las expectativas de inflación también aumentaron y se incrementó el riesgo de que se situaran persistentemente por encima del 3 %. Ante este entorno macroeconómico, la JDBR decidió por unanimidad iniciar un proceso de normalización de la política monetaria, y determinó por mayoría los aumentos que se hicieron en septiembre (25 pb) y octubre (50 pb). Posteriormente, los nuevos indicadores de actividad económica y de inflación para el cuarto trimestre continuaron sorprendiendo al alza. La fuerte dinámica de la demanda interna siguió liderada por el comportamiento del consumo privado, mientras que las estimaciones sugerían que los excesos de capacidad productiva se seguían cerrando más rápido de lo previsto. La inflación continuó acelerándose, afectada principalmente por los choques de costos externos que se hicieron más fuertes y persistentes de lo anticipado, mientras que las expectativas de inflación se situaron por encima de la meta. Todo lo anterior, unido al incremento del salario mínimo, aumentó el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación, lo que podría generar procesos de indexación generalizados que alejaran aún más la inflación de la meta. Ante este contexto macroeconómico, en diciembre de 2021 la JDBR decidió aumentar la tasa de interés de política en 50 pb y en enero de 2022 aceleró el ritmo de incrementos a 100 pb. A pesar de estos ajustes, que sitúan a la tasa de interés de intervención en 4 %, la política monetaria mantiene una postura de estímulo a la economía, teniendo en cuenta que en términos reales la tasa de intervención continúa en terreno negativo y por debajo de la tasa de interés neutral (Recuadro 2).

Durante 2021 el suministro de liquidez por parte del Banco de la República continuó contribuyendo a que el Gobierno Nacional Central (GNC) tuviera mejores condiciones de financiamiento. Las subastas diarias de liquidez, ofrecidas a un costo igual a la tasa de interés de intervención, se realizan teniendo en cuenta las diferencias entre la oferta y la demanda de base monetaria para garantizar que no se generen presiones en el mercado monetario. La liquidez en el mercado también puede incrementarse de una forma más permanente como, por ejemplo, mediante compras de TES, adquisiciones de dólares, o traspaso de utilidades del Banco de la República al GNC, entre otras[29]. Entre el final de 2020 y el de 2021 el suministro de liquidez se reflejó en un crecimiento de la base monetaria de COP 12,7 b (14,2 % en promedio anual), cuya fuente principal de expansión se relacionó con operaciones

29 Las ventas de TES o de dólares generan retiros de liquidez en el mercado.

del GNC, tales como compras netas de TES (COP 5,7 b), con la entrega de utilidades en pesos al GNC (COP 3,1 b)[30], y con menores depósitos del GNC en el Banco de la República (COP 3,5 b) y la remuneración de su saldo (COP 0,5 b)[31].

30 Con cargo a las utilidades de 2020, en 2021 se distribuyeron utilidades al Gobierno por COP 6.629 mm, de los cuales COP 3.506 mm se realizó en TES en atención a la solicitud realizada por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

31 Otro factor importante de expansión fue el incremento de los repos de expansión respaldados con TES (COP 4,1 b). En los factores de contracción se destacan los vencimientos de títulos y cupones de deuda privada (COP 4,0 b), el pago de cupones de TES (COP 1,0 b), y el cambio en el saldo de repos de contracción (COP 1,0 b).

03/ Evolución y perspectivas de los mercados financieros y de crédito

3.1 Mercados financieros locales

En 2021 y lo corrido de 2022 el aumento en la percepción de riesgo local contribuyó a que las tasas de interés de la deuda pública colombiana se incrementaran más que las tasas de interés internacionales de activos comparables. El mercado accionario colombiano también se deterioró en 2021, pero en lo corrido de 2022 se recuperó favorecido por las ofertas públicas de adquisición (OPA) de algunas especies, junto con las mayores cotizaciones del petróleo.

3.1.1 Mercados de deuda pública, privada y accionario

Durante 2021 y lo corrido de 2022 se registró una mayor percepción de riesgo local. Además de los factores que impactaron las medidas de prima de riesgo en los mercados emergentes, en Colombia la mayor percepción de riesgo estuvo asociada, principalmente con: 1) la ampliación del déficit de la cuenta corriente por encima de la mayoría de las economías emergentes; 2) la incertidumbre generada por la cercanía de las elecciones legislativas y presidenciales que se realizarán durante el primer semestre de 2022; 3) el aumento de la inflación y sus expectativas a todos los plazos, y sus implicaciones para el rumbo de la política monetaria, y 4) las presiones fiscales generadas por un aumento importante de la deuda pública para atender el mayor gasto asociado con la pandemia y por la incertidumbre sobre el ajuste fiscal ante el retiro del proyecto de Ley de Solidaridad Sostenible, en un contexto de protestas sociales, lo que incidió en las decisiones adoptadas por S&P Global y Fitch Ratings de retirar el grado de inversión del país[32]. Así, el incremento de los CDS a cinco años para Colombia fue más acentuado que para varios de sus pares de Latinoamérica (Gráfico 3.1).

Gráfico 3.1
Prima de riesgo (CDS a cinco años) para algunas economías de la región



Fuente: Data License.

Gráfico 3.2
Tasas de interés en algunas economías de la región



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

El aumento de la percepción de riesgo del país, otros factores internos y las presiones inflacionarias globales explican, en mayor medida, el aumento en las tasas de interés de los títulos de deuda pública y privada en Colombia. Al igual que lo observado en los demás países de la región, tras el aumento de las tasas de interés de la deuda pública en los Estados Unidos, en Colombia las tasas de interés de los títulos de deuda pública y privada aumentaron a lo largo de 2021. En particular, el tramo corto de la deuda pública se incrementó en 350 pb, mientras que el tramo largo lo hizo en 270 pb (Gráfico 3.2). Las tasas también aumentaron a causa de la incertidumbre local,

32 El 19 de mayo de 2021 S&P Global redujo en un nodo la calificación del país en moneda local a BBB- (grado de inversión) y en moneda extranjera a BB+ (grado especulativo). El 1 de julio de 2022 Fitch Ratings redujo en un nodo la calificación del país en moneda local y extranjera a BB+. Tras el retiro de la primera propuesta de reforma fiscal (Ley de Solidaridad Sostenible) y la pérdida del grado de inversión, el Gobierno aprobó en septiembre una nueva reforma fiscal (Ley de Inversión Social), la cual tiene una menor capacidad de recaudo frente a la reforma propuesta inicialmente por el Gobierno.

Gráfico 3.3
Tasas cero cupón TES en pesos por plazo, índice de deuda privada y tasa de política monetaria



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

así como por las expectativas y posterior materialización de una senda de política monetaria menos expansiva por parte del Banco de la República (Gráfico 3.3). En lo corrido de 2022 las tasas de la deuda pública colombiana continuaron aumentando, acorde con el comportamiento de los títulos de deuda en el mundo, la mayor percepción de riesgo internacional como consecuencia del entorno geopolítico y la incertidumbre política ante la cercanía del proceso electoral colombiano que se realizará durante el primer semestre de 2022.

Durante 2021 los inversionistas extranjeros realizaron compras de títulos de deuda pública por montos significativos, las cuales se concentraron principalmente en el segundo trimestre. El escenario de altas tasas de interés de los títulos de deuda pública local incentivó a los inversionistas extranjeros a demandar en neto durante el año COP 7.807 mm[33] y COP 3.612 mm[34] de TES en pesos y UVR, respectivamente. Las compras totales de TES por parte de estos inversionistas fueron inferiores a las realizadas en 2020[35]; sin embargo, su participación en el mercado de TES permaneció relativamente estable[36]. En lo corrido de 2022 (con información al 11 de marzo) los inversionistas extranjeros han realizado compras de COP 1.274 mm[37] de TES en pesos y ventas netas de COP 3.412 mm[38] de TES en UVR.

En cuanto al mercado accionario, durante 2021 el índice MSCI Colcap cayó 1,9 %, a diferencia del aumento promedio registrado en la región (3,4 %[39]). En 2022 este índice se valorizó en 9,7 %. El comportamiento del índice estuvo influenciado por los factores locales ya mencionados, así como por el desempeño negativo de las acciones pertenecientes al sector de servicios públicos y materiales, y las continuas salidas por parte de inversionistas extranjeros, quienes vendieron en neto COP 2,5 b. No obstante, durante lo corrido de 2022 (con información al 11 de marzo) el índice MSCI Colcap se ha valorizado un 9,7 %, influenciado por las ofertas públicas de adquisición (OPA) sobre algunas especies[40] y las mayores cotizaciones del petróleo.

Para 2022 el desempeño de los mercados financieros locales dependerá del entorno internacional, de la recuperación de la actividad económica y del empleo, de la senda de ajuste fiscal, monetario y externo, y de la incertidumbre asociada con el proceso electoral. Recientemente los mercados financieros locales recibieron de manera positiva las perspectivas fiscales más optimistas publicadas por el Gobierno en el Plan Financiero para 2022. En este se evidencia que la rápida recuperación económica ha traído consigo un mayor recaudo tributario y unas proyecciones más favorables de necesidades de financiación, y de las sendas de deuda pública y déficit fiscal como proporción del PIB. Hacia adelante, además del entorno internacional, el desempeño de los mercados financieros locales continuará estando influenciado por las perspectivas de recuperación económica y la incertidumbre asociada al proceso electoral, los cuales, a su vez, tendrán un impacto sobre las sendas de ajuste fiscal, monetario y externo del país.

3.1.2 Exposición al riesgo de mercado del sistema financiero y evolución del portafolio de las instituciones financieras no bancarias

La exposición de las instituciones financieras no bancarias (IFNB) y de los establecimientos de crédito (EC) a cambios en los precios y en las condiciones de los mercados de TES cobran relevancia ante el aumento en las tasas de interés en los mercados financieros globales y sus efectos sobre la demanda de estos títulos. La exposición a los mercados de renta fija y renta variable, medida como la inversión en títulos expuestos a riesgo de mercado, se concentra principalmente en TES para el sistema financiero colombiano (61,3 % a diciembre de 2021). A la fecha de análisis, tanto los EC como las IFNB registraron un crecimiento en títulos de deuda pública y acciones, mientras que los títulos de deuda privada presentaron contracciones para el caso de las IFNB y crecimientos para los EC (Cuadro 3.1). Por su parte, la posición administrada de las IFNB mostró caídas en todos los grupos de activos expuestos a riesgo de mercado, a excepción de las acciones administradas por las sociedades comisionistas de bolsa (SCB). En un entorno de menor apetito por riesgo que podría surgir ante el aumento en las tasas de interés de mediano y largo plazos en los mercados financieros globales, adquiere mayor relevancia la exposición de las entidades financieras a cambios súbitos en los precios y en las condiciones de los mercados financieros, especialmente el de títulos del gobierno local.

El desempeño de los mercados financieros locales se refleja en el comportamiento del portafolio de las IFNB, dada la importancia de las inversiones en su modelo de negocio y el tamaño de su exposición al riesgo de mercado. Durante 2021 el valor del activo de las IFNB se desaceleró, principalmente en el portafolio de activos administrados. Este comportamiento obedeció en especial a la contracción del 0,1 % en términos reales que sufrió el portafolio de terceros de las sociedades fiduciarias (SFD), que representan casi dos terceras partes de los activos administrados por las IFNB. Por su parte, los recursos de terceros en poder de las SCB también tuvieron contracciones reales del 29,5 %, aunque su peso en el portafolio es reducido. Los portafolios de terceros administrados por las administradoras de fondos de pensiones (AFP) mostraron crecimientos positivos, pero inferiores a los observados seis meses atrás. De igual manera, el activo en posición propia de las IFNB mostró desaceleraciones en los últimos seis meses, explicado en particular por el menor crecimiento de los activos de las aseguradoras, que representan el 86,0 % del portafolio. Las SFD y las SCB mostraron contracciones reales del 0,7 % y 5,8 %, respectivamente (Gráfico 3.4).

33 Durante 2021 los inversionistas extranjeros compraron en neto en el mercado de contado COP 8.556 mm. En cuanto al mercado a futuro, su posición, mediante contratos *non delivery forwards* (NDF) de TES denominados en pesos, disminuyó en COP 749 mm.

34 Durante 2021 los inversionistas extranjeros compraron en neto en el mercado de contado COP 2.814 mm. En cuanto al mercado a futuro, su posición, mediante contratos NDF de TES denominados en UVR, aumentó en COP 798 mm.

35 En 2020 los inversionistas extranjeros demandaron en neto COP 13.573 mm y COP 2.027 mm de TES en pesos y UVR, respectivamente.

36 Al cierre de 2020 los inversionistas extranjeros contaban con una participación del 25,1 % sobre el total de la deuda pública en moneda local. Para 2021 la participación disminuyó 0,3 pp, pasando a 24,8 %.

37 En lo corrido de 2022 las compras de TES en pesos en el mercado de contado por parte de inversionistas extranjeros han sido de COP 1.898 mm. En cuanto al mercado a futuro, su posición compradora ha disminuido en COP 624 mm.

38 En lo corrido de 2022 las ventas de TES en UVR en el mercado de contado por parte de inversionistas extranjeros han sido de COP 337 mm. En cuanto al mercado a futuro, su posición compradora ha disminuido en COP 3.075 mm.

39 Se calcula como la valorización promedio de los siguientes índices: Ibovespa (Brasil), S&P/BMV IPC (México), S&P/CLX IPSA (Chile) y el S&P/BVL (Perú).

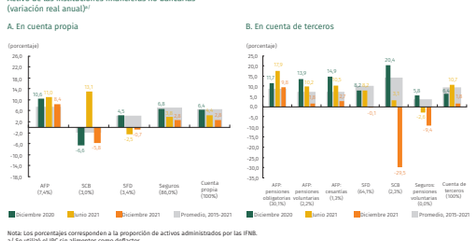
40 Se han realizado dos OPA y se ha anunciado una tercera sobre las acciones de Nutresa y Grupo Sura, las cuales pertenecen a las diez acciones con mayor ponderación dentro del índice MSCI Colcap. La acción de Nutresa se ha valorizado un 54,4 %, mientras que la del Grupo Sura lo hizo en un 6,5 %.

Cuadro 3.1
Saldos de inversiones expuestas a riesgo de mercado de las entidades financieras (diciembre de 2021)

Tipo de entidad	TES[a/]	Deuda privada	Acciones	Total	TES	Deuda privada	Acciones	Total
	(saldo en billones de pesos)				(variación porcentual últimos seis meses)			
Establecimientos de crédito	55,4	5,3	16,2	76,8	4,7	12,2	8,0	5,9
Bancos comerciales	49,4	4,8	0,0	54,2	1,6	11,6	0,0	2,4
Corporaciones financieras	5,1	0,3	16,2	21,6	47,6	25,2	8,0	15,5
Compañías de financiamiento	0,9	0,1	0,0	1,1	13,6	5,8	-2,8	12,2
Cooperativas financieras	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	15,0	0,0	15,0
Instituciones financieras no bancarias (IFNB)	12,7	10,3	6,6	29,5	4,8	-6,2	1,2	-0,1
Fondos de pensiones: posición propia	0,3	0,9	0,2	1,4	13,5	5,7	21,6	8,9
Sociedades comisionistas de bolsa: posición propia	1,1	0,2	0,2	1,4	-31,6	-34,6	13,3	-28,7
Sociedades fiduciarias: posición propia	0,3	0,3	1,1	1,7	5,2	-15,5	8,2	2,8
Compañías de seguros y capitalización	11,0	8,9	5,2	25,0	10,4	-6,2	-1,0	1,6
Sistema en posición propia	68,0	15,5	22,8	106,3	4,7	-0,7	5,9	4,2
Posición administrada								
Sociedades comisionistas de bolsa: posición de terceros	1,9	9,7	9,0	20,6	-1,2	-9,5	6,5	-2,3
Sociedades fiduciarias: posición terceros[b/]	109,8	34,3	13,9	158,1	-6,6	-9,4	-9,7	-7,5
Sistema	179,8	59,5	45,7	285,0	-2,5	-7,3	0,7	-3,1

a/ El valor de la posición propia se obtiene del formato 351 "portafolio de inversiones", el de la posición administrada se obtiene con datos del DCV.
b/ Se excluyen los pasivos pensionales administrados por las sociedades fiduciarias.
Fuentes: Depósito Central de Valores (DCV) y Superintendencia Financiera; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.4
Activo de las instituciones financieras no bancarias
(variación real anual)[a/]



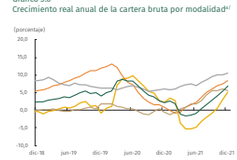
Nota: Los porcentajes corresponden a la proporción de activos administrados por las IFNB.
a/ Se utilizó el IPC sin alimentos como deflactor.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.5
FIC - Activo y depósitos netos



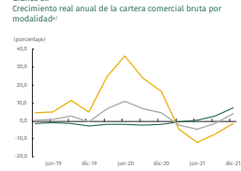
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (SFC); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.6
Crecimiento real anual de la cartera bruta por modalidad[a/]



a/ Se utilizó el IPC sin alimentos como deflactor.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.7
Crecimiento real anual de la cartera comercial bruta por modalidad[a/]



Nota: este gráfico se presenta con frecuencia trimestral debido a que su fuente es el Formato 341 de la Superintendencia Financiera de Colombia, que se reporta con esta periodicidad.
a/ Se utilizó el IPC sin alimentos como deflactor.
b/ Firmas que más incrementaron su endeudamiento con los establecimientos de crédito entre diciembre de 2019 y junio de 2020.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

El valor del activo de los fondos de inversión colectiva abiertos sin pacto de permanencia disminuyó gradualmente a lo largo del año, situación explicada principalmente por retiros de inversionistas y, en menor medida, por desvalorizaciones. Entre enero de 2021 (momento en el cual los fondos ya se habían recuperado y mostraban capitalizaciones superiores a las previas a la pandemia) y diciembre del mismo año, el portafolio se redujo en un 26,7 %, lo que representó una caída de COP 22,3 b, alcanzando niveles no observados desde mayo de 2020. A pesar de lo anterior, los datos más recientes muestran una estabilización en los recursos administrados, deteniendo así la caída más reciente, la cual se registró en el último trimestre de 2021 (Gráfico 3.5).

3.2 Intermediación financiera de los establecimientos de crédito

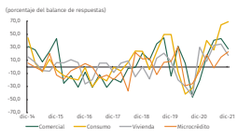
El crédito se sigue acelerando, principalmente aquel dirigido a los hogares, y se espera que este comportamiento continúe en el corto plazo. Esto, en un contexto de transmisión del incremento de la tasa de interés de política a las de crédito y depósitos. La recuperación de la cartera se da en un entorno de endeudamiento elevado, aunque con unos indicadores de riesgo de crédito que se han reducido. En términos de rentabilidad, los EC alcanzan niveles cercanos a los observados previos a la pandemia. Los indicadores de riesgo de liquidez y de solvencia se mantienen en niveles altos con respecto a sus límites regulatorios.

Desde abril de 2021 el crédito se aceleró de manera sincronizada en todas sus modalidades y continúa soportando la recuperación de la actividad económica. A partir de abril de 2021 el crédito ha venido acelerándose, alcanzando COP 563,6 billones (b) y una tasa de crecimiento del 6,9 % real anual en diciembre de 2021. La recuperación del ritmo de expansión de la cartera total estuvo explicada por la aceleración en todas sus modalidades, en especial en las de comercial y consumo, las cuales en conjunto participan con el 82,5 % de la cartera total (Gráfico 3.6).

En el caso de la cartera comercial (determinante esencial del comportamiento del crédito total dado su tamaño), la dinámica reciente ha estado influenciada por un número reducido de firmas que, entre diciembre de 2019 y junio de 2020, se endeudaron significativamente de manera precautelativa ante la potencial afectación a su liquidez por cuenta del choque de la pandemia. Como se observa en el Gráfico 3.7, al excluir el 1 % de las firmas que más incrementó su saldo de crédito entre dichas fechas (top 1), se observa que la cartera comercial viene acelerándose desde el primer trimestre de 2021. Por el contrario, el top 1 ha mostrado contracciones recientes en su cartera ante la fuerte acumulación del año 2020 y solamente se aceleró durante el tercer trimestre de 2021, lo cual posiblemente ha impedido un crecimiento más elevado de la cartera comercial agregada.

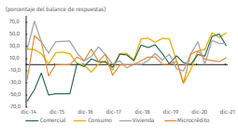
La información más reciente indicaría que la aceleración del crédito, tanto en la oferta como en la demanda de todas las

Gráfico 3.8
Percepción de la demanda de crédito para los establecimientos de crédito



Nota: a los establecimientos de crédito se les preguntó cómo cambió la demanda por nuevos créditos durante los últimos tres meses (fue: 1 = inferior; 2 = levemente inferior; 3 = igual; 4 = levemente superior, y 5 = superior). El balance es la diferencia entre el porcentaje de encuestados que respondieron 4 y 5, y aquellos que señalaron 1 y 2. Un resultado positivo del balance se interpreta como una percepción general de un aumento en la demanda. Para calcular el indicador conjunto de demanda por nuevos créditos se ponderó, en cada trimestre, el balance de respuestas de cada grupo de intermediarios financieros (bancos, CFC y cooperativas), de acuerdo con su participación en el saldo total de crédito otorgado, incluyendo el *leasing* financiero.
Fuente: *Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia* del Banco de la República.

Gráfico 3.9
Cambio en la oferta de nuevos créditos por modalidad (porcentaje del balance de respuestas)



Nota: a los establecimientos de crédito se les pregunta cómo cambió la oferta por nuevos créditos durante los últimos tres meses (ha sido: 1 = inferior; 2 = levemente inferior; 3 = igual; 4 = levemente superior; 5 = superior; NA = no aplica). El porcentaje del balance de respuestas se calcula como la diferencia entre el porcentaje de encuestados que respondieron 4 y 5, y aquellos que señalaron 1 y 2. Un resultado positivo del balance se interpreta como una percepción general de un aumento en la oferta, y viceversa. Para calcular el indicador conjunto de oferta por nuevos créditos se ponderó, en cada trimestre, el balance de respuestas de cada grupo de intermediarios financieros (bancos, CFC y cooperativas), de acuerdo con su participación en el saldo total de crédito otorgado, incluyendo el *leasing* financiero.
Fuente: *Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia* del Banco de la República.

Gráfico 3.10
Desembolsos mensuales otorgados al sector hogares



Nota: Se utiliza como deflactor el IPC sin alimentos.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (formato 088), cálculos del Banco de la República

carteras, podría continuar en el corto plazo. Los resultados del *Reporte Sobre la Situación del Crédito* del Banco de la República con corte a diciembre de 2021 evidencian que el indicador de percepción de demanda de crédito de todas las modalidades se ubica en terreno positivo (Gráfico 3.8)[41]. Por su parte, la evolución del indicador de cambio en la oferta de los EC durante el cuarto trimestre de 2021 muestra incrementos para todos los grupos de cartera (Gráfico 3.9)[42, 43]. Con respecto a las exigencias para otorgar nuevos créditos en los próximos tres meses, el informe indica que los encuestados esperan mantenerlas o reducirlas en todas las modalidades, con excepción de microcrédito, donde las respuestas fueron heterogéneas.

La recuperación de la cartera se ha dado en un entorno de niveles históricamente elevados de endeudamiento, especialmente para los hogares. La dinámica de la cartera otorgada a los hogares (créditos de consumo y vivienda) se ha reflejado en niveles históricamente altos de desembolsos, los cuales al cierre de 2021 alcanzaron niveles superiores a los registrados en el período previo a la pandemia (Gráfico 3.10). A su vez, los indicadores de endeudamiento y de carga financiera[44] registraron máximos históricos para este sector durante 2021, lo que supone un mayor riesgo ante la materialización de un choque a sus ingresos (Gráfico 3.11).

Los indicadores de riesgo de crédito mostraron disminuciones a lo largo de 2021 para todas las modalidades de cartera, alcanzando niveles de mora inferiores a los observados antes

41 A los establecimientos de crédito se les preguntó cómo cambió la demanda por nuevos créditos durante los últimos tres meses (fue: 1 = inferior; 2 = levemente inferior; 3 = igual; 4 = levemente superior, y 5 = superior). El balance es la diferencia entre el porcentaje de encuestados que respondieron 4 y 5, y aquellos que señalaron 1 y 2. Un resultado positivo del balance se interpreta como una percepción general de un aumento en la demanda. Para calcular el indicador conjunto de demanda por nuevos créditos se ponderó, en cada trimestre, el balance de respuestas de cada grupo de intermediarios financieros (bancos, CFC y cooperativas), de acuerdo con su participación en el saldo total de crédito otorgado, incluyendo el *leasing* financiero.

42 A los establecimientos de crédito se les pregunta cómo cambió la oferta por nuevos créditos durante los últimos tres meses (ha sido: 1 = inferior; 2 = levemente inferior; 3 = igual; 4 = levemente superior; 5 = superior; NA = no aplica). El porcentaje del balance de respuestas se calcula como la diferencia entre el porcentaje de encuestados que respondieron 4 y 5, y aquellos que señalaron 1 y 2. Un resultado positivo del balance se interpreta como una percepción general de un aumento en la oferta, y viceversa. Para calcular el indicador conjunto de oferta por nuevos créditos se ponderó, en cada trimestre, el balance de respuestas de cada grupo de intermediarios financieros (bancos, CFC y cooperativas), de acuerdo con su participación en el saldo total de crédito otorgado, incluyendo el *leasing* financiero.

43 En contraste con la mejora en la percepción de oferta de los EC, un 32,1% de los empresarios participantes de la *Encuesta Trimestral de Expectativas Económicas* del Banco de la República espera una disponibilidad de crédito inferior a la actual en los próximos seis meses, guarismo superior al 18,5% que espera que incremente.

44 Este indicador se calcula como la razón entre el monto esperado por los EC de las cuotas de los créditos de consumo y vivienda (capital e intereses) y el ingreso disponible de los hogares. El numerador se ajusta por las utilizaciones de tarjeta de crédito a un mes, mientras que los datos faltantes del denominador se proyectan acorde con la tasa de crecimiento del PIB, dado el rezago que presenta la información de ingreso disponible de cuentas nacionales del DANE.

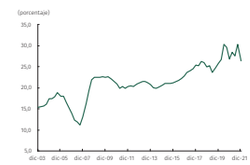
del inicio de la pandemia. Principalmente como consecuencia de la reactivación de la economía, los indicadores tradicionales de riesgo de crédito (ICR[45] e ICM[46]) han presentado una mejoría, después de haber alcanzado su pico a finales de 2020 e inicios de 2021. La mejoría en estos indicadores continuó a lo largo del segundo semestre, incluso tras la finalización en agosto de 2021 del Plan de Acompañamiento a Deudores de la SFC (PAD)[47]. Pese a todo lo anterior, el ICR, que se asocia a la percepción de riesgo de los EC, permanece en niveles superiores a los observados antes de la pandemia, especialmente para la cartera de hogares (Gráfico 3.12).

Gráfico 3.11
Indicadores de endeudamiento del sector de hogares

A. Indicador de deuda a ingreso



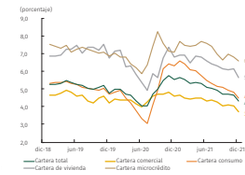
B. Indicador de carga financiera[a/]



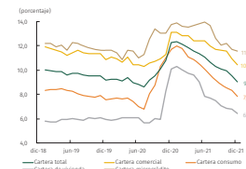
Nota: los datos del indicador de carga financiera se presentan desde 2003 por disponibilidad de información.
a/ Este indicador se calcula como la razón entre el monto esperado por los EC de las cuotas de los créditos de consumo y vivienda (capital e intereses) y el ingreso disponible de los hogares. El numerador se ajusta por las utilizaciones de tarjeta de crédito a un mes.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.12
Indicadores de calidad de cartera

A. Indicador de calidad por mora (ICM)



B. Indicador de Calidad por riesgo (ICR)



Nota: el ICM se define como la relación entre el saldo de la cartera vencida (créditos con mora mayor a 30 días) y el de la cartera bruta. El ICR se define como la relación entre el saldo de cartera riesgosa (creditos calificados como B, C, D y E) y el de cartera bruta.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

45 Razón entre la cartera con calificación diferente de "A" y la cartera total.

46 Razón entre la cartera con treinta o más días de mora y la cartera total.

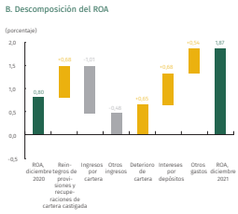
47 El PAD, creado mediante la Circular Externa 022 de 2020 de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) y prorrogado mediante las circulares externas 039 de 2020 y 012 de 2021, funcionó como mecanismo para la gestión del riesgo de crédito, al promover el diseño de soluciones estructurales para los deudores mediante la redefinición de las condiciones de sus créditos, al reconocer heterogeneidades en el grado de afectación de sus ingresos o de su capacidad de pago como consecuencia del choque originado por el Covid-19.

Gráfico 3.13
Rentabilidad del activo de los establecimientos de crédito

A. ROA

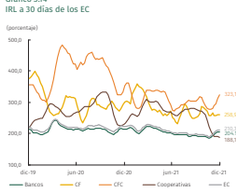


B. Descomposición del ROA



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

Gráfico 3.14
IRL a 30 días de los EC



Nota: los datos se presentan como promedios móviles de cuatro semanas.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

A lo largo de 2021 la rentabilidad agregada de los EC se recuperó y alcanzó niveles cercanos a los observados previos a la pandemia. A partir de febrero de 2021 la rentabilidad del activo (ROA) de los EC revirtió la tendencia decreciente que venía presentando desde septiembre de 2019, y al cierre de 2021 registró niveles cercanos a los observados en marzo de 2020 (Gráfico 3.13, panel A). El incremento en la rentabilidad se ha dado principalmente por una reversión de las provisiones de cartera y por una reducción de los intereses pagados por depósitos y exigibilidades (Gráfico 3.13, panel B).

El indicador de riesgo de liquidez (IRL) a treinta días de los EC se mantuvo estable durante 2021. El comportamiento del indicador agregado está determinado principalmente por el de los bancos; sin embargo, para los demás tipos de entidad se ha observado una disminución en la liquidez, en la medida en que los requerimientos han aumentado a un mayor ritmo que los activos líquidos. Pese a lo anterior, los indicadores de todos los tipos de entidad se sitúan en niveles altos con respecto al mínimo regulatorio (Gráfico 3.14).

En lo corrido de 2021 los EC preservaron sus niveles de solvencia, los cuales se ubican ampliamente por encima de los mínimos regulatorios. Con respecto a la solidez patrimonial de las entidades, los niveles agregados de solvencia total y solvencia básica registran niveles muy por encima de sus mínimos regulatorios y desde febrero de 2021 han permanecido relativamente estables (Gráfico 3.15, panel A). Por su parte, la relación de solvencia total y básica consolidada presentan un comportamiento similar a las individuales, aunque con un nivel inferior (15,8% y 12,2%, respectivamente, a diciembre de 2021; Gráfico 3.15, panel B).

El IBR *overnight* y la tasa interbancaria se incrementaron acorde con la tasa de interés de política monetaria. Para los plazos mayores al overnight, las tasas IBR y las de los CDT comenzaron a incrementarse desde marzo, en un entorno de aumento de las expectativas de inflación y de una normalización esperada de la política monetaria. La tasa IBR *overnight* y la tasa interbancaria a un día son indicadores del costo de fondeo de las entidades financieras a ese plazo. Estas tasas permanecieron cerca de la tasa de interés de política monetaria en el 2021 y en lo corrido de 2022[48], contribuyendo a que esta parte de la transmisión de la política monetaria funcione de forma adecuada (Gráfico 3.16). Para los plazos a uno, tres y seis meses las tasas IBR empezaron a incrementarse desde marzo, en un entorno de mayores expectativas de inflación y de una política monetaria que se esperaba menos expansiva por parte del mercado. Por su parte, después de registrar mínimos históricos[49], a partir del segundo trimestre de 2021 las tasas de

48 Entre el 1 de enero de 2021 y el 28 de febrero de 2022, las desviaciones del IBR frente a la tasa de interés de política monetaria estuvieron entre -10 pb y 5 pb, y para la tasa interbancaria a un día entre -10 pb y 16 pb.

49 Al comparar con los niveles observados en marzo de 2020, la tasa agregada de CDT se redujo en 263 pb (la DTF bajó 274 pb) hasta alcanzar su nivel más bajo en marzo de 2021. Esto implicó una transmisión más que proporcional de la reducción en la tasa de interés de política monetaria a las tasas de distintos plazos de CDT.

Gráfico 3.15
Indicadores de solvencia total y básica

A. Solvencia individual

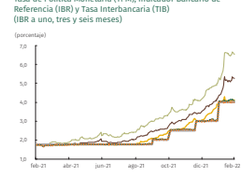


B. Solvencia consolidada



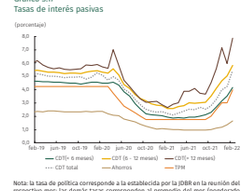
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.16
Tasa de Política Monetaria (TPM), Indicador Bancario de Referencia (IBR) y Tasa Interbancaria (TIB)
(IBR a uno, tres y seis meses)



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

Gráfico 3.17
Tasas de interés pasivas



Nota: la tasa de política corresponde a la establecida por la JDBR en la reunión del respectivo mes; las demás tasas corresponden al promedio del mes (ponderado por monto).
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (Formato 441); cálculos del Banco de la República.

captación a través de CDT iniciaron una leve tendencia al alza (en especial en los plazos mayores a seis meses), anticipando el incremento de la tasa de interés de política monetaria[50] (Gráficos 3.16 y 3.17). Esta tendencia se acentuó en la última parte del año, tras el inicio de los aumentos en la tasa de interés de referencia del Banco. Con esto, los incrementos en las tasas de los CDT hasta febrero de 2022 han sido más que proporcionales a los registrados en la tasa de interés de política monetaria[51]. En cuanto a los depósitos de ahorro, su tasa de interés empezó a subir únicamente tras el inicio del incremento en la tasa de interés de política monetaria[52].

En 2021 los cambios en la tasa de interés de política monetaria continuaron transmitiéndose a las tasas de interés de los créditos[53]. La reducción de 250 pb en la tasa de interés de política monetaria realizada durante 2020 se transmitió a las tasas de interés de crédito. De esta forma, desde marzo de

50 Los EC generalmente anticipan los cambios en la tasa de interés de política monetaria —véase el documento "Evaluación de la transmisión de la tasa de interés de referencia a las tasas de interés del sistema financiero considerando las expectativas de los agentes", Borradores de Economía, núm. 988 de marzo 2017—.

51 Entre septiembre de 2021 y febrero de 2022 la tasa agregada de CDT aumentó 286 pb (la DTF aumentó 226 pb) y las tasas de todos los plazos han aumentado, en especial las mayores a seis meses, cuya subida es más que proporcional al aumento en la tasa de interés de política monetaria (225 pb a febrero de 2022).

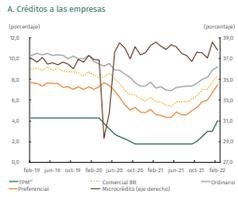
52 Respecto a septiembre de 2021, la tasa agregada de ahorros aumentó 68 pb a febrero de 2022. Se observaron incrementos en las tasas de cuentas de personas jurídicas y entidades oficiales, sin embargo, las tasas de cuentas de personas naturales se redujeron levemente en este período.

53 Véase Recuadro 1: "La transmisión de los cambios en la tasa de interés de política monetaria (TPM) hacia las tasas de interés de los establecimientos de crédito (EC)" del *Informe de Política Monetaria* de abril de 2021.

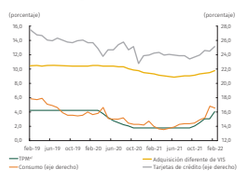
2020 y con respecto a los mínimos alcanzados en 2021[54] esto se dio de manera más que proporcional en las modalidades comerciales (ordinario -255 pb; preferencial -293 pb), en menor medida en consumo (-228 pb), tarjeta de crédito (-122 pb) y adquisición de vivienda (VIS -121 pb; No VIS -156 pb), y no se observó transmisión a las tasas de microcrédito, que todo el año se mantuvieron en niveles superiores a los de prepandemia. Desde mediados de 2021 estas tasas han mostrado una tendencia al alza, en un entorno de expectativas de incremento en la tasa de interés de política (Gráfico 3.18). Con corte a febrero de 2022 y en comparación con septiembre de 2021, para las modalidades de comercial, consumo e hipotecaria el incremento en su tasa ha sido sostenido, y en algunos casos, más que proporcional al de la tasa de interés de referencia, quizás reflejando anticipos en el aumento de esta última[55]. A pesar de estos incrementos, las tasas permanecen bajas en términos reales, alcanzando mínimos históricos en algunas modalidades (consumo, comercial preferencial y ordinario; Gráfico 3.19).

Gráfico 3.18
Tasas de interés activas nominales

A. Créditos a las empresas



B. Créditos a los hogares



a/ La tasa de política corresponde a la establecida por la JDBR en la reunión del mes; las demás tasas corresponden al promedio del mes (ponderado por monto).
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (Formato 088), cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.19
Tasas de interés activas reales *ex-ante*[a/]

A. Créditos a las empresas



B. Créditos a los hogares

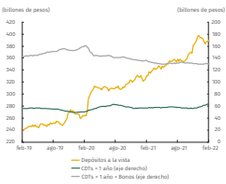


a/ Se utiliza el promedio de varias medidas de expectativas de inflación como deflactor (a un año obtenida de la encuesta mensual a analistas financieros; a un año obtenida de la encuesta trimestral de expectativas económicas; las BEI a dos y tres años, y la *forward* BEI de dos y tres años).
b/ La tasa de política corresponde a la establecida por la JDBR en la reunión del mes; las demás tasas corresponden al promedio del mes (ponderado por monto).
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (Formato 088); cálculos del Banco de la República

54 En la mayoría de las modalidades de crédito se observaron tasas mínimas en el segundo trimestre de 2021, mientras que en la tasa de tarjeta de crédito el mínimo fue en el mes de septiembre, y en la de libranzas en el mes de octubre.

55 Para comercial ordinario el incremento fue de 187 pb, para comercial preferencial de 250 pb, para consumo a través de libranza 122 pb, para consumo distinto de libranza de 225 pb, para tarjeta de crédito (personas naturales) de 150 pb, para adquisición de vivienda no VIS de 68 pb y para VIS de 62 pb.

Gráfico 3.20
Saldo de los depósitos en poder del público por plazo



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (formato 281); cálculos del Banco de la República.

La preferencia por depósitos a la vista continuó, a pesar de que la tasa de interés de los depósitos de ahorro permaneció baja. Los depósitos a plazo redujeron su ritmo de caída, en especial en el segundo semestre. Como se mencionó en informes anteriores, entre marzo y abril de 2020 los saldos de los depósitos de ahorro y de las cuentas corrientes se incrementaron de forma significativa en pocas semanas, ante la alta incertidumbre y la mayor aversión al riesgo debido a la llegada de la pandemia del Covid-19 (Gráfico 3.20). Tras un período de relativa estabilidad en el saldo de los depósitos a la vista en el segundo semestre de 2020, durante 2021 retomaron una tendencia creciente desde niveles elevados. Así, este tipo de pasivos mostraron tasas de crecimiento superiores a las de 2019 la mayor parte del año, a pesar de su baja remuneración. Para los depósitos a plazo (CDT y bonos), su saldo siguió cayendo, en especial en aquellos de mayor plazo, pese a los incrementos en sus tasas de interés desde el segundo semestre. En las primeras semanas de 2022 las captaciones de CDT han aumentado de forma considerable, ubicándose en niveles mayores a los previos a la pandemia. Con esto, el saldo de los CDT a plazo menor a un año ha mostrado algún incremento.

Sombreado 1
Base monetaria y M3

Durante 2021 los agregados monetarios presentaron un ritmo de expansión menor al registrado el año anterior, tras el inicio de la pandemia. Sin embargo, se sigue evidenciando una mayor preferencia por activos líquidos, como el efectivo y los depósitos a la vista (por ejemplo, depósitos de ahorro o en cuentas corrientes), que por aquellos a plazo (como los CDT).

En el caso de la base monetaria (efectivo más reserva bancaria), su crecimiento anual promedio fue del 14,2 % (vs. 18 % en 2020). Por el lado de la demanda, el efectivo continuó incrementándose a tasas relativamente altas frente a su promedio histórico[1], aún en la segunda mitad del año, cuando ya no tenía efecto sobre la variación anual el cambio de nivel registrado en la primera mitad de 2020[2]. En promedio, el crecimiento anual fue del 19,7 % (vs. 27 % en 2020), y al cierre del año fue del 14,6 % (Gráfico S1.1).

El saldo de la reserva bancaria también se incrementó a lo largo del año, producto del aumento sostenido de los depósitos a la vista, para los cuales la normatividad actual exige un encaje mayor[3]. El crecimiento promedio anual de la reserva fue del 3,1 % (vs. 0,5 % en 2020), con valores negativos hasta mediados de mayo (debido al efecto de la reducción de los coeficientes de encaje en mayo de 2020) y similares a los del efectivo de ahí en adelante[4]. En niveles, entre el cierre de 2020 y el de 2021 el saldo de la base monetaria se incrementó COP 12.709 mm, resultado de un aumento del efectivo en poder del público de COP 14.143 mm y una reducción de la reserva bancaria de COP 1.434 mm (Gráfico S1.2).

Gráfico S1.1
Base monetaria, efectivo y reserva
(variación porcentual anual, promedio móvil de 4 semanas)



Fuente: Banco de la República.

Por el lado de la oferta, el Banco de la República realizó las operaciones pertinentes para garantizar que las diferencias entre la oferta y la demanda de la base monetaria no generaran presiones en el mercado monetario y así poder otorgar el suministro adecuado de liquidez primaria. En el año la principal fuente de expansión de la base monetaria se relacionó con operaciones del Gobierno Nacional Central. Así, el menor saldo de los depósitos del Gobierno en el Banco frente al registrado al cierre de 2020 (COP 3.518 mm), la remuneración a dichos depósitos (COP 472 mm), y el traslado de las utilidades correspondientes al año 2020 (del cual COP 3.122 se realizó en pesos como abono a su cuenta[5]), generaron una expansión de la base monetaria por COP 7.112 mm.

La segunda fuente de expansión de la base monetaria fueron las compras netas de TES por parte del Banco en el mercado por COP 5.079 mm, las cuales se realizaron como parte de las acciones para regular la liquidez de la economía y compensar cambios fuertes en los depósitos del Gobierno en el Banco. Así, entre marzo y abril de 2021 el Banco vendió en el mercado COP 5.921 mm para contrarrestar parcialmente el incremento en la oferta de base monetaria generado por vencimientos de TES en marzo (cerca de COP 10.800 mm). Por el contrario, entre septiembre y diciembre el Banco compró TES en el mercado por COP 11.000 mm, suministrando liquidez permanente ante el incremento significativo en el saldo del Gobierno en el Banco, producto, principalmente, de monetizaciones de divisas.

En tercer lugar, dentro de las fuentes de expansión de la base monetaria se encuentra el mayor saldo neto de las operaciones de liquidez transitoria por COP 4.939 mm (resultado de un saldo de repos de expansión superior en COP 5.423 mm al registrado al cierre de 2020, parcialmente compensado por un mayor saldo de los depósitos de contracción por COP 484 mm)[6]. Cabe mencionar que durante todo el año el Banco mantuvo las operaciones de liquidez transitoria con las mismas condiciones que se venían realizando desde 2020, cuando se ampliaron los títulos admisibles, las contrapartes y los plazos.

Por otro lado, el principal factor contraccionista fue el vencimiento (principal y cupones) de títulos del portafolio del Banco, de los cuales COP 3.989 mm corresponden a los títulos de deuda privada (CDT y bonos emitidos por los establecimientos de crédito) que el Banco adquirió en marzo y abril de 2020, y COP 1.002 mm a títulos de deuda pública. Por último, otras operaciones que afectan el PyG y el balance del Banco tuvieron un efecto neto expansionista de COP 554 mm.

Durante el año, además, el Banco realizó dos operaciones con el Gobierno Nacional, las cuales no tuvieron efecto sobre la base monetaria: 1) el traslado de parte de las utilidades correspondientes a 2020 en TES[7], y 2) la venta de los dólares equivalentes a la asignación de DEG que realizó el FMI para Colombia el 23 de agosto, cuyo pago fue en TES[8].

Por su parte, el agregado M3[9] registró una variación anual promedio del 8,8 % en 2021 frente al 13,4 % registrado en 2020[10] (Gráfico S1.3, panel A). Para los depósitos, continuó evidenciándose una mayor preferencia por parte del público por medios de pago a la vista. Así, los depósitos a la vista, tales como las cuentas corrientes y las cuentas de ahorro, durante todo el año presentaron crecimientos anuales altos, superiores a los observados previo a la pandemia. Por el contrario, para los depósitos a plazo se siguieron observando caídas en su saldo (Gráfico S1.3 Panel B.

En lo corrido de 2022 (hasta febrero) los agregados monetarios han presentado variaciones anuales algo mayores a las del último trimestre de 2021. Para la base monetaria, la reducción en su saldo, que típicamente ocurre a comienzos de año por cuenta de una menor demanda de efectivo por parte del público, desde el punto de vista de las fuentes se ha dado por un mayor saldo de los depósitos del Gobierno en el Banco (par-

1 Utilizando el IPC total como deflactor, durante el año el crecimiento real anual promedio del efectivo fue del 15,7 % (22,1 % en el primer semestre y 9,7 % en el segundo), frente a un promedio del 7,3 % desde 1983.

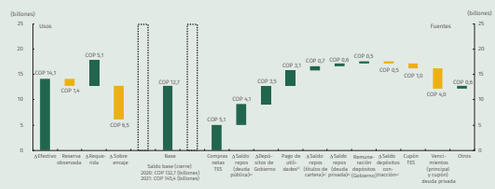
2 En 2020 el efectivo tuvo un aumento significativo de nivel entre marzo y junio.

3 El coeficiente de encaje de los depósitos a la vista es del 8 %, el de los depósitos a plazo menor de diecisiete meses del 3,5 % y el de los de mayor plazo del 0 %.

4 La disminución en los coeficientes de encaje que la JDBR estableció el 14 de abril de 2020, aplicó desde la bisemana del disponible que inició el 13 de mayo de 2020. Véase https://www.banrep.gov.co/es/banco-republica-inyecta-liquidez-permanente-economia-mediante-reduccion-del-encaje-y-refuerza-su

5 Con cargo a las utilidades de 2020, en 2021 se distribuyeron utilidades al Gobierno por COP 6.629 mm, de los cuales COP 3.506 mm se realizó en TES en atención a la solicitud realizada por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Gráfico S1.2
Variación anual de la base monetaria por usos y por fuentes, 2021



a/ Incluye intereses causados.
b/ Con cargo a las utilidades de 2020, en 2021 se distribuyeron utilidades al Gobierno por COP 6.629 mm, de los cuales COP 3.122 mm se realizaron con abono a la cuenta del Gobierno en el Banco y el resto con TES. Fuente: Banco de la República.

6 Incluye los intereses causados tanto para los repos de expansión como para los depósitos de contracción.

7 Véase la nota 5.

8 El 30 de agosto de 2021 el Gobierno Nacional le compró al Banco de la República USD 2.787,7 m (el monto equivalente a la asignación general de DEG para Colombia realizada por el FMI el 23 de agosto, utilizando la tasa de cambio DEG/USD del 30 de agosto). Como pago de los dólares, el Gobierno Nacional entregó al Banco títulos de deuda pública TES (véase https://www.banrep.gov.co/es/asignacion-deg-colombia-parte-del-fmi-y-venta-reservas-internacionales-gobierno-nacional).

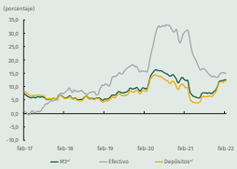
9 El M3 contiene el efectivo y los depósitos en poder del público (se excluyen los CDT y bonos emitidos por establecimientos de crédito que hacen parte del portafolio del Banco de la República).

10 En el caso de los depósitos en poder del público, estos aumentaron 7,1 % en 2021 (11,5 % en 2020).

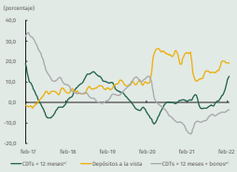
cialmente compensado por mayores operaciones de liquidez transitoria). Para el M3, en las semanas más recientes se evidencia, en el margen, algún cambio en la composición a favor de los depósitos a plazo, y dentro de ellos, los de plazo menor a un año.

Gráfico S1.3
M3 y depósitos en poder del público (Variación porcentual anual, promedio móvil de 4 semanas)

A. M3 y sus componentes



B. Depósitos en poder del público por plazos



a/ Excluye los CDT y bonos en poder del Banco de la República.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (Formato 281); cálculos del Banco de la República.

04/ Balance externo, mercado cambiario y reservas internacionales

4.1 Evolución y perspectivas de la balanza de pagos de Colombia

El déficit corriente se amplió del 3,4 % del PIB observado en 2020 al 5,7 % del PIB en 2021, acorde con la recuperación de la actividad económica del país. El mayor desbalance comercial de bienes y servicios y, en menor medida, el aumento de las utilidades de las empresas con capital extranjero, fueron los principales determinantes de la ampliación del déficit externo, compensado, parcialmente, por el incremento de los ingresos netos por transferencias corrientes. El déficit corriente fue financiado, principalmente, con una recuperación de los recursos provenientes de la inversión extranjera directa (IED) y con niveles elevados de recursos de capital dirigidos al sector público. Para 2022 se espera una corrección del déficit externo, acorde con una moderación de la demanda interna y una mayor contribución de las exportaciones, en un entorno de condiciones financieras externas menos holgadas.

En 2021 el déficit de la cuenta corriente en dólares y como proporción del PIB aumentó frente al año anterior, acorde con el dinamismo de la demanda interna. Para 2021 la fuerte recuperación de la actividad económica local, jalonada principalmente por el buen comportamiento del consumo privado, de la inversión en maquinaria y equipo, y por una política fiscal contracíclica, implicó un crecimiento de la demanda interna (13,3 %) que fue superior a la expansión del producto (10,6 %), lo cual implicó un aumento del desbalance externo. Lo anterior se dio en un contexto de reactivación económica de los socios comerciales y mayores precios de exportación. Con todo esto, la cuenta corriente registró en 2021 un déficit de USD 17.833 m, correspondiente al 5,7 % del PIB, e implicó un aumento de USD 8.626 m frente al desbalance externo de 2020 (Cuadro 4.1).

La ampliación del déficit corriente se explica en particular por el mayor desbalance comercial de bienes y servicios. El resultado de la cuenta corriente refleja un incremento de USD 5.114 m en el déficit comercial de bienes con respecto a un año atrás, generado por un mayor crecimiento en el valor de las importaciones (USD 15.540 m) frente a la de las exportaciones (USD 10.426 m). Por una parte, el aumento tanto del gasto de los hogares como de la formación bruta de capital fijo, con variaciones anuales del 14,6 % y el 11,2 %, respectivamente, se vio reflejada en un incremento generalizado de las compras externas de bienes: insumos y bienes de capital para la industria (USD 9.002 m, 40,7 %); bienes de consumo (USD 2.216 m, 22,1 %), y combustibles y lubricantes (USD 1.470 m, 74,6 %). Por otra parte, los mayores precios del crudo, así como la depreciación del peso y la recuperación de los principales socios comerciales y su efecto sobre el crecimiento de las exportaciones no tradicionales, explican el incremento de las exportaciones de bienes, aunque a un menor ritmo al de las importaciones. El aumento de las exportaciones se originó, principalmente, en las mayores ventas de petróleo y sus derivados (USD 4.755 m), y en menor medida en las de productos industriales (USD 2.783 m), carbón (USD 1.486 m) y café (USD 645 m)[56]. En el caso de la balanza de servicios (USD -6.517 m) (Cuadro 4.1), el incremento de los flujos de viajeros al exterior, junto con los mayores pagos por fletes, contribuyeron al aumento del déficit externo. Lo anterior fue, en parte, compensado por la recuperación de la llegada de turistas extranjeros al país y de ingresos por otros servicios empresariales.

56 El mayor valor exportado de petróleo crudo, carbón y café estuvo explicado por el aumento en sus precios de exportación (62,7 %, 59,8 % y 27,3 %, respectivamente), compensado en parte por la disminución en sus cantidades despachadas (-14,5 %, -16,2 % y -1,2 %, en su orden).

Cuadro 4.1
Balanza de pagos de Colombia

Cuenta corriente (millones de dólares)	2020 (p)	2021 (p)	Variación (dólares)
Cuenta corriente (A + B + C)	-9.207	-17.833	-8.626
Porcentaje del PIB	-3,4%	-5,7%	
A. Bienes y servicios	-13.156	-20.501	-7.345
1. Bienes	-8.870	-13.984	-5.114
Exportaciones FOB	32.309	42.735	10.426
Importaciones FOB	41.179	56.719	15.540
2. Servicios	-4.286	-6.517	-2.231
Exportaciones	5.837	7.641	1.803
Importaciones	10.124	14.158	4.034
B. Renta de los factores	-4.839	-8.054	-3.215
Ingresos	4.405	5.852	1.447
Egresos	9.243	13.906	4.663
C. Transferencias corrientes	8.788	10.722	1.935
Ingresos	9.654	11.878	2.224
Egresos	866	1.156	290
Cuenta financiera Flujos anuales (millones de dólares)	**2020 (p)**	**2021 (p)**	**Variación (dólares)**
Cuenta financiera con variación de reservas internacionales (A + B + C + D)	-8.191	-16.679	-8.488
Porcentaje del PIB	-3,0%	-5,3%	
A. Inversión directa (ii-i)	-5.803	-6.041	-238
i. Extranjera en Colombia (IED)	7.459	9.402	
Porcentaje del PIB (IED)	2,8%	3,0%	
ii. Colombiana en el exterior	1.656	3.362	
B. Inversión de cartera (1+2)	-1.792	-4.405	-2.613
1. Sector público (ii-i)	-10.551	-8.875	
i. Inversión extranjera de cartera (a+b)	9.274	8.958	
a. Mercados internacionales (Bonos)	6.182	5.825	
b. Mercado local (TES)	3.092	3.133	
ii. Inversión de cartera en el exterior	-1.278	83	
2. Sector privado (ii-i)	8.759	4.470	
i. Inversión extranjera de cartera (a+b)	-1.735	-574	
a. Mercados internacionales (Bonos)	-1.281	616	
b. Mercado local	-454	-1.189	
ii. Inversión de cartera en el exterior	7.025	3.896	
C. Otros flujos de capital sector público + sector privado	-4.925	-6.887	-1.962
D. Activos de reserva	4.328	654	-3.675
Errores y omisiones (E y O)	1.016	1.154	138
Memo ítem			
Cuenta financiera sin variación de reservas internacionales	-12.519	-17.333	-4.813
Variación de reservas internacionales	4.328	654	

(p): provisional.
(pr): preliminar.
Fuente: Banco de la República.

El mayor déficit corriente también se explica, aunque en menor medida, por el incremento de los egresos netos por concepto de renta factorial (USD 3.215 m) (Cuadro 4.1). Este resultado estuvo asociado, particularmente, con las mayores utilidades de las firmas con IED (USD 4.359 m). La recuperación de la actividad económica global y del país contribuyó a un mayor nivel de las ventas, tanto internas como externas, lo cual se reflejó en un mejor desempeño de estas empresas. Las mayores utilidades de la IED fueron generalizadas en todos los sectores económicos, entre los cuales se destaca el aumento en las firmas que operan en las actividades de explotación petrolera (USD 1.951 m), minas y canteras (USD 1.628 m), establecimientos financieros y servicios empresariales (USD 799 m), y transporte y comunicaciones (USD 278 m).

Las presiones sobre el déficit corriente se vieron parcialmente compensadas por un aumento en los ingresos netos por transferencias corrientes (Cuadro 4.1). Este incremento (USD 1.935 m) se explica por las mayores remesas de trabajadores recibidas del exterior (USD 1.688 m; 24,4 % anual). Aumentaron principalmente las remesas enviadas desde los Estados Unidos (24 % anual), en un entorno de reducción del desempleo en la población hispana en ese país, de un aumento nominal de los salarios y de las aún vigentes ayudas gubernamentales y los seguros de desempleo. Asimismo, la disminución del desempleo en América Latina y España contribuyó al aumento en las remesas provenientes de estas economías, las cuales se incrementaron en un 19 % y 29 % frente a 2020, respectivamente.

Durante 2021 el país mantuvo el acceso a los mercados de capitales externos y registró una recuperación de la IED como fuente de financiación del déficit corriente. La cuenta financiera registró entradas netas de capital por USD 16.679 m (5,3 % del PIB), superiores a lo observado un año atrás (USD 8.191 m, 3,0 % del PIB) (Cuadro 4.1), entre las cuales se destacan los recursos recibidos por IED (USD 9.402 m), los ingresos por inversiones extranjeras de cartera (USD 8.384 m) y los desembolsos netos por concepto de préstamos externos y otros flujos de capital (USD 6.887 m). Estos resultados indican que en 2021 la IED se convirtió de nuevo en una fuente relevante de financiamiento del déficit externo, al ubicarse en USD 9.402 m (3,0 % del PIB), monto superior en USD 1.944 m a lo recibido un año antes. Esta dinámica de la IED se observó en la mayoría de las actividades económicas, en especial en los sectores de servicios financieros y empresariales, mineroenergético, industria manufacturera, y transporte y comunicaciones. Por su parte, las inversiones extranjeras de cartera fueron el resultado de los ingresos netos recibidos por la colocación de títulos de deuda de largo plazo en los mercados internacionales (USD 6.440 m) y de las compras netas de títulos de renta fija en el mercado local por parte de no residentes (USD 3.133 m). En los créditos externos y otros flujos de capital, superiores en USD 1.962 m a lo observado un año atrás, se destacan los desembolsos netos recibidos tanto por el sector público (USD 5.339 m) como por el privado (USD 859 m). Lo anterior se compensó en parte con las ventas netas de instrumentos de renta variable por parte de no residentes (USD 1.189 m). Cabe resaltar que, al sumar los flujos netos de capital asociados al sector público[57], su nivel continuó alto (USD 16.630 m), aunque inferior en USD 859 m a lo registrado en 2020.

Para 2022 se espera una corrección del déficit externo, acorde con una moderación en el ritmo de crecimiento de la demanda interna y un mayor aporte de las exportaciones, en un entorno de aumentos en el costo del financiamiento externo. El equipo técnico proyecta un déficit en la cuenta corriente del 4,9 % del PIB, lo que implicaría una corrección frente al desbalance del 5,7 % de 2021[58]. La reducción anual del déficit respondería al incremento de los precios de las exportaciones, al repunte en los volúmenes producidos de los principales bienes básicos, como el

57 No incluye los pasivos del Banco de la República asociados con la asignación de DEG por parte del FMI.

58 Estas proyecciones corresponden a las del *Informe de Política Monetaria* de enero de 2022.

petróleo, el carbón y el café, y a la recuperación esperada de la demanda de los socios comerciales del país. Asimismo, los ingresos netos por servicios turísticos y por transferencias se incrementarían durante el año, estos últimos, en particular, porque las remesas de trabajadores se mantendrían elevadas y por los pagos recibidos por indemnizaciones de seguros[59]. A pesar de que el déficit corriente se prevé menor en 2022, se mantendría relativamente elevado debido a que se espera que la recuperación económica del país continúe. Esto, junto con los altos costos del transporte de mercancías y precios mundiales de los bienes importados proyectados para la primera parte del año, continuaría explicando el incremento nominal de las importaciones de bienes y servicios. No obstante, sus tasas de crecimiento se moderarían en 2022, en cuanto se prevé un menor ritmo de aumento de la demanda interna y condiciones financieras menos holgadas. Además, se espera que las utilidades de las empresas con capital extranjero mantengan su recuperación debido al repunte económico local y a unas cotizaciones del petróleo más altas, y que los intereses de la deuda externa se incrementen durante el año por los mayores saldos contratados y el aumento previsto de las tasas de interés externas. Estas proyecciones no incluyen los impactos recientes del conflicto entre Rusia y Ucrania sobre los precios internacionales del petróleo y otros bienes básicos (Recuadro 1). Se resalta que la proyección del déficit de la cuenta corriente presenta alta incertidumbre y que los riesgos de este pronóstico se asocian, principalmente, a cambios en las perspectivas de crecimiento económico local y externo, de los precios mundiales de productos e insumos, de la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos, y del desarrollo de las tensiones geopolíticas globales, entre otros.

La corrección del desbalance externo prevista por el equipo técnico para 2022 se daría en un año en el que se espera una reducción del déficit fiscal del gobierno general. Conforme a lo descrito en el plan financiero, el déficit del gobierno general disminuiría con respecto a 2021, descenso que estaría explicado en su totalidad por el menor déficit del Gobierno Nacional Central (GNC). En efecto, se proyecta un déficit del GNC del 6,2 % del PIB, inferior al 7,1 % del PIB de 2021. Este ajuste fiscal estaría explicado principalmente por la reducción del gasto de funcionamiento ejecutado durante 2021 (cerca de 2,0 % del PIB a través del FOME), el cual en su mayoría no se tendría para 2022. Adicionalmente, los ingresos corrientes de la nación continuarían contribuyendo al cierre fiscal, favorecidos por la mayor base gravable de 2021 y por la recuperación de la actividad económica que continuaría en 2022. Estos dos factores se traducirían en un menor desahorro (o mayor ahorro) público, el cual más que compensaría los incrementos previstos de la inversión asociada a proyectos de infraestructura de cuarta y quinta generación. De igual forma, el menor déficit fiscal estaría acompañado de menores necesidades de financiamiento, tanto en el mercado interno como externo y, por tanto, en una colocación de deuda inferior a lo que se preveía en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo* de 2021. Para 2022 la deuda bruta y neta del GNC (62,8 % y 60,6 % del PIB, respectivamente) sostendrían la tendencia decreciente que se observó en 2021, aunque se mantendrían en niveles muy superiores a los registrados en 2019 (50,3 % y 48,4 %, en su orden).

Para 2022 en las proyecciones del equipo técnico se espera que el país mantenga el acceso a los mercados internacionales de capitales y que continúe la recuperación de la IED, aunque en un entorno de mayor prima de riesgo y una política monetaria menos expansiva en los Estados Unidos. Los flujos de capitales al país responderían a las perspectivas de mayor actividad económica, así como a un mejor panorama para los sectores de hidrocarburos, dadas las expectativas de altos precios internacionales y repuntes en la producción local durante el año. Adicionalmente, se acumularían entradas de capital significativas por la adquisición de parte del capital accionario de Nutresa y el Grupo Sura. En 2022 la IED continuaría

59 En enero de 2022, la aseguradora española Mapfre desembolsó USD 633 millones a Empresas Públicas de Medellín por el pago de la póliza de seguro del proyecto de Hidroituango.

convergiendo a sus niveles previos a la pandemia, acorde con el repunte esperado de la inversión dentro de la producción nacional, y seguiría incrementando gradualmente su importancia en el financiamiento externo. Por su parte, el sector público seguiría acudiendo de forma importante a las diferentes fuentes de capitales externos, reflejo de unas necesidades de financiamiento que se mantendrían en niveles altos en 2022. Sin embargo, los capitales al sector público se moderarían con relación a 2021, en concordancia con las expectativas de un menor déficit fiscal[60]. Se resalta que el costo del financiamiento se ha incrementado y que los supuestos de financiamiento externo se enmarcan en un entorno global altamente incierto. Lo anterior debido, principalmente, a un ajuste de la liquidez y de las tasas de interés en las economías avanzadas que podría darse más rápido de lo previsto o una aversión global al riesgo mayor.

4.2 Mercado cambiario

Para lograr el objetivo de mantener una tasa de inflación baja y estable y alcanzar el máximo nivel sostenible del producto y el empleo, el Banco de la República sigue un esquema de inflación objetivo[61] con un régimen de tasa de cambio libre[62]. La flexibilidad cambiaria es considerada un elemento fundamental para el logro de estos objetivos, debido a que: 1) es una variable de ajuste ante choques externos, lo que permite, por ejemplo, que las exportaciones se ajusten frente a las importaciones, tal como se evidenció en 2021, donde la depreciación de la tasa de cambio impulsó las exportaciones no tradicionales, mejorando la posición comercial del país y su actividad económica; 2) permite utilizar de forma independiente la tasa de interés como un instrumento para acercar la inflación y el producto a sus valores deseados, y 3) la volatilidad propia de la flotación estimula el desarrollo del mercado de coberturas, lo cual es importante para mantener la estabilidad financiera.

Durante 2021 y lo corrido de 2022 el peso colombiano se depreció, acorde con el fortalecimiento del dólar en el contexto global, el desbalance comercial externo, e influenciado por algunos factores idiosincrásicos. La mayor depreciación del peso colombiano frente al dólar se observó durante el primer semestre de 2021, inicialmente en un entorno internacional menos favorable para activos riesgosos, y luego influenciado por factores locales, como la ampliación del déficit de la cuenta corriente, las presiones fiscales generadas por un aumento importante de la deuda pública para atender el mayor gasto asociado con la pandemia y por la incertidumbre sobre el ajuste fiscal ante el retiro del proyecto de Ley de Solidaridad Sostenible, en un contexto de protestas sociales (véanse las subsecciones 2.1 y 3.1 de este *Informe*). La moneda continuó depreciándose durante el resto del año afectada, además de los factores mencionados, por el cambio en la posición de los extranjeros, quienes demandaron dólares durante el segundo semestre de 2021. No obstante, las ventas de dólares por parte de la Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional (DGCPTN) contribuyeron a contener las presiones alcistas sobre la tasa de cambio en 2021. En lo corrido de 2022 la moneda ha corregido parcialmente la depreciación observada durante el año anterior, soportada por el aumento en los precios del petróleo a niveles máximos desde 2008[63], por las expectativas

60 Cabe señalar que en este comportamiento también influye el prefinanciamiento de las necesidades del GNC en 2022 realizado en 2021.

61 Dentro de este esquema, las acciones de política monetaria están encaminadas a que la inflación futura se sitúe en la meta fijada en el horizonte de política.

62 En el cual no se fija un valor específico de la tasa de cambio.

63 Al 11 de marzo de 2022 el precio del petróleo Brent aumentó 118 % y el del WTI 126 % con respecto al cierre de 2020. La correlación entre el peso colombiano y el precio del petróleo Brent fue de 0,59 en el primer trimestre de 2021; 0,30 en el segundo; -0,36 en el tercero; -0,74 en el cuarto; y desde enero hasta el 11 de marzo de 2022, de -0,90.

Gráfico 4.1
Tasa de cambio nominal de Colombia vs precios del petróleo



Fuente: Data License (datos al 11 de marzo de 2022).

de flujos de entrada de divisas por pagos de impuestos de grandes contribuyentes, así como por las OPA del Grupo Sura y Nutresa (Gráfico 4.1).

4.3 Reservas internacionales

El Banco de la República administra las reservas internacionales con sujeción a los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad, y dentro de un estricto marco de gestión de riesgos, en el que se destacan las medidas encaminadas al manejo de riesgo de mercado, de crédito y de liquidez. La composición del portafolio de inversión, principal componente de las reservas internacionales, permite evidenciar la alta calidad crediticia y liquidez de los títulos en los que se invierten las reservas internacionales. Al 31 de diciembre de 2021 las reservas internacionales netas totalizaron USD 58.579,2 millones. Diferentes indicadores internacionales que se usan para evaluar las reservas internacionales señalan niveles adecuados de estas para el país.

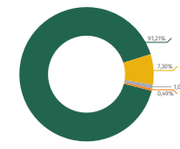
De acuerdo con la Ley 31 de 1992, el Banco de la República administra las reservas internacionales conforme al interés público, al beneficio de la economía nacional y con el propósito de facilitar los pagos del país en el exterior. Consecuentemente, la ley define que la inversión de los activos de reserva se hará con sujeción a los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad. El criterio de seguridad con el que se gestionan las reservas internacionales en Colombia implica controlar adecuadamente los riesgos a los que se exponen las inversiones. Con el fin de manejarlos dentro de parámetros y niveles aceptables, el Comité de Reservas Internacionales del Banco de la República[64] define límites estrictos para las exposiciones a cada uno de los diferentes riesgos que enfrentan las reservas. Para cumplir con el criterio de liquidez el Banco invierte las reservas internacionales en activos financieros fáciles de liquidar o en activos que vencen en el corto plazo, y define tramos de inversión en función de los objetivos de liquidez y rentabilidad. Una vez definidos los criterios para que el portafolio de las reservas internacionales se invierta con un riesgo bajo, la política de administración también busca propender por una rentabilidad adecuada, ya que este criterio es parte del mandato entregado por la ley al Banco de la República. En el anexo se presenta una explicación de las políticas que orientan la inversión de las reservas y algunas definiciones relevantes.

Al 31 de diciembre de 2021 las reservas internacionales netas[65] totalizaron USD 58.579,2 millones (m), lo que significa una dis-

64 El Comité de Reservas Internacionales está compuesto por el ministro de Hacienda y Crédito Público o su delegado, los miembros de dedicación exclusiva de la Junta Directiva y el gerente general.

65 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 58.587,8 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron USD 8,6 m.

Gráfico 4.2
Composición de las reservas internacionales
(información al 31 de diciembre de 2021)



Nota: el oro se incluye dentro del portafolio de inversión (véase sección 3.1 del *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de marzo de 2021). El rubro otros incluye convenios internacionales, efectivo en caja y depósitos a la orden.
Fuente: Banco de la República.

minución de USD 451,6 m durante 2021. El principal factor que explica esta disminución es la desvalorización de otras monedas de reserva frente al dólar de los Estados Unidos. En 2021 el dólar estadounidense se apreció frente a otras monedas de reserva debido a la recuperación en la economía de los Estados Unidos y al aumento de las expectativas de una política monetaria más contractiva, con tasas de interés más altas en el futuro cercano.

El principal componente de las reservas internacionales es el portafolio de inversión. Este corresponde a las inversiones en instrumentos financieros en el mercado internacional y al oro físico certificado (90,74 % y 0,47 % de las reservas, respectivamente). En el Gráfico 4.2 se presenta la composición de las reservas internacionales al 31 de diciembre de 2021.

4.3.1 Indicadores de reservas

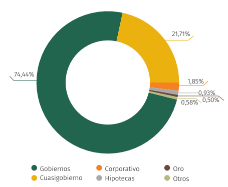
Las reservas internacionales cubren las necesidades de liquidez externa del país. Para mantener un nivel adecuado de liquidez externa, el Banco de la República busca que las reservas internacionales cubran los pagos externos de la economía (déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y amortizaciones de la deuda externa) en un horizonte de doce meses. Adicionalmente, se busca que la suma de las reservas internacionales y la línea de crédito flexible del FMI cubra los pagos externos mencionados más las salidas de capitales de residentes y no residentes que se presentarían en un episodio de fuerte presión cambiaria. Este es un criterio indicativo que sirve para guiar la política de reservas internacionales a lo largo del tiempo.

Indicadores complementarios para evaluar las reservas internacionales señalan niveles adecuados para el país. Un indicador ampliamente utilizado internacionalmente es la metodología ARA[66]. Esta métrica es propuesta por el FMI para medir el nivel adecuado de reservas internacionales, y establece que las reservas deben cubrir los principales riesgos de la balanza de pagos en períodos de presión en el mercado cambiario. De acuerdo con las estimaciones del FMI, un riesgo a cubrir está asociado con una pérdida de acceso al financiamiento externo y es capturado por la deuda de corto plazo. Otro tiene que ver con una pérdida de confianza en la moneda local y es medido por un agregado monetario. El tercero se asocia a una reversión de los flujos de capital que financian el déficit en la cuenta corriente y se cuantifica a partir de los pasivos de portafolio de la posición de inversión internacional. Por último, se incorpora el volumen de exportaciones para capturar un posible colapso de la demanda externa[67]. Se considera que una economía mantiene niveles adecuados de reservas si la razón de reservas a nivel adecuado se ubica entre 1,0 y 1,5. Con cifras a diciembre de 2021, la razón de reservas a nivel ade-

66 Esta sigla corresponde a *assesing reserve adequacy*.

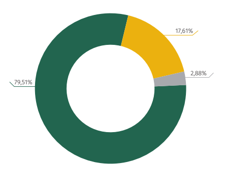
67 FMI (2015). "Assessing Reserve Adequacy: Specific Proposals".

Gráfico 4.3
Composición del portafolio de inversión por sectores
(información al 31 de diciembre de 2021)



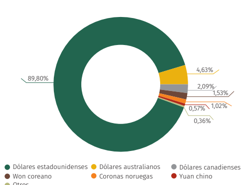
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 4.4
Distribución de las inversiones por calificación crediticia
(información al 31 de diciembre de 2021)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 4.5
Composición cambiaria del portafolio de inversión
(información al 31 de diciembre de 2021)



Fuente: Banco de la República.

cuado del FMI se ubicaba en 1,44[68]. Otros indicadores usados para evaluar las reservas internacionales pueden dar señales de alerta sobre la vulnerabilidad externa de las economías. Entre estos se encuentran las razones de reservas internacionales a agregados monetarios, a deuda externa de corto plazo y al déficit en la cuenta corriente. En el caso colombiano, a diciembre de 2021 estos indicadores sugieren que el nivel de reservas se encuentra en buenos niveles[69].

4.3.2 Composición del portafolio de inversión[70]

Al cierre de diciembre de 2021 el portafolio de inversión estaba constituido principalmente por títulos emitidos por gobiernos y entidades relacionadas con gobiernos. En el Gráfico 4.3 se observa la composición del portafolio de inversión a diciembre de 2021, cuando alrededor del 96,15% % estaba invertido en emisiones de dichas entidades.

La composición del portafolio por calificación evidencia la alta calidad crediticia de los activos en que se invierte el portafolio. El Gráfico 4.4 muestra que el 79,51% del portafolio se encontraba invertido en instrumentos con calificación AAA y el 17,61% en AA. El Banco utiliza como referencia la menor calificación para grado de inversión otorgada por al menos dos de las tres principales agencias calificadoras (S&P, Moody's y Fitch Ratings).

El portafolio de inversión está compuesto por monedas que se caracterizan por contar con elevados volúmenes diarios de negociación y pertenecer a países con altas calificaciones crediticias, siendo el dólar de los Estados Unidos la moneda con mayor participación. El Gráfico 4.5 muestra la composición cambiaria que tenía el portafolio de inversión al 31 de diciembre de 2021. 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 y neozelandés; la corona sueca, la libra esterlina, el franco suizo, el euro, el yen, la corona noruega, el renminbi, el dólar hongkonés, el dólar singapurense y el won coreano.

4.3.3 Rentabilidad de las reservas

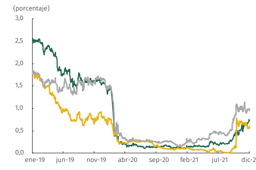
La rentabilidad de las reservas depende principalmente de dos factores: el de intereses y el de valorización. El primero corresponde a los intereses recibidos de los instrumentos en los cuales se invierte, y el factor de valorización, al cambio en los precios de los títulos por movimientos en la tasa de

68 El cálculo se realizó con la metodología ARA del FMI con cifras del Banco de la República.

69 Véase el sombreado "Nivel adecuado de reservas internacionales", p. 70.

70 Los gráficos de composición del portafolio por moneda y calificación crediticia se calculan sobre el monto del portafolio de inversión, excluyendo el oro.

Gráfico 4.6
Tasas de los bonos de gobierno de corto plazo (2 años)



Fuente: Bloomberg.

interés. Este segundo factor se da porque existe una relación inversa entre el precio de los bonos y las tasas de interés, es decir, el precio de los bonos se reduce a medida que las tasas de interés aumentan, y viceversa.

Después de niveles de rentabilidad excepcionalmente altos de las reservas durante 2019 y 2020, y de acuerdo con la expectativa de una reducción considerable de la rentabilidad para 2021, al 31 de diciembre las reservas presentaron una rentabilidad del -0,19%[71]. Esto, debido a la baja causación que tuvieron las inversiones por el bajo nivel de las tasas de interés de corto plazo prevalecientes en los mercados financieros externos y a las desvalorizaciones que estas presentaron por el incremento de las tasas de interés en la última parte del año. Las medidas que tomaron las autoridades estadounidenses durante 2019 y 2020 ante los efectos económicos de la pandemia llevaron a una caída acelerada de las tasas de interés de corto plazo en ese país y en otros mercados relevantes para el portafolio. Esta rápida disminución de tasas de interés favoreció la rentabilidad de las reservas internacionales durante ese período, pero generó menores intereses recibidos en las inversiones durante 2021. Adicionalmente, las tasas de interés de los principales mercados en los que se invierten las reservas aumentaron especialmente durante la última parte del año, generando desvalorizaciones en las inversiones. El aumento en tasas se dio como resultado de expectativas de incrementos de las tasas de referencia por parte de los bancos centrales ante una rápida recuperación económica global y preocupaciones por una tendencia alcista en los datos de inflación hasta niveles superiores a las metas definidas en varios países.

En 2022 se espera que la rentabilidad de las reservas internacionales se mantenga en niveles bajos. Con las tasas de interés en los mercados en los que se invierten las reservas en niveles todavía históricamente bajos, los intereses recibidos serán limitados (factor intereses) y se podrían observar desvalorizaciones en las inversiones por aumentos de las tasas en el corto o mediano plazo (factor valorización). La caída abrupta de las tasas de interés de los activos del portafolio, y el correspondiente aumento de sus precios, provocaron que se recibiera en 2019 y 2020 la rentabilidad que se esperaba alcanzar en un período más largo bajo condiciones estables. De esta forma, a pesar de que las tasas subieron hacia finales de 2021, el nivel aún es históricamente bajo y los intereses que recibirán los activos del portafolio continuarán siendo menores que en años anteriores, lo que afectará la rentabilidad de las reservas. Adicionalmente, la posibilidad de desvalorizaciones, producto de mayores aumentos de las tasas de interés, parece mayor esta vez que en períodos anteriores, teniendo en cuenta la tendencia acelerada de la inflación global y la posible respuesta de las autoridades monetarias. Como se observa en el Gráfico 4.6, las tasas de interés en los mercados relevantes para la inversión de las reservas estuvieron en niveles cercanos a cero durante gran parte de 2020 y 2021. Sin

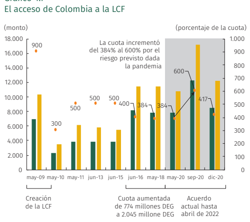
71 Esta rentabilidad se obtiene al dividir la rentabilidad observada por el promedio del valor de las reservas netas el 31 de diciembre de 2020 y el 31 de diciembre de 2021. Desde 2015 se excluye el impacto del efecto cambiario en la rentabilidad de las reservas.

embargo, para finales de 2021 se evidencian los aumentos en las tasas de interés fruto de los ajustes en la política monetaria de los países en referencia.

4.3.4 Medidas para fortalecer la liquidez internacional

En complemento de las reservas internacionales, el Banco de la República mantiene el acceso a otros instrumentos que sirven para fortalecer la liquidez internacional del país. Estos instrumentos se refieren particularmente al acceso a la línea de crédito flexible (LCF) con el FMI, y la facilidad de repos con la Reserva Federal (FIMA, por su sigla en inglés). Adicionalmente, **con el objetivo principal de superar los obstáculos derivados de la crisis del Covid-19 y reforzar la liquidez internacional de los 190 países miembros,** en agosto de 2021 el FMI realizó de manera extraordinaria una asignación general de derechos especiales de giro por un monto equivalente a USD 650 mm (DEG 456 mm).

Gráfico 4.7
El acceso de Colombia a la LCF



Fuente: FMI; cálculos del Banco de la República.

Colombia tiene acceso a la LCF del FMI, la cual constituye una fuente de liquidez externa que complementa las reservas internacionales. La LCF es un instrumento diseñado para cubrir los riesgos externos extremos de países con sólidos marcos de política económica y buenas condiciones macroeconómicas. Desde mayo de 2009, cuando se le otorgó por primera vez a Colombia el acceso a la LCF tras la gran crisis financiera global, el país se ha beneficiado de sucesivos acuerdos del instrumento (Gráfico 4.7). El acceso a la LCF se ha mantenido gracias al sólido marco de política macroeconómica del país, que ha permitido cumplir con los criterios de acceso requeridos[72]. Esto incluye un régimen de inflación objetivo, un tipo de cambio flexible, unas finanzas públicas basadas en un sólido acuerdo institucional y una regulación y supervisión financiera adecuada. El acceso a la LCF ha aumentado la confianza internacional en la economía del país, al emitir una señal a los mercados de la presencia de un sólido manejo económico. Actualmente cuatro países tienen acceso a la LCF: México, Colombia, Perú y Chile.

El monto total de la LCF asciende al 417% de la cuota de Colombia en el FMI, equivalente a cerca de USD 12 mm, los cuales se mantienen con fines precautorios. A principios de 2020 las autoridades colombianas solicitaron la renovación por dos años de la LCF, la cual fue aprobada en mayo de ese año, manteniendo el mismo nivel de acceso de la cuota (384%), y que equivalía alrededor de USD10.800 m (DEG 7.849,6 m). Debido a la propagación del Covid-19 y a las turbulencias en los mer-

72 Estos criterios son: 1) una posición externa sostenible; 2) una cuenta de capital en la que predominen los flujos privados; 3) un historial de acceso a los mercados de capitales internacionales en condiciones favorables; 4) un nivel relativamente amplio de reservas al momento de solicitar la LCF por motivo precautelativo; 5) unas finanzas públicas saneadas (incluyendo unas condiciones de endeudamiento público sostenibles); 6) una inflación baja y estable en el contexto de un marco de política monetaria y cambiaria sólidas; 7) un sistema financiero sólido y la ausencia de problemas de solvencia bancaria que supongan una amenaza sistémica para la estabilidad del sistema bancario; 8) supervisión eficaz del sector financiero, e 9) integridad y transparencia de la información.

cados financieros y del petróleo, y dado que el impacto causado por la pandemia fue más fuerte de lo previsto, las autoridades colombianas solicitaron en 2020 un aumento en el monto de acceso a la LCF. En aquel entonces, la economía se enfrentaba a presiones asociadas con una fuerte caída de los precios del petróleo y de los ingresos de las exportaciones, la debilidad de la demanda agregada, la disminución de recaudo de impuestos y el aumento de las necesidades de gasto para apoyar el sistema de salud y a los hogares vulnerables. En septiembre de 2020 el FMI aprobó la ampliación del acceso de la LCF para Colombia del 384% al 600% de la cuota (de un monto equivalente a USD 10.800 m a USD 17.200 m), reforzando la posición de liquidez internacional del país y proporcionando mayores niveles de cobertura contra los riesgos externos. Con la petición de aumentar el nivel de acceso, las autoridades también anunciaron la intención de desembolsar una parte de la LCF para apoyo presupuestal. En diciembre de 2020 el Gobierno efectuó el desembolso parcial, anunciado en septiembre, por un monto equivalente al 183% de la cuota (USD 5.400 m, es decir, DEG 3.750 m). Estos recursos contribuyeron a mitigar el riesgo de presiones sobre la balanza de pagos en respuesta a las crecientes necesidades del Gobierno por el estado de emergencia y la fuerte caída de los precios del petróleo y de los ingresos por exportaciones.

En abril del presente año se realizará el proceso de renovación de la LCF en el Directorio del Fondo, donde se revisarán los criterios de calificación al instrumento. Dos años después de la última renovación de la LCF, las perspectivas para la economía mundial son, en efecto, mejores, pero están acompañadas de un alto nivel de incertidumbre. Por ejemplo, la recuperación económica se presenta en un contexto complejo donde se destaca una inflación creciente en el mundo, la normalización de la política monetaria de las economías avanzadas, presiones fiscales y tensiones geopolíticas. Si bien Colombia se ha recuperado y los efectos de la pandemia han ido disminuyendo progresivamente, el nivel de riesgos continúa siendo alto, por lo cual es conveniente contar con un apoyo a la liquidez externa que brindan las reservas internacionales.

Dada la naturaleza temporal del instrumento, se espera que se continúe con un proceso de salida gradual del mismo. Las autoridades colombianas ante el FMI, representadas por el Banco de la República y el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, reconocen el carácter temporal del instrumento y mantienen su compromiso de continuar reduciendo progresivamente su nivel de acceso, sujeto a la evolución de los riesgos externos. Por consiguiente, la suma solicitada en la próxima renovación del instrumento sería inferior al nivel actual[73]. Las autoridades colombianas consideran que mantener el acceso a dicho instrumento es importante, principalmente como señal del buen manejo económico.

El Banco de la República también tiene acceso a la facilidad de repos con la Reserva Federal (FIMA), que corresponde a un instrumento que facilita el acceso a liquidez inmediata en caso de ser requerida bajo circunstancias extremas. En estas transacciones los titulares de cuentas FIMA (bancos centrales y otras autoridades monetarias internacionales con cuentas en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York) intercambian sus bonos del tesoro de los Estados Unidos custodiados en la Reserva Federal por dólares estadounidenses, con el compromiso de volver a comprar los títulos al día siguiente, junto con unos intereses. El principal beneficio que tiene para el Banco de la República acceder a la facilidad FIMA es poder disponer de liquidez en dólares estadounidenses sin tener que vender definitivamente los activos de los portafolios de las reservas internacionales, lo cual mitiga el riesgo de liquidez y de mercado. El Banco de la República usaría esta facilidad solamente en caso de que, habiendo decidido vender dólares en el mercado de contado, el mercado de compra y venta de títulos del Tesoro presentara en ese momento una muy baja liquidez.

73 Antes de la pandemia, Colombia había iniciado un proceso de reducción gradual al nivel de acceso a la LCF. De hecho, el FMI ha diseñado instrumentos para facilitar la salida de los países a la LCF, como es el caso de la línea de liquidez de corto plazo (SLL, por su sigla en inglés).

Por último, en agosto de 2021 el FMI realizó de manera extraordinaria una asignación general de DEG[74] por un monto equivalente a USD 650 mm (DEG 456 mm)[75], con el objetivo principal de superar los obstáculos derivados de la crisis del Covid-19 y reforzar la liquidez internacional de los 190 países miembros. Con esta medida excepcional, el FMI buscó generar confianza y promover la resiliencia y la estabilidad de la economía mundial, fuertemente afectada por los efectos de la pandemia del Covid-19. Dadas las circunstancias extraordinarias, el FMI dejó a discreción de los países miembros la decisión respecto del uso de la asignación, conforme al marco legal de cada uno de ellos.

Colombia recibió DEG 1,96 mm, un monto equivalente a USD 2,79 mm por la asignación general de DEG del FMI. Los DEG creados a través de esta operación se acreditaron a los países miembros del FMI en proporción a sus cuotas en el Fondo. De acuerdo con el marco constitucional y legal del país, la asignación de DEG fue recibida por el Banco de la República como parte de las reservas internacionales que administra.

Antes de la asignación de DEG, Colombia contaba con un nivel de liquidez internacional adecuado, representado por: 1) un nivel de reservas internacionales, equivalente a USD 58,9 mm, y 2) el acceso a la LCF del FMI, de USD 12,2 mm aproximadamente. Bajo estas circunstancias, y acorde con el objetivo de la asignación de DEG por parte del FMI, la Junta Directiva del Banco y el Ministerio de Hacienda y Crédito Público consideraron conveniente reforzar la liquidez del Gobierno Nacional en un período en el cual el país continuaba enfrentando retos importantes por cuenta de la pandemia y sus consecuencias.

El Banco de la República le vendió reservas al Gobierno Nacional por un monto en dólares equivalente a la asignación de DEG (USD 2,79 mm) y recibió como pago TES Clase B del portafolio administrado por la DGCPTN a precios de mercado. Con esta operación el Gobierno obtuvo liquidez inmediata en dólares y mejoró el perfil de su deuda interna, ya que parte de los títulos entregados al Banco provenían de canjes internos, previamente realizados por el Gobierno Nacional, donde cambió títulos con vencimiento en el año 2022 por títulos con vencimientos de largo plazo. La operación buscó facilitar el acceso del Gobierno a recursos líquidos para fortalecer su liquidez en un momento en el cual el país enfrentaba retos importantes como consecuencia de la pandemia y sus efectos.

La transacción se hizo en su totalidad a precios de mercado y no constituyó una operación de financiación al Gobierno, dado que los títulos que recibió el Banco provenían de canjes internos del Gobierno. Estos títulos son líquidos, se negocian activamente en el mercado secundario y son de cotización obligatoria por parte de los creadores de mercado, características que le permiten al Banco utilizarlos fácilmente en sus operaciones monetarias. Es importante anotar que la transacción no tuvo ningún efecto sobre el déficit público ni su financiamiento y, por ende, tampoco generó un aumento de la deuda pública. Con la operación, el portafolio

74 Los DEG corresponden a un activo de reserva internacional creado por el FMI y expresan un derecho potencial y una unidad de cuenta en el FMI. El derecho potencial de los DEG surge del compromiso de los miembros de mantenerlos y aceptarlos, así como de honrar las obligaciones que se derivan de las operaciones en este sistema. Los países miembros pueden, en ciertas circunstancias, intercambiar DEG por monedas de libre uso para enfrentar necesidades de financiamiento de la balanza de pagos o para recomponer el portafolio de las reservas internacionales. Las monedas por la cuales pueden intercambiar los DEG son las que componen la canasta de DEG: dólar estadounidense, euro, yen, libra esterlina y, desde 2016, el renminbi chino.

75 En una asignación de DEG, los países reciben un activo que incrementa las reservas internacionales, y como contrapartida se genera un pasivo de largo plazo del mismo valor. Los países miembros pagan (reciben) intereses cuando las tenencias acumuladas de DEG son menores (mayores) que las asignaciones de DEG.

de TES del Banco aumentó[76], la base monetaria permaneció inalterada y las reservas internacionales continuaron en los niveles previos a la transacción, ya que el incremento inicial observado en las reservas internacionales con la asignación de DEG se vio contrarrestado en una reducción en la misma proporción por la venta de reservas al Gobierno.

76 El intercambio de dólares por títulos de Tesorería significó un incremento en los rendimientos esperados de los activos del Banco.

Sombreado 2

Nivel adecuado de reservas internacionales

1. ¿Qué son las reservas internacionales en Colombia?

Las reservas internacionales son los activos en el exterior controlados por el Banco de la República. Para que un activo externo se considere como reserva debe cumplir con las siguientes condiciones: en primer lugar, debe estar bajo el control directo y efectivo del banco central y, en segundo lugar, debe tener una disponibilidad de uso inmediata. Las reservas internacionales de Colombia están conformadas por: 1) el portafolio de inversión, el cual representa la mayor parte de las reservas, y está constituido por instrumentos financieros del mercado internacional y por el oro; 2) los aportes a entidades supranacionales, tales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), y 3) los convenios internacionales, como el suscrito con la Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi). El portafolio de inversión se caracteriza por estar disponible para uso inmediato; los aportes al FMI y al FLAR permiten mantener el acceso de Colombia a sus líneas de crédito de contingencia, y los convenios internacionales sirven para facilitar el comercio entre los países miembros.

2. Objetivos

El principal objetivo de las reservas internacionales es proteger al país de choques externos, los cuales pueden provenir de la cuenta corriente o de la cuenta de capitales. Los choques de la cuenta corriente pueden generarse por una reducción drástica de las exportaciones o un aumento en las importaciones que estreche la situación de liquidez externa. Los choques de la cuenta de capitales se producen por dificultades para acceder al financiamiento externo, tales como un menor acceso a créditos internacionales, o mayores egresos de capital tanto de inversionistas extranjeros como de residentes.

De acuerdo con lo anterior, el Banco de la República (Banco), como administrador de las reservas internacionales, mantiene estos recursos en cuantías que considera suficientes para los siguientes fines:

Acceso al mercado internacional de capitales: un monto suficiente de reservas internacionales facilita el acceso del Gobierno y del sector privado a los mercados internacionales de capitales. 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 permitiría 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 enfrentara dificultades de acceso al financiamiento externo.

Intervención cambiaria: aunque el régimen de tasa de cambio libre funciona como primera línea de defensa ante choques externos, bajo circunstancias especiales, la intervención en el mercado cambiario es uno de los instrumentos de los que dispone el Banco para cumplir con el objetivo básico de mantener una tasa de inflación baja y estable, en coordinación con la política económica general. Por ejemplo, cuando una depreciación rápida del peso amenaza el logro de la meta de inflación, el Banco puede mitigar las presiones cambiarias mediante la venta de divisas en el mercado, evitando recargar el ajuste exclusivamente en la tasa de interés. Asimismo, el Banco puede intervenir en el mercado cambiario con el propósito de controlar movimientos atípicos o bruscos de la tasa de cambio, caracterizados por una alta volatilidad y por la ampliación significativa del margen entre el precio de compra y el de venta de la divisa, los cuales pueden influir sobre el desempeño de otros activos financieros conectados con el mercado cambiario y comprometer el objetivo del funcionamiento adecuado de los pagos internos y externos.

3. Importancia de mantener un nivel adecuado de reservas

Durante la década de los noventa varios países emergentes con condiciones macroeconómicas sólidas enfrentaron salidas de capital, producto del efecto contagio provocado por las crisis en México (1994), los países del sureste asiático (1997) y Rusia (1998). Este hecho demostró que países con políticas prudentes en los aspectos fiscal y monetario también pueden enfrentar una situación de contagio, lo cual reforzó la necesidad de mantener niveles adecuados de reservas internacionales, más aún cuando la evidencia empírica mostró que aquellos países que mantenían niveles adecuados de reservas fueron menos vulnerables a ese fenómeno. Como consecuencia de tales sucesos, las agencias calificadoras comenzaron a asignarle una mayor importancia a los niveles de las reservas internacionales y a la política de cambio para definir las calificaciones de los países emergentes.

La crisis financiera mundial de 2008-2009, la reducción en los precios de las materias primas en 2014 y 2015 y la desaceleración de la actividad económica global por la pandemia del Covid-19 han evidenciado la importancia de contar con un nivel apropiado de reservas internacionales. En este contexto, se ha demostrado, de nuevo, que países con niveles adecuados de reservas han podido enfrentar de una forma más adecuada las vulnerabilidades a las que se han visto expuestos a raíz de las distorsiones globales asociadas con las fugas de capitales, el incremento de la incertidumbre, la disminución de las exportaciones, el riesgo sistémico y otras situaciones derivadas de los entornos de crisis.

En este contexto, el Banco de la República busca mantener un nivel adecuado de activos denominados en monedas extranjeras, disponibles para cumplir de forma eficiente con los objetivos mencionados. Los montos de compra de divisas se determinan de manera tal que el nivel de liquidez externa del Banco de la República cubra el déficit externo, los pagos de deuda externa y otros potenciales movimientos de capitales.

4. ¿Cómo determinan los bancos centrales sus niveles adecuados de reservas?

Los bancos centrales utilizan diferentes indicadores para medir su nivel adecuado de reservas internacionales. De acuerdo con una encuesta del Banco Mundial (2019), el 87% de los países con ingreso medio alto (grupo al que Colombia pertenece) usan la métrica de reservas a importaciones, y alrededor de la mitad, las razones a deuda de corto plazo, el agregado monetario y el *assessing reserves adequacy* (ARA), por su nombre en inglés[1] (Gráfico S2.1). Cabe señalar que la encuesta no implicaba una respuesta única.

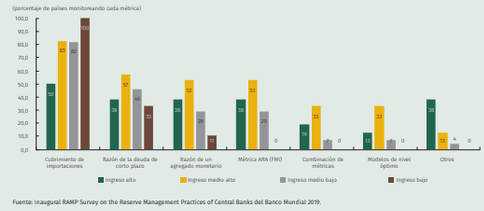
Por otro lado, la encuesta del BIS (2019), aplicada a economías emergentes cuyos bancos centrales son miembros, reporta que las métricas de reservas internacionales más monitoreadas son las razones de reservas a ARA, a importaciones y a deuda de corto plazo (Gráfico S2.2), donde la más relevante es la primera. En conclusión, no parece haber una práctica estándar entre los bancos centrales para la determinar los niveles adecuados de reservas.

Adicionalmente, el indicador de reservas a cuenta corriente más amortizaciones de deuda en un año, conocido como de Guidotti y Greenspan ampliado[2], que no se referencia en las encuestas del Banco Mundial y del BPI, se usa frecuentemente para medir el nivel adecuado de reservas internacionales. Por ejemplo, el Institute of International Finance incluye este indicador de reservas en su escalafón de vulnerabilidad de países. La entidad establece que un país es muy vulnerable cuando el indicador se encuentra por debajo de 0,5, vulnerable cuando está entre 0,5 y 1, menos vulnerable entre 1 y 2, y el menos vulnerable por encima de 2. Con datos a diciembre de 2021, el indicador para Colombia fue de 1,15.

1 La definición del ARA está en la sección 4.3.1.

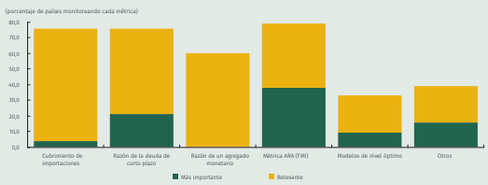
2 El indicador de reservas a pagos de deuda externa a doce meses se conoce como de *Guidotti-Greenspan*.

Gráfico S2.1
Indicadores del nivel adecuado de reservas por países según nivel de ingresos



Fuente: Inaugural RAMP Survey on the Reserve Management Practices of Central Banks del Banco Mundial 2019.

Gráfico S2.2
Porcentaje de bancos centrales monitoreando cada métrica



Fuente: The Size of Foreign Exchange Reserves, BIS Papers núm. 104, 2019.

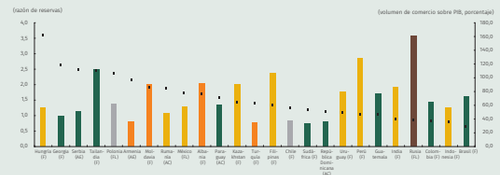
Una comparación de la cobertura de las reservas internacionales con base en estos indicadores tradicionales, con datos a diciembre de 2020, para una muestra de economías emergentes que siguen una estrategia de inflación objetivo y, por ende, tienen regímenes cambiarios flexibles[3], muestra que los niveles de los indicadores para Colombia son parecidos a los de los países que tienen un grado de apertura similar (Gráfico S2.3). Sin embargo, no se encuentra una relación entre el grado de apertura y los indicadores de cubrimiento de reservas. Tampoco se observa una relación entre estos y la calificación de los países, ni con el régimen de tasa de cambio.

Naturalmente, una comparación más fina e informativa de la cobertura ofrecida por las reservas internacionales requiere no solamente controlar por el régimen monetario y la apertura de la economía, sino también por otros factores relevantes como, por ejemplo, el grado de flexibilidad cambiaria en los países que tienen un régimen de flotación de acuerdo con el FMI, los descalces cambiarios, el traspaso de la tasa de cambio a los precios internos, y la fortaleza de las finanzas públicas y del sistema financiero.

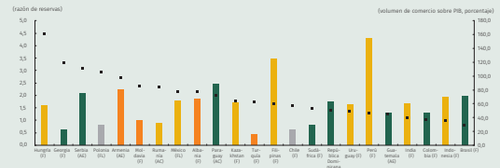
3 De acuerdo con el FMI, en el 2020, de los 37 países incluidos en los gráficos, 23 tenían un régimen de flotación, 7 de flotación libre, 3 contaban con un acuerdo de estabilización y 4 con un acuerdo tipo *crawl*.

Gráfico S2.3
Indicadores de capacidad de pago de las reservas internacionales

A. Reservas / ARA



B. Reservas / deuda de corto plazo + déficit en cuenta corriente



C. Reservas / deuda de corto plazo

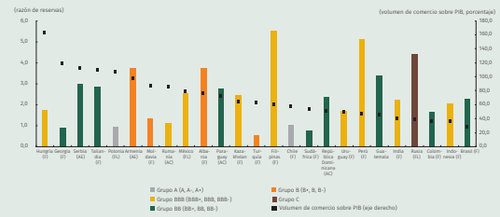
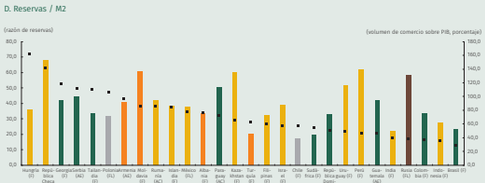
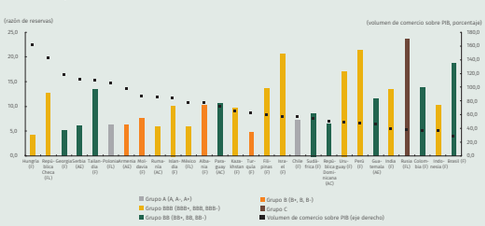


Gráfico S2.3 (continuación)
Indicadores de capacidad de pago de las reservas internacionales

D. Reservas / M2



E. Reservas / importaciones



Nota: en el nombre de cada país en paréntesis se incluye la clasificación por régimen cambiario de acuerdo con la última versión del Informe Anual sobre Regímenes Cambiarios y Restricciones Cambiarias (AREAER) del FMI, donde (FL) corresponde a flotación libre, (F) a flotación, (AC) a un arreglo tipo *crawl* y (AE) a un arreglo de estabilización. En detalle, FL es flotación libre con intervención excepcional, F es flotación donde el tipo de cambio es determinado principalmente por los operadores del mercado cambiario con intervención ocasional para disminuir la volatilidad del tipo de cambio, AC es un arreglo tipo *crawl* en el que el tipo de cambio debe permanecer dentro de un estrecho margen del 2 % con respecto a una tendencia identificada estadísticamente durante seis meses o más y AE es un arreglo de estabilización en el cual el tipo de cambio se mantiene dentro de un margen del 2 % durante seis meses o más y el margen requerido de estabilidad puede lograrse ya sea con respecto a una moneda única o a una canasta de monedas, donde la moneda ancla o la canasta es determinada o confirmada con técnicas estadísticas.
Fuente: Fondo Monetario Internacional.

05/ Situación financiera del Banco de la República

En 2021 la expansión del balance del Banco de la República se originó, principalmente, en el mayor valor en pesos de las reservas internacionales, resultado de la depreciación del peso colombiano frente a las monedas de reserva y del incremento del portafolio de TES. El efecto de la depreciación del peso sobre las reservas internacionales se reflejó, a su vez, en un mayor valor del patrimonio en la cuenta de ajuste de cambio. El resultado del ejercicio de 2021 (COP 632 mm) fue inferior al de 2020 (COP 7.483 mm). Como se anticipó en informes anteriores, los resultados extraordinarios presentados en 2019 y 2020 no se repitieron en 2021 debido a la reducción significativa en la rentabilidad de las reservas internacionales. Mientras que el rendimiento de estas reservas fue históricamente alto en 2019 (COP 7.638 mm) y en 2020 (COP 6.635 mm), en 2021 fue negativo (-COP 413 mm). Por tanto, en la medida en que la principal fuente de ingresos del Banco de la República es el rendimiento de las reservas internacionales, un resultado negativo en su valor originó una utilidad significativamente menor en el último año frente al observado en los dos anteriores.

5.1 Estado de situación financiera del Banco de la República (balance general)[77]

Durante 2021 el balance del Banco se expandió de forma significativa. Al cierre de 2021 los activos del Banco registraron un saldo de COP 291.835 mm, superior en COP 42.892 mm (17,2 %) al observado en diciembre de 2020. Por su parte, los pasivos ascendieron a COP 183.480 mm, con un incremento de COP 21.312 mm frente al cierre del año anterior (13,1 %), y el patrimonio totalizó COP 108.355 mm, monto mayor en COP 21.580 mm al registrado un año atrás (Cuadro 5.1).

El aumento del activo se explica, principalmente, por el mayor valor en pesos de las reservas internacionales y por el incremento del portafolio de TES. El saldo en pesos de las reservas internacionales brutas aumentó en COP 30.595 mm (15,1 %) frente a lo registrado un año atrás, producto de la depreciación del peso colombiano frente a las monedas de reserva. En el año 2021 el Banco no realizó compras ni ventas de divisas en el mercado de contado; no obstante, en agosto de ese año le vendió al Gobierno los dólares equivalentes a la asignación general de DEG que recibió el país por parte del FMI[78]. Como pago por dichos dólares, el Banco recibió TES a precios de mercado por COP 10.688 mm, que se sumaron a las compras netas de estos títulos realizadas por el Banco en el mercado por COP 5.079 mm[79]. Estos incrementos en el portafolio fueron parcialmente compensados por la entrega de TES a precios de mercado al Gobierno por COP 3.506 mm como parte del pago de

77 En esta sección se muestran las partidas según criterio económico, y no contable. Frente a los estados financieros presentados a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la Contaduría General de la Nación, las diferencias son: primero, los activos descuentan el valor de los pasivos asociados con operaciones de compra de portafolio de reservas internacionales sobre las cuales aún no se ha efectuado el pago (en los estados financieros del Banco esto se registra como un mayor valor del activo y como una exigibilidad de reservas internacionales en el pasivo); segundo, en los activos y pasivos de esta sección se incluye la moneda metálica en circulación, la cual no forma parte de la información contable del balance general del Banco; y tercero, otras reclasificaciones de cuentas de menor valor. En este sentido, los valores del activo y del pasivo presentados en este Informe (COP 291.835 mm y COP 183.480 mm, respectivamente) difieren de los registrados en los estados financieros al 31 de diciembre de 2021 (COP 296.620 mm y COP 188.265 mm).

78 Véase capítulo 3 de este *Informe*.

79 Como parte de las acciones para regular la liquidez de la economía, entre marzo y abril de 2021 el Banco vendió TES en el mercado por COP 5.921 mm y entre septiembre y diciembre compró COP 11.000 mm.

Cuadro 5.1
Estado de la situación financiera del Banco de la República clasificado por criterio económico
(miles de millones de pesos)

Cuentas	Diciembre, 2020		Diciembre, 2021		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	248.943	100,0	291.835	100,0	42.892	17,2
Reservas internacionales brutas	202.653	81,4	233.247	79,9	30.595	15,1
Participación en organismos y entidades internacionales	10.126	4,1	10.493	3,6	367	3,6
Inversiones	26.214	10,5	32.187	11,0	5.974	22,8
TES	21.088	8,5	30.989	10,6	9.901	46,9
Títulos de deuda privada	5.126	2,1	1.198	0,4	-3.927	-76,6
Pactos de reventa (apoyos transitorios de liquidez)	4.699	1,9	10.122	3,5	5.423	115,4
Otros activos netos	5.252	2,1	5.784	2,0	533	10,1
Pasivo y patrimonio	248.943	100,0	291.835	100,0	42.892	17,2
Pasivo	162.168	65,1	183.480	62,9	21.312	13,1
Pasivos M/E que afectan reservas internacionales	29	0,0	33	0,0	4	15,2
Base monetaria	132.674	53,3	145.383	49,8	12.709	9,6
Efectivo	94.456	37,9	108.599	37,2	14.143	15,0
Reserva	38.217	15,4	36.783	12,6	-1.434	-3,8
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	2.865	1,2	3.349	1,1	484	16,9
Otros depósitos	49	0,0	146	0,1	97	195,0
Gobierno Nacional (Dirección del Tesoro Nacional M/N)	14.485	5,8	10.966	3,8	-3.518	-24,3
Obligaciones organismos internacionales	12.067	4,8	23.603	8,1	11.536	95,6
Patrimonio total	86.774	34,9	108.355	37,1	21.580	24,9
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Reservas	0	0,0	764	0,3	764	-
Superávit	78.703	31,6	109.253	37,4	30.549	38,8
Liquidación CEC	521	0,2	521	0,2	0	0,0
Ajuste de cambio de las reservas internacionales	77.854	31,3	108.398	37,1	30.544	39,2
Inversión en activos para actividad cultural	329	0,1	334	0,1	5	1,6
Otros resultados integrales (ORI)	879	0,4	-2.088	-0,7	-2.967	-337,5
Resultados del ejercicio	7.483	3,0	632	0,2	-6.851	-91,6
Resultados acumulados (efecto del cambio en políticas contables)	-242	-0,1	-188	-0,1	54	-22,5
Resultados acumulados por el proceso de convergencia a NIIF	-61	-0,0	-31	-0,0	31	-50,0

Fuente: Banco de la República.

las utilidades a distribuir del año 2020[80], por la valoración negativa a precios de mercado por COP1.358 mm y por vencimientos de cupones de estos títulos por COP1.002 mm. Por lo anterior, el portafolio de TES en poder del Banco aumentó COP9.901 mm en el año y alcanzó un saldo de COP30.989 mm a diciembre de 2021. Por otra parte, el saldo de las operaciones de expansión transitoria (repos) presentó una variación anual de COP5.423 mm[81]. Lo anterior se contrarrestó, en parte, por el menor valor del portafolio de deuda privada en poder del Banco[82] en COP3.927 mm, principalmente por vencimientos (Cuadro 5.1).

El crecimiento del pasivo obedeció, en su mayoría, al incremento de la base monetaria y a la asignación general de DEG realizada por el FMI a todos los países miembros en agosto de 2021. La base monetaria aumentó COP12.709 mm en el año, producto del incremento de la demanda de efectivo por parte del público (COP14.143 mm), que se vio compensado parcialmente por una disminución de la reserva bancaria (COP1.434mm). Además, las obligaciones en organismos internacionales aumentaron en COP11.536 mm, principalmente como contrapartida de la asignación de DEG por parte del FMI en agosto de 2021[83]. Por último, los depósitos en pesos del Gobierno Nacional[84] en el Banco presentaron una reducción por COP3.518 mm frente al cierre de 2020 (Cuadro 5.1).

Finalmente, el mayor valor del patrimonio se originó, en especial, en el mayor tipo de cambio del peso frente a las monedas de reserva. De acuerdo con los Estatutos del Banco de la República, las fluctuaciones cambiarias de las reservas internacionales se registran en el patrimonio, específicamente en la cuenta de ajuste de cambio[85]. En ese sentido, Colombia, al igual que la mayoría de los bancos centrales, no contabiliza como utilidades la porción no realizada de las fluctuaciones cambiarias. Con corte al cierre de 2021 la cuenta de ajuste de cambio tuvo una variación de COP30.544 mm[86], contrapartida principalmente del aumento del saldo en pesos de las reservas internacionales brutas. Lo anterior fue en parte contrarrestado por el menor valor de la cuenta denominada otros resultados integrales (ORI) por COP2.967 mm, en su mayoría como resultado de la desvalorización de los TES en poder del Banco[87]. Cabe resaltar que, con cargo a las utilidades de 2020, en 2021 se distribuyeron utilidades al Gobierno por COP6.629 mm y se constituyeron reservas por COP764 mm[88]. El resultado del ejercicio del año 2021 fue de COP632 mm (Cuadro 5.1).

80 En virtud de lo dispuesto en la Ley 2063 de 2020, artículo 26. Véase https://www.banrep.gov.co/es/el-banco-republica-paga-parte-las-utilidades-del-ano-2020-nacion-tes

81 Incluye los intereses causados.

82 En marzo y abril de 2020 el Banco adquirió bonos y CDT emitidos por establecimientos de crédito como parte de las medidas que tomó para enfrentar los efectos negativos que sobre los mercados tuvo la emergencia sanitaria generada por el Covid-19

83 Véase el capítulo 3 de este *Informe*.

84 Estos depósitos son constituidos mediante la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) en el Banco de la República.

85 Véase Recuadro 3: "Tratamiento contable de las fluctuaciones cambiarias de las reservas internacionales", *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, de marzo de 2016.

86 Incluye la valoración por diferencia en cambio de la obligación de las asignaciones con el FMI y de los pesos andinos con el FLAR.

87 Los TES en poder del Banco se registran en el activo por su valor a precios de mercado, el cual incluye su rendimiento y sus variaciones por fluctuaciones de tasas de interés. En el PyG se registra el rendimiento de estos títulos a la tasa interna de retorno (TIR) de compra, y la diferencia entre la variación del activo por valoración y este registro en el PyG se contabiliza dentro de la cuenta ORI en el patrimonio.

88 De este valor, COP583 mm correspondió a la reserva de resultados cambiarios y COP181 mm a la reserva de estabilización monetaria y cambiaria.

5.2 Estado de resultados (PyG)

5.2.1 Cierre a diciembre de 2021

La utilidad del Banco de la República ascendió a COP632 mm, producto de ingresos por COP2.391 mm y egresos por COP1.759 mm. Frente a lo observado en el año anterior, los ingresos disminuyeron en COP7.472 mm (-75,8 %) y los egresos en COP621 mm (-26,1 %). Como se mencionó, la reducción anual en el resultado de 2021 fue producto del rendimiento negativo de las reservas internacionales[89] (Cuadro 5.2).

Los ingresos fueron inferiores en COP7.472 mm a los observados en 2020, principalmente por el rendimiento de las reservas internacionales (Cuadro 5.3). Al cierre de 2021 las reservas internacionales presentaron una pérdida de COP413 mm, la cual se explica principalmente por el rendimiento negativo del portafolio (-COP510 mm, -USD 134 m). Lo anterior, como resultado del ingreso por causación de intereses (COP2.595 mm, USD 696 m) y de la desvalorización del portafolio de las reservas internacionales debidas a aumentos en las tasas de interés externas en las que se encuentra invertido (-COP3.106 mm, -USD 830 m). Los principales rubros de ingresos que presentaron resultados positivos para el Banco correspondieron al rendimiento de los TES en poder del Banco (COP1.511 mm); al valor facial de la moneda metálica emitida (COP309 mm); al ingreso por diferencias en cambio (COP299 mm) por variaciones en pesos de activos y pasivos en moneda extranjera (diferentes de reservas internacionales) como resultado de la depreciación del peso frente a las monedas en que se encuentran denominados, a los ingresos por operaciones repo de expansión (COP249 mm); y a los ingresos corporativos (COP239 mm). En el caso de los TES, el aumento en los ingresos fue el resultado del mayor saldo promedio producto de las compras realizadas durante 2021.

Por su parte, los egresos se explican, en su mayoría, por la remuneración a los depósitos del Gobierno Nacional y por los gastos corporativos. La remuneración a los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco presentó una reducción anual de COP284 mm, y se explica principalmente por la menor tasa de remuneración en 2021 frente a 2020 (1,95 % efectiva anual vs. 2,75 %) y por el menor volumen promedio de depósitos (COP25.556 mm vs. COP28.587 mm). En 2021 los egresos corporativos ascendieron a COP699 mm, superiores en COP23 mm a los registrados en 2020 (3,4 %, equivalente a -0,1 % en términos reales), de los cuales: 1) los gastos de personal, COP447 mm, aumentaron un 3,4 % anual (-0,1 % real); 2) los gastos generales, COP128 mm, registraron una variación anual del 2,1 % (-1,3 % real), y 3) los otros gastos corporativos, COP125 mm, presentaron un incremento anual del 4,6 % (1,0 % en términos reales). El incremento en los otros gastos corporativos obedeció en especial al mayor gasto en el grupo de amortizaciones de activos intangibles.

5.2.2 Constitución de reservas y distribución de utilidades

De acuerdo con el marco legal del Banco contenido en la Constitución Política, la Ley 31 de 1992 y los Estatutos del Banco, el remanente de las utilidades, una vez descontada la inversión neta en bienes para la actividad cultural y apropiadas las reservas estatutarias, será de la Nación. Según el artículo 61, numeral 2, del Decreto 2520 de 1993, las diferencias de valor en las operaciones diarias de compra y venta de divisas en el mercado cambiario con respecto al precio de mercado de cada día, las cuales se registran en el estado de resultados del Banco, deben ingresar al final del período a la reserva de resultados cambiarios, cuando su valor sea positivo. Esta reserva podrá destinarse a enjugar pérdidas que registre el Banco en

89 Cabe resaltar que las reservas internacionales representan el mayor activo del Banco y su rendimiento es el principal factor que explica el resultado final de su PyG.

Cuadro 5.2
Estado de resultados del Banco de la República, 2021
(miles de millones de pesos)

	Ejecutado a:		Variación	
	2020	2021	Absoluta	Porcentual
I. Total ingresos (A+B+C)	9.863	2.391	-7.472	-75,8
A. Ingresos monetarios	9.471	1.843	-7.628	-80,5
1. Intereses y rendimientos	9.365	1.534	-7.831	-83,6
Reservas internacionales	6.635	-413	-7.049	n. a.
Portafolio de inversión de regulación monetaria (TES)	1.133	1.511	378	33,4
Operaciones activas de regulación monetaria (Repos)	241	249	8	3,2
Operaciones de otros títulos deuda privada	309	159	-150	-48,6
Operaciones de regulación cambiaria	1.047	29	-1.018	-97,2
Otras operaciones	1	0	0	-68,9
2. Diferencias en cambio	105	299	193	183,4
3. Otros ingresos monetarios	0	10	10	7.153,1
B. Valor facial de la moneda metálica emitida	171	309	138	80,8
C. Ingresos corporativos	221	239	17	7,8
1. Comisiones	192	203	11	5,9
Servicios bancarios	55	57	2	4,3
Negocios fiduciarios	137	146	9	6,5
2. Otros ingresos corporativos	29	35	6	20,1
II. Total gastos	2.380	1.759	-621	-26,1
A. Gastos monetarios	1.480	787	-693	-46,8
1. Intereses y rendimientos	1.318	581	-737	-55,9
Depósitos remunerados Gobierno (DGCPTN)	777	493	-284	-36,5
Depósitos operaciones pasivas de regulación monetaria	77	39	-38	-49,6
Operaciones de regulación cambiaria	465	49	-416	-89,5
2. Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior	60	46	-14	-23,4
3. Comisión de compromiso del crédito flexible con el FMI	98	128	30	30,7
4. Diferencias en cambio	3	31	28	845,9
5. Otros gastos monetarios	1	1	0	66,6
B. Gastos billetes y monedas	216	273	58	26,7
C. Gastos corporativos	676	699	23	3,4
1. Gastos de personal	432	447	15	3,4
2. Gastos generales	125	128	3	2,1
3. Otros corporativos	119	125	5	4,6
D. Gastos de pensionados	8	0	-8	-100,0
III. Resultado operacional (I - II)	7.483	632	-6.851	-91,6

n. a.: no aplica.
Fuente: Banco de la República.

Cuadro 5.3
Rendimiento de las inversiones de las reservas internacionales
(miles de millones de pesos)

	2020	2021	Variación anual
Reservas internacionales	6.635	-413	-7.049
Portafolio	6.146	-510	-6.656
Intereses	3.214	2.595	-619
Valoraciones	2.932	-3.106	-6.038
Oro	413	-30	-443
Organismos internacionales y Convenio Aladi	76	127	51

Fuente: Banco de la República.

el futuro en operaciones diarias de compra y venta de divisas. Por tanto, con cargo al resultado de 2020, en 2021 se constituyó una reserva de resultados cambiarios por COP583 mm, que correspondió al resultado neto de las operaciones de regulación cambiaria durante 2020. De esta reserva, en 2021 se utilizaron COP20 mm para cubrir el resultado neto negativo de las operaciones de intervención cambiaria. Por otra parte, se realizó una retención adicional de utilidades por concepto de inversión neta en bienes para la actividad cultural por COP22 mm y por pérdidas pendientes por enjugar por COP31 mm y COP42 mm, derivadas del proceso de convergencia a NIIF y por la adopción de la NIIF 9, respectivamente.

De acuerdo con lo anterior, en febrero de 2022 la JDBR aprobó un traslado de utilidades al Gobierno por COP556 mm, el cual se realizó a finales de marzo (Cuadro 5.4).

Cuadro 5.4
Distribución de utilidades
(miles de millones de pesos)

	Distribución de utilidades en 2022
A. Resultado del ejercicio 2021	632
B. Más utilización de reservas	20
Reserva de resultados cambiarios	20
C. Menos constitución de reservas y otras deducciones	95
Reserva de estabilización monetaria y cambiaria	0
Reserva de resultados cambiarios	0
Inversión neta en bienes para la actividad cultural	22
Pérdida por implementación de NIIF	31
Pérdida por adopción NIIF 9 (cambio política contable sobre TES en poder del BR)	42
Resultado neto a favor del Gobierno Nacional: A + B - C	556

Fuente: Banco de la República.

5.3 Proyección para 2022

El presupuesto para 2022 fue aprobado por la JDBR en diciembre de 2021, previo concepto del Consejo Superior de Política Fiscal (Confis) sobre la incidencia de este en las finanzas públicas. El presupuesto del Banco tiene dos componentes principales: los monetarios y los corporativos. Los primeros comprenden los resultados de actividades monetarias, cambiarias y crediticias, de administrador de las reservas internacionales, banquero y prestamista de última instancia de los establecimientos de crédito, y banco de emisión. Los resultados corporativos incluyen la gestión administrativa del Banco, como por ejemplo ingresos por comisiones, gastos de personal, gastos de funcionamiento y gastos de pensionados.

Para 2022 se proyecta una utilidad de COP1.262 mm, mayor al resultado estimado (-COP122 mm) y al observado (COP632 mm) para 2021. El resultado de 2022 es producto de ingresos por COP3.815 mm y de egresos por COP2.553 mm (Cuadro 5.5).

Cuadro 5.5
Presupuesto del Banco de la República, 2022
(miles de millones de pesos)

	Presupuesto aprobado		Variación	
	2021 (A)	2022 (B)	Absoluta	Porcentual
I. Total ingresos (A+B+C)	1.856	3.815	1.959	105,5
A. Ingresos monetarios	1.360	3.319	1.959	144,1
1. Intereses y rendimientos	1.325	3.255	1.929	145,6
Reservas internacionales	-41	659	700	n. a.
Portafolio de inversión de regulación monetaria (TES)	1.185	1.969	784	66,1
Operaciones activas de regulación monetaria (Repos)	24	595	570	2.340,4
Operaciones de otros títulos de deuda privada	157	32	-124	-79,4
2. Diferencias en cambio	26	59	33	125,3
3. Otros ingresos monetarios	8	5	-3	-42,3
B. Ingresos en moneda metálica emitida	267	241	-26	-9,8
C. Ingresos corporativos	230	256	26	11,4
1. Comisiones	212	235	23	10,9
Servicios bancarios	75	77	1	1,9
Negocios fiduciarios	137	158	22	15,9
2. Otros ingresos corporativos	18	21	3	16,4
II. Total gastos (A+B+C+D)	1.978	2.553	575	29,1
A. Gastos monetarios	843	1.316	472	56,0
1. Intereses y rendimientos	598	1.087	488	81,6
Depósitos remunerados Gobierno (DGCPTN)	503	1.061	558	111,0
Depósitos operaciones pasivas de regulación monetaria	96	26	-70	-72,9
2. Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior	68	73	5	7,8
3. Comisión de compromiso del crédito flexible con el FMI	128	120	-8	-6,3
4. Diferencias en cambio	41	29	-13	-30,8
5. Otros gastos monetarios	8	8	-0	-2,6
B. Gastos billetes y monedas	328	327	-1	-0,3
C. Gastos corporativos	797	901	105	13,2
1. Gastos de personal	489	521	33	6,7
2. Gastos generales	162	182	20	12,6
3. Otros corporativos	142	193	51	35,9
4. Disponibilidad presupuestal flexible	4	4	1	13,2
D. Gastos pensionados	10	9	-1	-11,2
III. Resultado del ejercicio (I - II)	-122	1.262	1.384	n. a.

n. a.: no aplica.
Fuente: Banco de la República.

Con respecto a los resultados monetarios, se espera un ingreso neto de COP2.003 mm. El presupuesto aprobado para 2022 considera un incremento anual de los ingresos monetarios del 144,1% frente al presupuesto aprobado en 2021, como resultado principalmente del mayor rendimiento proyectado de los TES en poder del Banco por COP784 mm, seguido del mayor valor en el rendimiento estimado para las reservas internacionales por COP700 mm y del mayor ingreso en las operaciones de expansión monetaria (repos) por COP570 mm. Por otra parte, los egresos monetarios se estiman en COP1.316 mm, superiores en COP472 mm a los presupuestados en 2021, explicados en especial por el mayor gasto en la remuneración de los depósitos del Gobierno Nacional.

En relación con la emisión y puesta en circulación de billetes y moneda metálica, se espera un egreso neto de COP86 mm. Se estima que el valor facial por la puesta en circulación de moneda metálica genere ingresos por COP241 mm, con una reducción anual del 9,8% frente a lo presupuestado en 2021. Los costos de producción y puesta en circulación de especies monetarias se estiman en COP327 mm, inferiores en 0,3% frente a lo presupuestado en 2021.

Del presupuesto corporativo se espera un egreso neto de COP646 mm. Se estiman ingresos por COP256 mm y egresos por COP901 mm (variaciones anuales del 11,4% y 13,2%, respectivamente, frente a lo presupuestado para 2021). El crecimiento obedece principalmente a lo considerado en la Convención Colectiva del Banco, al mayor gasto por concepto de proyectos de tecnología, mantenimientos, reparaciones y adecuaciones, y al aumento en el gasto por deterioro, depreciaciones y amortizaciones, entre otros.

Por último, se estimó que los gastos de pensionados ascenderán a COP9 mm, lo que incluye el efecto de las pensiones compartidas con Colpensiones.

06/ Gestión ambiental del Banco de la República

El Plan Estratégico 2022-2025 incluyó como uno de sus objetivos adelantar un ejercicio de reflexión sobre el impacto del cambio climático en las funciones del Banco de la República y definir posteriormente una estrategia para manejar los riesgos que se identifiquen. Asimismo, continuar avanzando en el propósito de contribuir a la generación de conocimiento sobre sus efectos en la economía colombiana. Esta decisión formaliza un proceso que el Banco inició años atrás, con el desarrollo de investigaciones orientadas a identificar los riesgos económicos y financieros del cambio climático. El resultado de estas investigaciones se ha divulgado en algunas publicaciones del Banco[90].

El Banco de la República contribuye al cuidado del medioambiente mediante la implementación de medidas enfocadas a la prevención, control y mitigación de los impactos ambientales generados en sus operaciones, lo que incluye el manejo integral de residuos, vertimientos y emisiones atmosféricas, y el uso eficiente de recursos. Este compromiso está alineado con el objetivo estratégico de ser una organización carbono neutro y de implementar estrategias que mejoren la eficiencia de los procesos corporativos.

6.1 Cambio climático e impacto sobre la economía

El Banco de la República incluyó en su Plan Estratégico 2022-2025 el compromiso de desarrollar una agenda de investigación relacionada con los efectos del cambio climático sobre la economía colombiana. Estos efectos surgen de eventos climáticos extremos, que según los pronósticos internacionales se volverían más frecuentes e intensos como resultado del cambio climático, y de los patrones de ajuste hacia una economía baja en carbono. La agenda de investigación planteada incluye el estudio de los posibles efectos del cambio climático sobre la tasa natural de interés y la estabilidad del sistema financiero[91], sobre la capacidad de los agricultores del país para producir alimentos, y sobre la oferta y los precios de la energía eléctrica en el país. La agenda incluye también el desarrollo de herramientas metodológicas para la valoración de activos ambientales, como el agua, sujetos a posibles variaciones en su disponibilidad como consecuencia del cambio climático.

Esta agenda de mediano plazo representa la continuación de un trabajo que el Banco ha adelantado desde hace unos años. En 2020 y 2021 se publicaron estudios realizados por los investigadores del Banco acerca del impacto del cambio climático en la economía. Estos estudios incluyen la identificación de riesgos macroeconómicos y financieros del cambio climático[92]; el análisis de los efectos de corto plazo de episodios de exceso y escasez de lluvias en el empleo formal[93] y en

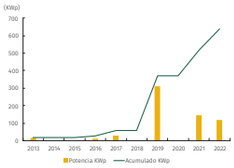
90 Entre las publicaciones se encuentran las series de Borradores de Economía, Documentos de Trabajo sobre Economía Regional, *Ensayos sobre Política Económica*, y el *Reporte de Estabilidad Financiera* del Banco de la República, entre otros.

91 Este proyecto en curso cuenta con el apoyo del programa de cooperación suizo Bilateral Assistance & Capacity Building for Central Banks (BCC-SECO).

92 Los resultados de estos estudios se publicaron en el Recuadro 4 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre de 2020 y en el Borrador de Economía núm. 1127 de 2020: "Climate Change: Policies to Manage its Macroeconomic and Financial Effects", de Joaquín Bernal-Ramírez y José Antonio Ocampo.

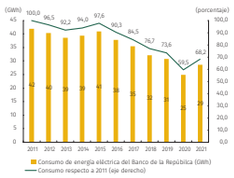
93 Bohórquez-Peñuela, C.; Otero-Cortés, A. (2020). "Blame-it on the Rain: The Effects of Weather Shocks on Formal Rural Employment in Colombia", Banco de la República Colombia, Centro de Estudios Económicos Regionales (CEER).

Gráfico 6.1
Capacidad de los sistemas fotovoltaicos instalados en el Banco de la República



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 6.2
Consumo de energía eléctrica del Banco de la República



Fuente: Banco de la República.

el uso de la tierra agrícola[94]; la estimación del efecto de los desastres naturales en el recaudo tributario de los municipios[95], y el efecto de la inversión pública en programas de prevención sobre la frecuencia y magnitud de deslizamientos de tierra en Colombia[96].

Como parte del trabajo en curso, el Banco de la República se encuentra en proceso de elaboración de un *Ensayo sobre Política Económica* (ESPE) relacionado con los impactos del cambio climático sobre la macroeconomía colombiana. El objetivo de este ESPE es hacer una revisión crítica de la literatura nacional e internacional relativa a los efectos macroeconómicos esperados de los riesgos del cambio climático. Esta revisión busca contextualizar el impacto potencial de este fenómeno en Colombia en las próximas décadas y reflexionar sobre los desafíos que plantea para el manejo de los principales ámbitos de la política económica. En el futuro cercano se contempla la realización de otro documento similar con los avances adicionales de la agenda de investigación sobre el tema.

6.2 Sistema de gestión ambiental

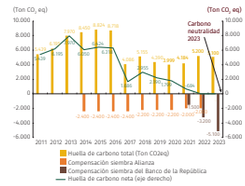
En 2021 el Banco de la República continuó con las acciones para fortalecer la eficiencia energética y la reducción de su huella de carbono. Los proyectos de adecuación de las instalaciones del Banco han integrado los enfoques de construcciones sostenibles que se han traducido en ahorros energéticos y de agua. Asimismo, se realizó la renovación de la iluminación a tecnología LED, y se instalaron equipos de aire acondicionado con tecnología más eficiente en varias sedes del Banco. Por otra parte, se instalaron sistemas de generación eléctrica por paneles solares, para una potencia total instalada de 639 kWp (Gráfico 6.1). Aun cuando el consumo de energía en 2021 fue superior al de 2020, año en el que la pandemia obligó a la reducción de las actividades administrativas en las sedes del Banco y se suspendieron varios servicios presenciales al público, se mantiene la tendencia a la baja en el consumo de energía al compararlo frente a los años previos a la pandemia, como se observa en el Gráfico 6.2. Cabe resaltar que el consumo de energía en 2021 está afectado por la mayor producción de las plantas industriales para atender las necesidades de efectivo, las cuales continuaron con operación permanente para atender la proyección de la demanda. Finalmente, se está ejecutando un proyecto de medición y monitoreo en tiempo real del consumo eléctrico, que permitirá fortalecer su eficiencia en todas las instalaciones del Banco en el país.

94 Esta investigación contó con el apoyo del programa de cooperación suizo Bilateral Assistance & Capacity Building for Central Banks (BCC-SECO). Bohórquez-Peñuela, C. (2021). "Weather Shocks and Agricultural Production: Evidence on Perennial and Non-perennial Crops in Colombia", Working Paper (BCC-SECO).

95 Ayala-García, J.; Dall'Erba, S.; Ridley, W. C. (2021). "Externalities of Extreme Natural Disasters on Local Tax Capacity", Documentos de Trabajo sobre Economía Regional y Urbana, núm. 299, Banco de la República.

96 Ayala-García, J.; Dall'Erba, S. (2021). "The Impact of Preemptive Investment on Natural Disasters", Documento sobre Economía Regional y Urbana, núm. 301, Banco de la República.

Gráfico 6.3
Huella de carbono total del Banco de la República
(toneladas de CO2 equivalentes año)



Fuente: Banco de la República.

Las actividades de sostenibilidad ambiental del Banco se encuentran alineadas con la Ley 2169 de 2021, la cual impulsa las bajas emisiones de carbono para el desarrollo del país; y con la Ley 2173 de 2021, la cual promueve la restauración ecológica a través de la siembra de árboles y la creación de bosques en el territorio nacional. La huella de carbono generada en el Banco durante 2021 fue de 4.184 toneladas de CO^2 equivalentes, como consecuencia del consumo de energía y por un menor factor de ajuste[97] de conversión de la energía eléctrica consumida. El Banco ha venido impulsando la siembra de árboles de especies nativas, en predios de interés ecológico para compensar la huella de carbono y para proteger, adicionalmente, las fuentes naturales de agua, la protección del suelo, y la protección de la biodiversidad. En 2022 el Banco tiene previsto realizar directamente siembras de árboles y continuar en la realización de las actividades para ser carbono neutro en 2023. El Gráfico 6.3 presenta la tendencia constante hacia esta transición.

En 2021 el Banco de la República mantuvo la certificación del sistema de gestión ambiental (SGA) bajo la norma NTC-ISO 14001. Esto evidencia que dicho sistema es conveniente, adecuado y eficaz, y que facilita una gestión sostenible de los aspectos ambientales del Banco, alineada con los objetivos y metas de la política ambiental.

El Banco de la República ha acompañado las iniciativas mencionadas con programas culturales de alcance nacional mediante sus bibliotecas y museos. En 2020 comenzó el proyecto El Río: territorios posibles, para concientizar a los ciudadanos sobre la importancia del cuidado de los ríos como recurso para el desarrollo sostenible del país. Mediante este proyecto se llega a públicos diversos en el contexto nacional con programación física y digital que permite fortalecer lazos culturales en torno a los ríos y su preservación. Entre las 29 ciudades en las que el Banco tiene sede cultural se han realizado cerca de 850 actividades culturales para promover el conocimiento y la protección de las cuencas hidrográficas y sus ecosistemas.

97 El factor de ajuste se determina por la composición de las fuentes de generación de energía eléctrica en el país. En 2021 se presentó una mayor generación de energía de fuentes renovables.

Sombreado 3
Participación del Banco de la República en el Banco de Pagos Internacionales

En cumplimiento de la Ley 1484 del 12 de diciembre de 2011, que autorizó la incorporación del Banco de la República como accionista del Banco de Pagos Internacionales (BPI)[1], en el presente sombreado se presenta un informe de las actividades más relevantes realizadas ante esa entidad durante los últimos meses. De acuerdo con la autorización conferida, el Banco suscribió 3.000 acciones del BPI por un valor de 65.712.000 derechos especiales de giro (DEG), equivalente 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.

Las directivas del Banco de la República han participado en las reuniones periódicas que el organismo realiza, y en las cuales se examinan los acontecimientos recientes y las perspectivas de la economía global y de los mercados financieros. Las discusiones más recientes de las reuniones de gobernadores de países miembros del BPI se han enfocado en diversos temas, tales como la normalización de la política monetaria en un entorno de mayor inflación, las perspectivas fiscales de la región y su relación con la política monetaria, las dinámicas de los mercados laborales tras la pandemia, la situación financiera de las empresas tras el Covid-19, los patrones de crecimiento a largo plazo después de la pandemia, y las dinámicas de los precios de la vivienda y sus posibles implicaciones para la política monetaria. También, se han tratado temas de administración de los bancos centrales, tales como la gestión de riesgos, la interoperabilidad entre sistemas de pago y la ciberseguridad.

En el marco de las actividades coordinadas por el Consejo Consultivo para las Américas del BPI (CCA, por su sigla en inglés), el Banco participa activamente en proyectos de investigación, grupos y conferencias en diversas áreas de banca central. Por ejemplo, en el marco del Comité Científico (que comprende a los economistas jefe de los respectivos bancos centrales), en noviembre de 2021 el BPI organizó la Conferencia Anual de Investigación. Esta se centró en la economía de la pandemia del Covid-19 y sus efectos sobre los bancos, las firmas, el crecimiento, los mercados laborales y la política monetaria. Asimismo, a finales del año pasado se realizó la reunión anual sobre política monetaria en Latinoamérica, que reúne a los economistas jefe de los bancos centrales de la región. En esta se discutieron las perspectivas de crecimiento e inflación, los principales aspectos de la normalización de la política monetaria y los flujos de capital tras la pandemia.

Adicionalmente, a finales del año pasado, el CCA organizó la segunda edición de las dos mesas redondas entre los gobernadores miembros del CCA y personalidades del sector privado, cuyos participantes incluían a los CEO de instituciones financieras y a los economistas jefe y estrategas para América Latina establecidos en Nueva York, donde se habló de las perspectivas económicas de la región, las condiciones financieras en el entorno actual, la consolidación fiscal, la "nueva normalidad" para América Latina en cuanto a atracción de capitales y rentabilidad de las firmas y los bancos, y los riesgos financieros asociados con los criptoactivos.

En el ámbito de los grupos consultivos del BPI que realizan investigación y análisis en áreas como la estabilidad financiera y las operaciones bancarias, se resalta la publicación, en septiembre de 2021, del informe *Enabling open Finance Through APIs: Report on Payment Initiation*[2] del Grupo Consultivo sobre Innovación y Economía Digital (CGIDE, por su sigla en inglés). A principios de este año se definieron los temas en los que trabajarán en 2022. Estos se enfocarán, principalmente, en el intercambio de datos entre las instituciones financieras, empresas de tecnología y terceros certificados, y cuestiones relacionadas con el diseño e implementación de las monedas digitales de bancos centrales (CBDC, por su sigla en inglés). El Banco de la República cuenta con participación en este grupo.

Por último, representantes del Banco tuvieron la oportunidad de asistir a diferentes encuentros virtuales. El Banco participó, entre otros, en: 1) la reunión anual de subgobernadores de bancos centrales de países emergentes miembros del BPI, la cual estuvo enfocada en las CBDC en las economías emergentes; 2) la reunión del CGIDE, donde se abordaron temas relacionados con los objetivos de política de las CBDC, su uso y funcionalidad, su rol en la inclusión financiera y aspectos relacionados con la privacidad de los datos; 3) una reunión sobre cambio climático y su efecto sobre la política monetaria de los bancos centrales en Centroamérica y el Caribe, y 4) una conferencia sobre tecnología digital e inclusión financiera organizada por el BPI y la *Asia School of Business*.

1 Esta institución internacional fue creada en 1930 y reúne actualmente a 62 bancos centrales. Su misión consiste en servir a dichas entidades en su búsqueda por la estabilidad monetaria y financiera, fomentando la cooperación internacional en esas áreas, así como servir como banco para los bancos centrales miembros. Su sede principal se encuentra en Basilea (Suiza), y cuenta con dos oficinas de representación: una en Hong Kong y otra en Ciudad de México.

2 El reporte está disponible en: https://www.bis.org/publ/othp41.htm

Recuadro 1

Invasión de Rusia a Ucrania: consideraciones sobre el contexto económico internacional

La invasión de Rusia a Ucrania es un conflicto que tiene repercusiones a escala global. Los ataques de Rusia han generado una crisis humanitaria en Ucrania, así como destrucción de la infraestructura y fuertes disrupciones en la economía de ese país. Como respuesta a lo anterior, varias de las principales economías del mundo (Estados Unidos, la Unión Europea y Reino Unido, entre otras) han impuesto sanciones económicas severas a Rusia. Estas se han enfocado en limitar las transacciones y congelar activos externos de varios bancos y personas, incluyendo la exclusión de bancos específicos del sistema de pagos internacionales Swift. Además, se restringió el acceso a parte de las reservas internacionales del banco central de Rusia, afectaron las operaciones en el mercado de deuda externa y el acceso al mercado internacional de capitales, y se restringió el comercio exterior y las inversiones en ese país. A su vez, se suspendió la certificación del gasoducto NS2 que llevaría más gas de Rusia a Europa, se prohibió la importación de crudo ruso en los Estados Unidos y Reino Unido, entre otras sanciones[1]. Estas medidas han tenido fuertes impactos sobre la economía de Rusia y sus perspectivas[2]. El conflicto en Ucrania se produce en un entorno global en el cual existe incertidumbre sobre la evolución de la pandemia y persisten disrupciones en las cadenas de suministro mundial, restricciones de oferta y fuertes presiones inflacionarias en un grupo importante de economías.

Según organismos y entidades internacionales (FMI, 2022; BCE, 2022; OCDE, 2022), este conflicto generaría presiones inflacionarias adicionales y afectaciones al crecimiento económico internacional por medio de varios canales: 1) incrementos en el precio y restricciones de oferta en diferentes materias primas, incluyendo petróleo, gas natural, carbón, fertilizantes y varios productos agrícolas, debido a que Rusia es un exportador relevante de estos productos y Ucrania lo es de diferentes alimentos y otras materias primas; 2) aumento de la incertidumbre global, reducción de la confianza de los inversionistas y deterioro de las condiciones financieras internacionales, y 3) afectación de los países con los cuales Rusia y Ucrania tengan vínculos comerciales y financieros fuertes. Además, en la región donde se desató este conflicto se registrarían impactos negativos en el comercio, las cadenas de suministro, así como una crisis de refugiados, entre otros (FMI, 2022). En particular, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE, 2022) señala que, frente a lo proyectado antes de la invasión a Ucrania, el crecimiento mundial podría ser menor en cerca de 1,1 puntos porcentuales (pp)[3] y la inflación mundial mayor en 2,5 pp en los siguientes doce meses a partir del 24 de febrero de 2022. Los impactos serían diferenciados entre regiones y países, dependiendo de su exposición al conflicto por medio de los canales antes mencionados. Asimismo, podría haber consecuencias de largo plazo asociadas con la reconfiguración del comercio internacional y de las cadenas de suministro, fragmentación de los sistemas de pagos internacionales y recomposición de las reservas internacionales, entre otros (FMI, 2022; OCDE, 2022). Es importante mencionar que estos análisis son recientes y existe alta incertidumbre sobre la duración y escalamiento de este conflicto bélico (IIF, 2022b), así como sobre la magnitud de su impacto (BCE, 2022)[4]. Teniendo en cuenta lo anterior, este recuadro describe la importancia de Rusia y Ucrania en las exportaciones mundiales de materias primas, la variación reciente de los precios internacionales de algunos de estos bienes, y se caracteriza el comercio de Colombia con estos países. Además, se presenta un análisis de la evolución reciente de los mercados financieros internacionales y algunos impactos sobre los flujos de capitales hacia Colombia.

1. Comercio exterior y precios de las materias primas

Pese a que Rusia y Ucrania representan una proporción relativamente pequeña en el PIB mundial[5], estos países son grandes participantes en la producción y exportación de bienes básicos en los mercados externos. En primer lugar, ambos son exportadores de alimentos. En 2020 Rusia fue un exportador importante de trigo y cebada, mientras que Ucrania tuvo una participación relevante en las ventas externas mundiales de aceite de girasol, maíz, cebada y trigo, entre otros (gráficos R1.1 y R1.2). Por otro lado, Rusia es líder en la oferta mundial de algunos fertilizantes. Además, tiene participación relevante en el comercio mundial de productos mineroenergéticos, en particular de petróleo y sus derivados, carbón y gas natural, y otros como platino, titanio, aluminio, cobre, entre los más destacados. Por su parte, Ucrania es exportador importante de productos de hierro y de derivados de la extracción de aceites. De esta forma, los impactos de la invasión a Ucrania y las sanciones a Rusia afectarían las perspectivas de producción de estas materias primas. Lo anterior se ha reflejado en aumentos en los precios internacionales de estos *commodities*. De hecho, entre el promedio de enero y lo corrido hasta el 18 de marzo de 2022, el precio del petróleo (Brent), el carbón, el gas natural de Europa y el índice internacional de metales aumentaron un 29,4 %, 144,1 %, 71,4 % y 13,1 %, respectivamente. Para este mismo período el precio del maíz y el trigo se incrementaron, en su orden, en un 41,3 % y 50,2 %.

A pesar de que Rusia y Ucrania son actores relevantes en las exportaciones de materias primas en el mundo, los vínculos comerciales directos de Colombia con estos países son bajos. De hecho, en 2021 las exportaciones colombianas a Rusia y Ucrania representaron, en conjunto, tan solo el 0,4 % de las ventas externas totales del país, mientras que las importaciones desde dichos países alcanzaron el 1,2 % del valor importado por Colombia. No obstante, para algunos productos el mercado ruso es relevante. Por ejemplo, hacia Rusia se dirigen el 25 % del valor total exportado de carnes[6] y el 17 % de productos lácteos. De igual forma, las importaciones colombianas de fertilizantes provienen en su mayoría (22 %) de Rusia, frente a las compras realizadas a los Estados Unidos (16 %) y China (12 %).

Si bien los vínculos comerciales directos de Colombia con Rusia y Ucrania no son muy fuertes, el impacto global de este conflicto sobre el precio de diferentes materias primas sí tendría incidencia en el desempeño externo colombiano. Por un lado, los mayores precios registrados y esperados del petróleo y sus derivados, del carbón, del oro y el níquel favorecerían el valor en dólares de las exportaciones colombianas de estos bienes, las cuales en su conjunto representaron cerca del 55 % del total de ventas externas en 2021. Este efecto positivo sobre la balanza comercial y los términos de intercambio se vería limitado debido a que el país también realiza compras externas de materias primas y es importador neto de productos agrícolas como el maíz, el trigo y la cebada, y de insumos agrícolas como los fertilizantes y de algunos alimentos para animales, con lo cual el aumento mencionado de los precios de estos bienes encarecería las importaciones necesarias para la producción nacional y amenaza con incrementar las presiones inflacionarias en Colombia.

2. Mercados financieros internacionales

Tras el comienzo de la guerra entre Rusia y Ucrania (24 de febrero) los indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional presentaron un aumento importante ante la alta incertidumbre frente a la duración del conflicto y sus consecuencias económicas[7]. En este contexto, el dólar estadounidense se fortaleció frente a la mayoría de las monedas de economías desarrolladas y emergentes, al tiempo que los índices bursátiles presentaron un marcado deterioro en estas economías (Gráfico R1.3). Por su parte, las tasas de interés se corrigieron inicialmente a la baja en las economías avanzadas, como consecuencia de la mayor demanda por activos refugio y los temores de una desaceleración económica, los cuales llevaron a una moderación de las expectativas de una senda de política monetaria menos expansiva[8]. Por el contrario, en el caso de las economías emergentes, las tasas de interés presentaron aumentos ante la mayor aversión al riesgo[9] (Gráfico R1.4).

A partir del 2 de marzo, como se mencionó, los precios de las materias primas presentaron rápidos e importantes aumentos, lo que llevó a un incremento de las expectativas de inflación global. Esto, a su vez, se tradujo en expectativas de sendas de política monetaria menos expansivas, contrario a lo observado durante los primeros días del conflicto. En este contexto, las tasas de interés volvieron a tomar una senda alcista en países desarrollados, hasta ubicarse por encima de los niveles observados previos al comienzo del conflicto, y continuaron aumentando en países emergentes. El 16 de marzo la Reserva Federal aumentó la tasa de los fondos federales en 25 pb, en línea con lo que esperaba el mercado, pero por debajo de los 50 pb que descontaban algunos agentes del mercado antes del comienzo de la guerra[10].

En Latinoamérica, si bien las tasas de interés se han comportado acorde con lo observado en el ámbito global, la mayoría de los índices bursátiles han mostrado durante todo el periodo un comportamiento relativamente positivo, a diferencia de lo observado en otros emergentes. Asimismo, algunas monedas de la región se han apreciado frente al dólar, y las que se han depreciado lo han hecho en menor medida que en otros países emergentes[11]. Lo anterior podría ser resultado, en parte, del aumento de los precios de las materias primas y de la lejanía comercial de la región con la zona de conflicto, lo cual ha inducido rebalanceos de los portafolios hacia América Latina[12].

El peso colombiano se ha apreciado 4,0 % (al 23 de marzo) desde que comenzó la invasión a Ucrania. Aparte del aumento de los precios del petróleo, el comportamiento de la moneda ha estado soportado por la expectativa de flujos de dólares provenientes de los anuncios de nuevas ofertas públicas de adquisición (OPA) por el Grupo Sura y Nutresa, y la oferta de dólares por parte de inversionistas extranjeros en el mercado de derivados.

Ante el conflicto geopolítico entre Ucrania y Rusia, el mercado de deuda pública y accionario colombiano se ha comportado similar a los de la región. En particular, se destaca que los inversionistas cuyos portafolios siguen índices de inversión en títulos de renta fija y acciones de emergentes, vieron que Rusia podría perder su participación en estos dadas las condiciones actuales del mercado ruso y el deterioro en la accesibilidad al mismo. Esta situación motivó la venta de los títulos rusos, lo que generó fuertes desvalorizaciones y una reducción significativa de su participación en estos índices. Para el caso del índice *GBI-EM Global Diversified* de JP Morgan, que cuenta con el mayor monto de activos bajo administración[13] (USD 221 miles de millones) dentro de sus índices de títulos emergentes en moneda local, entre el 31 de enero y el 28 de febrero de 2022 la participación de Rusia pasó del 6,84 % al 1,84 %[14], mientras que la de Colombia aumentó del 4,05 % al 4,26 %[15].

El 28 de febrero JP Morgan anunció la salida efectiva de los títulos rusos de sus índices de bonos en moneda local a partir del 31 de marzo de 2022. Con esta noticia, así como la participación remanente de Rusia del 1,84 % en este índice, se esperaría que dicho porcentaje se distribuya entre los demás países que conforman el índice[16], donde Colombia alcanzaría una ponderación del 4,38 %. Esta recomposición ante la salida de Rusia del índice a partir de marzo podría representar unas entradas aproximadas de USD 276,2 m al mercado de TES. No obstante, este valor dependerá de las decisiones de los inversionistas, quienes pueden ajustar sus portafolios dependiendo de sus políticas de inversión. Por su parte, las firmas MSCI, S&P Dow Jones y FTSE Russell también anunciaron la salida de Rusia de sus índices de renta variable para mercados emergentes[17]. En estos índices también participa Colombia, sin embargo, no es claro el impacto que tendría la salida de Rusia sobre la participación de los demás países en estos índices.

Referencias

FMI (2022). "How War in Ukraine Is Reverberating Across World's Region" [blog], IMF, 15 de marzo.

Banco Central Europeo (BCE) (2022). "The Impact of the Conflict in Ukraine on the Euro Area Economy in the Baseline and Two Alternative Scenarios", ECB Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area, marzo [en línea], disponible en: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.projections202203_ecbstaff~44f998dfd7.en.pdf

Goldman Sachs (2022). "Russia Risk", *Top of Mind* [en línea], disponible en: https://www.goldmansachs.com/insights/pages/gs-research/russia-risk/report.pdf

Institute of International Finance (IIF) (2022a). "Russia Sanctions: Climbing the Escalation Ladder" [en línea], disponible en: https://www.iif.com/Publications/ID/4797/Russia-Sanctions—Climbing-the-Escalation-Ladder

Institute of International Finance (IIF) (2022b). "Market Pricing versus War in Ukraine" [en línea], disponible en: https://www.iif.com/Publications/ID/4725/Global-Macro-Views—Market-Pricing-versus-War-in-Ukraine

Nolsoe, E. y Pop, V. (2022). "Russia Sanctions List: What the West Imposed over the Ukraine Invasion" [en línea], *Financial Times*, disponible en: https://www.ft.com/content/6f3ce193-ab7d-4449-ac1b-751d49b1aaf8

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) (2022). *OECD Economic Outlook*, Interim Report: Economic and Social Impacts and Policy Implications of the War in Ukraine, marzo, OECD Publishing, París, disponible en: https://doi.org/10.1787/4181d61b-en

The White House (2022). "Joint Statement by the G7 Announcing Further Economic Costs on Russia" [en línea], 11 de marzo, disponible en: https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2022/03/11/joint-statement-by-the-g7-announcing-further-economic-costs-on-russia/

1 Ver IIF (2022a), Goldman Sachs (2022), Nolsoe, E. y Pop, V. (2022) y The White House (2022).

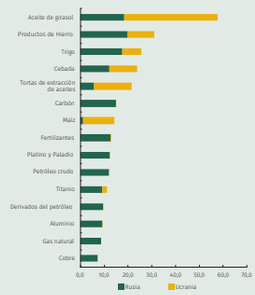
2 En Rusia la moneda se devaluó de forma significativa, las medidas de riesgo se incrementaron, la calificación crediticia fue degradada, se desplomó y se cerró el mercado accionario y los mercados financieros se encuentran bajo alto estrés. Además, la OCDE (2022) proyecta una fuerte contracción del PIB y aumentos significativos de la inflación en ese país.

3 Según las simulaciones de la OCDE el crecimiento económico sería menor para la zona del euro en 1,4 pp, para los Estados Unidos en 0,9 pp y para el promedio de los países de la OCDE de 1 pp.

4 En su publicación de marzo sobre proyecciones macroeconómicas el Banco Central Europeo redujo el crecimiento para 2022 en la zona euro del 4,2 % al 3,7 %, sin embargo, señalan que un escenario de mayores afectaciones a los precios de la energía, al comercio y a la confianza asociadas al conflicto bélico podría reducir este crecimiento hasta el 2,3 %.

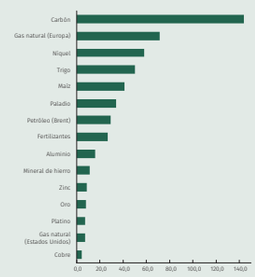
5 Según la OCDE (2022), a precios de mercado estos dos países representan en conjunto cerca del 2 % del PIB mundial.

Gráfico R1.1
Exportaciones de bienes básicos de Rusia y Ucrania[a/]
(porcentaje de las exportaciones mundiales, 2020)



a/ Datos agregados según HTS a 4 dígitos. Los fertilizantes corresponden al total mundial.
Fuente: TradeMap con información Comtrade.

Gráfico R1.2
Precios de materias primas[a/]
(porcentaje, diferencia entre el precio promedio de enero y lo corrido de marzo de 2022)

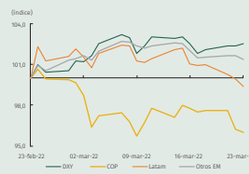


a/ Se presenta el cambio porcentual entre el precio promedio de enero y lo corrido ante el 1 y el 18 de marzo. Para los fertilizantes se toma el índice de precios de fertilizantes de Nortoamérica de Green Markets.
Fuente: Bloomberg.

6 Estas exportaciones corresponden a carne de ganado bovino deshuesada; fresca, refrigerada o congelada.

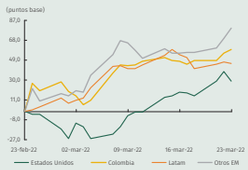
7 El Vix (volatilidad implícita de las opciones a tres meses del S&P 500) aumentó hasta alcanzar un nivel no observado desde enero de 2021. Por su parte, el Vstoxx (volatilidad implícita de las opciones a tres meses del Euro Stoxx 50) alcanzó un nivel no observado desde el comienzo de la pandemia del Covid-19.

Gráfico R1.3
Comportamiento de la tasa de cambio tras el comienzo de la guerra entre Rusia y Ucrania[a/]



Nota: Latam corresponde al comportamiento promedio de las tasas de cambio de Brasil, México, Chile y Perú.
a/ Base 100 = 23 de febrero de 2022. Un aumento indica una depreciación frente al dólar. El DXY se compone de una canasta de seis monedas de países desarrollados.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico R1.4
Comportamiento de las tasas de los bonos soberanos a 10 años tras el comienzo de la guerra entre Rusia y Ucrania[a/]



Nota: Latam corresponde al comportamiento promedio de las tasas de los bonos soberanos a 10 años de Brasil, México, Chile y Perú.
a/ Se presentan los cambios (pb) de las tasas desde el 23 de febrero 2022.
Fuente: Bloomberg.

8 Mientras que el 23 de febrero de 2022 el mercado de futuros descontaba más de seis aumentos (de 25 pb cada uno) de tasas por parte de la Reserva Federal durante 2022, el 1 de marzo la expectativa del mercado había disminuido a un poco más de cuatro incrementos. De manera análoga, en el caso del Banco Central Europeo, entre el 23 de febrero y el 1 de marzo la expectativa de aumentos de tasa de interés en 2022, implícita en el mercado de futuros, disminuyó de 60 pb a 30 pb.

9 Entre el 23 de febrero y el 3 de marzo las tasas a diez años disminuyeron 15 pb en promedio en los Estados Unidos, Alemania, Reino Unido y Japón, y aumentaron 12 pb en Latinoamérica y 19 pb en otras economías emergentes. Por su parte, Rusia presentó un aumento de 300 pb.

10 Pese a que la guerra incidió en las expectativas de política monetaria para la reunión de marzo, las cuales disminuyeron tras el comienzo del conflicto y no volvieron a ubicarse en los niveles previos, para los demás plazos se ha observado una rápida recuperación de las expectativas de política monetaria, incluso por encima de los niveles pronosticados por el mercado previo al comienzo del conflicto. Por ejemplo, el 23 de febrero se esperaban más de seis incrementos de tasas por parte de la Fed durante 2022, mientras que al 23 de marzo se esperan más de ocho (de 25 pb cada uno).

11 Entre el 23 de febrero y el 23 de marzo, el peso colombiano se ha apreciado 4,0 %, seguido del real brasileño (3,6 %) y el peso mexicano (0,1 %). Por su parte, el sol peruano se ha depreciado 0,9 % y el peso chileno lo ha hecho en 0,4 %, mientras que el índice MSCI EM evidencia una depreciación de 1,4 % en su canasta de monedas emergentes.

12 Desde el 23 de febrero al 23 de marzo, los CDS a cinco años han disminuido 27 pb en Colombia, 10 pb en Perú, 9 pb en Brasil, y 7 pb en México y Chile. Por el contrario, el CDS de una muestra de 18 economías emergentes aumentó en promedio 30 pb.

13 Seguido por el *GBI-EM Diversified* (USD 14 miles de millones).

14 Esta reducción se explica por la desvalorización de los títulos en moneda local y depreciación del tipo de cambio en Rusia. JP Morgan ajusta sus ponderaciones de acuerdo con el valor de mercado en dólares estadounidenses y el valor total de la deuda pública emitida por cada país perteneciente al índice.

15 Los títulos soberanos de Colombia participan en los índices *Emerging Market Bond Index* (EMBI), *Government Bond Index-Emerging Markets* (GBI-EM) y JP *Morgan ESG Index* (JESG EM). En el índice EMBI se tienen en cuenta solo títulos emitidos en dólares, mientras que en los índices GBI-EM y JESG EM se tienen en cuenta títulos soberanos emitidos en moneda local.

16 La distribución se realiza de forma proporcional y manteniendo la regla de un máximo de 10 % de ponderación por país.

17 Al 28 de febrero de 2022 Rusia ponderaba 1,7 % en el *Dow Jones Emerging Markets Index*, 1,6 % en el *índice MSCI Emerging Markets Index* y 1,7 % en el *índice FTSE Emerging*.

Recuadro 2
Determinación de la postura de política monetaria

En el marco del esquema de inflación objetivo, actualmente del 3% anual, el Banco de la República fija una tasa de interés, conocida como tasa de interés de política monetaria (o TPM), a la cual está dispuesto a ofrecer cantidades ilimitadas de liquidez a un día a todas las entidades calificadas como aptas para ser su contraparte.

Cuando la inflación y sus expectativas se apartan de la meta y/o la actividad económica se aparta de su nivel sostenible, el Banco de la República modifica la tasa de interés de política monetaria (TPM). Por ejemplo, cuando la actividad económica colapsó en el segundo trimestre de 2020 y quedó muy por debajo de los niveles sostenibles de largo plazo, el Banco hizo parte muy importante de la respuesta contracíclica entonces implementada, lo que incluyó, además de la política monetaria, iniciativas en el área fiscal, en la regulación bancaria y en los parámetros de la supervisión financiera, todo tendiente a aliviar los efectos del choque sobre los mercados, las empresas y los hogares. La TPM, en este contexto, bajó del 4,25% antes de la pandemia, al 1,75% unos meses después.

Superada la difícil coyuntura de la época, la política macroeconómica en general, y la política monetaria en particular, tienen por delante el desafío de normalizar el uso de sus instrumentos de política económica y de hacerlo de una manera ordenada, pero sistemática. Al terminar 2021 hubo dos factores que debieron ser considerados. Primero, entender que muchos de los instrumentos están alejados de los niveles que exhibían antes de la pandemia. Segundo, la lejanía de instrumentos, tales como la deuda pública y la TPM con respecto a sus niveles previos a la pandemia, ocurren en un contexto de muy alto crecimiento tanto de la demanda interna como de la inflación, y constituyen riesgos para la estabilidad macroeconómica, los cuales es necesario contrarrestar.

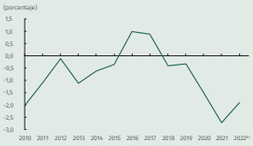
En esa dirección, y desde el último trimestre de 2021, el Banco está inmerso en un proceso que busca normalizar la postura de la política monetaria, subiendo la TPM, luego de la situación altamente atípica que exigieron las difíciles circunstancias enfrentadas por la economía.

Los ajustes de la TPM que ha estado implementando el Banco, tanto en la fase de contracción económica de 2020 como en la fase actual de normalización, influyen en otras tasas de interés de más largo plazo. Estas tasas de interés de más largo plazo, a su vez, modifican el comportamiento de las empresas y los hogares. En la fase actual de normalización de la postura monetaria, por ejemplo, se tiende a aumentar su disposición a ahorrar y se tiende a reducir su disposición a endeudarse para financiar mayores flujos de gasto. Si, como es el caso en la actualidad hay un exceso importante de la demanda agregada sobre la oferta nacional, lo cierto es que están concurriendo varias dinámicas de manera simultánea. En primer lugar, el país está aumentando sus niveles de endeudamiento para financiar ese exceso de demanda, factor que, sin enmienda, en cierto punto puede comprometer la estabilidad macroeconómica futura. Segundo, el exceso de demanda, en medio de una amplia disponibilidad de liquidez y crédito, afecta adversamente el proceso inflacionario y existe el peligro de que ello termine reflejándose en los contratos nominales, haciendo mucho más costosa una reducción futura de la inflación. Tercero, a corto plazo no es razonable pensar que surjan ajustes de la oferta agregada en las magnitudes requeridas para compensar este exceso actual de la demanda: por un lado, hay problemas relacionados con las cadenas de suministro que dificultan el ajuste de la oferta a corto plazo. Pero hay también problemas más estructurales que afectarán nuestra capacidad productiva futura. Por ejemplo, el rezago de la inversión privada, del empleo, de la participación laboral y de la productividad.

Una manera intuitiva de medir la postura de política monetaria (el grado en el cual es expansiva o es contractiva) es comparar la TPM en términos reales (es decir, corrigiendo por inflación) con la llamada tasa de interés neutral. Esta última es aquella tasa que prevalecería en una situación macroeconómica provista de dos características: 1) la actividad económica crece de manera sostenida al mismo ritmo que su tasa potencial, es decir, la brecha del producto es cero, y 2) la inflación se ubica de manera estable en el nivel de la meta establecida. A partir de esta definición, cuando la TPM se sitúa en un nivel inferior al de la tasa neutral, se entiende que la postura de política monetaria es expansiva; cuando ambas tasas coinciden, la postura de política monetaria es neutral.

El Gráfico R2.1 muestra una estimación de la postura de la política monetaria de Colombia para el período 2010-2022 en términos anuales. Como puede observarse, durante los últimos doce años la postura de política monetaria habría sido típicamente expansiva y continúa siéndolo entrado el año 2022, a pesar del proceso de normalización que inició a finales de 2021.

Gráfico R2.1
Postura de la política monetaria en Colombia 2010-2022 a/



a/ Existen múltiples formas de estimar una tasa de interés real, partiendo de la tasa de interés nominal y restándole diferentes medidas de expectativas de inflación. En el caso particular de este gráfico, al promedio anual de la tasa de interés de política nominal se le descontó el promedio anual de las expectativas de inflación a doce meses de la *Encuesta Mensual de Expectativas de Analistas Económicos* (último corte en febrero de 2022). La tasa neutral real corresponde a la publicada en el *Informe de Política Monetaria* de enero de 2022.
b/ Para 2022 el cálculo utiliza la TPM definida por la Junta Directiva del Banco de la República en enero de 2022 y que se mantiene vigente para febrero.
Fuente: Banco de la República; cálculos de los autores.

El proceso de normalización de la política monetaria hace parte de una necesidad más amplia que tiene la política macroeconómica en general, lo que incluye los componentes fiscales y de regulación financiera; por lo que es necesario y deseable que aquellos sean procesos armónicos.

Los cambios importantes que se decidieron en el frente de la regulación y la supervisión financiera ante la entrada de la crisis de la pandemia, en el segundo trimestre de 2020[1], fueron de gran importancia para lograr el alivio de empresas y hogares endeudados, sin comprometer indebidamente la solidez del sistema bancario. Dichas decisiones ya se revirtieron, y el sistema opera actualmente en condiciones de total normalidad.

En el frente monetario, la postura en Colombia, como se mostró, ha iniciado su proceso de normalización y, hacia adelante, resultará crucial la armonía con el proceso, igualmente necesario, de normalización de la política fiscal. Este, que es un desafío común a muchos países desarrollados y emergentes en la pospandemia, exige mostrar, de manera clara, sencilla y creíble, la secuencia de medidas fiscales que el país deberá adoptar con el fin de lograr una trayectoria consistente con la sostenibilidad de las finanzas públicas, una vez surtido el proceso contracíclico que exigió la pandemia.

Los efectos de un cambio en la postura de la política monetaria se surten de manera fluida cuando existe armonía entre ella, la política regulatoria en materia financiera y la política fiscal. Si, al contrario, el futuro de las finanzas públicas es incierto, dichos efectos son menos fluidos y puede llegar el caso en que sean muy disruptivos.

Primero, porque en dicho entorno se tiende a dificultar la financiación del déficit público, lo que implicaría subir las tasas de interés aplicables a los diversos instrumentos financieros emitidos por el gobierno, lo cual constituye, a su vez, un nuevo choque fiscal adverso que ahonda las incertidumbres iniciales.

Segundo, porque al subir las tasas de interés, bajan los precios de estos instrumentos de deuda. Como los instrumentos de deuda pública tienen una representatividad muy importante en la canasta total de los activos financieros en circulación, el valor de dicha canasta podría sufrir un deterioro importante, aún si los demás activos de la canasta no se vieran afectados. En la medida en que esta canasta hace parte crucial del patrimonio de los hogares (por ejemplo, mediante sus ahorros pensionales), de las empresas y de los establecimientos de crédito, un eventual detrimento patrimonial puede comprometer la estabilidad macroeconómica futura.

Tercero, porque, como ha sucedido en muchas ocasiones internacionalmente, la incertidumbre fiscal, llegado un punto, puede terminar generando procesos inflacionarios. Este es el caso, por ejemplo, de países que, incapaces de reducir los déficits públicos y enfrentando dificultades en el acceso a fuentes de crédito para sus respectivos gobiernos, optan por financiar el déficit fiscal emitiendo dinero, lo que genera excesos de oferta monetaria, que a su vez causan procesos inflacionarios, que en ocasiones son de gran magnitud. Aun si el banco central no financia monetariamente el déficit, es decir, aun si la oferta nominal de dinero es constante, es posible que la incertidumbre fiscal implique una caída de la demanda por dinero de parte de los hogares y de las empresas, por ejemplo, sustituyendo moneda local por monedas alternativas, lo que deprecia por esta vía el tipo de cambio y eleva el nivel general de precios.

Cuarto, porque el déficit fiscal, en sí mismo, es una utilización de la financiación externa. Es decir, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos (lo que el resto del mundo le presta al país cada año) es la fuente, mientras que el uso de estos flujos es la financiación del déficit privado, por un lado, y del déficit público, por el otro. En este sentido, las incertidumbres fiscales se pueden convertir en ajustes en la disposición del resto del mundo a financiar la cuenta corriente del país en su conjunto, y en la consecuente necesidad de ajustar muy rápida y desordenadamente el gasto privado, con efectos importantes en la actividad económica y el bienestar.

1 Las circulares 07 y 014 de marzo de 2020 autorizaron períodos de gracia temporales, los cuales beneficiaron a 11,8 millones de deudores, cuyos créditos sumaban COP 225 billones y representaban el 42,4% del crédito bancario, obligaciones actualmente bajo la regulación ordinaria. En una segunda etapa, se constituyó el Programa de Acompañamiento a Deudores (PAD), vigente por un año a partir de julio de 2020, para facilitar acuerdos con los deudores, consistentes en reestructuraciones de créditos, siempre que se realizaran las provisiones necesarias para cubrir los riesgos estimados, mecanismo que alcanzó a cubrir préstamos por COP 37 billones (6,8% de la cartera). Estas obligaciones vienen amortizándose, y a diciembre de 2021 totalizan COP 28,4 billones.

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 internacionales debe realizarse con base en criterios de liquidez, gestión de riesgos y rentabilidad. En ese sentido, se debe procurar: 1) contar con suficiente liquidez en moneda extranjera; 2) tener políticas estrictas para la gestión de los diferentes riesgos que enfrentan las operaciones, y 3) generar retornos razonables ajustados por riesgo, sujetos a la liquidez y a otras restricciones de riesgo[1]. A continuación, se explica cómo se aplican estas reglas 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 la administración del riesgo son las siguientes:

Riesgo de liquidez: se invierte en activos financieros que cuentan con demanda permanente en el mercado secundario y se divide el portafolio en tramos, con el fin de tener la capacidad de convertir los activos de reserva en efectivo de una manera rápida y a bajo costo, y para que algunos de los tramos definidos se puedan liquidar más rápidamente.

Riesgo de mercado: se invierte en un limitado grupo de activos elegibles y con límites estrictos de inversión en su duración, duración de margen, composición cambiaria y composición por sectores del portafolio. Con esto se busca que el valor del portafolio tenga una sensibilidad moderada a movimientos de las tasas de interés en el mercado.

Riesgo crediticio: solamente se invierte en activos que cuenten con altas calificaciones crediticias, dado que estas inversiones tienen una baja probabilidad de incumplimiento en sus pagos. La calificación crediticia mínima para gobiernos y entidades relacionadas con gobiernos es A-. Con respecto a los emisores privados la calificación mínima es A+ para exposiciones a emisores individuales y BBB- (grado de inversión) cuando se invierte por intermedio de fondos. 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 que se invierta directamente 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 limitar el impacto de eventos crediticios sobre el valor del portafolio.

Riesgo cambiario: el impacto del riesgo cambiario se mitiga con 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). Esta cuenta aumenta en los años cuando las monedas de reserva se fortalecen frente al peso colombiano, y disminuye en los años en que se debilitan. Por tanto, las variaciones de las monedas no tienen impacto sobre el estado de resultado integral. El Banco de la República, así como la mayoría de los bancos centrales del mundo, tienen 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 monedas. Es importante tener en cuenta que las cotizaciones de las monedas son altamente volátiles y con frecuencia no tienen tendencias definidas en el largo plazo. Esto hace que sea muy difícil pronosticar confiablemente su comportamiento.

Riesgo de contraparte: para mitigar el riesgo de contraparte las operaciones se liquidan mediante mecanismos pago contra entrega, 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. Los mecanismos pago contra entrega 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. Las contrapartes de divisas deben tener una calificación crediticia mínima de A- si cuentan con un contrato marco ISDA[2]. Si no se cuenta con dicho contrato, la calificación mínima es A+.

1 Un ejemplo 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 el vínculo http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2013/pr13138.htm

2 El contrato marco establecido por la organización 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.

2. Tramos del portafolio de inversión

El portafolio de inversión está conformado por tres tramos: el de corto plazo, el 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 dar 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. A diciembre de 2021 el valor del tramo de corto plazo era USD 28.521,6 m, de los cuales USD 1.217,48 m corresponden al capital de trabajo y USD 27.304,11 m al portafolio pasivo.

El portafolio pasivo es el principal componente del tramo de corto plazo. Este portafolio se caracteriza por tener un plazo y un perfil de rentabilidad esperado superior al del capital de trabajo, una composición cambiaria que busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país y una rentabilidad similar a la de su índice de referencia[3]. El portafolio pasivo está invertido en múltiples monedas y en instrumentos que son acordes a los de un índice de referencia, el cual se define con las restricciones de que el rendimiento esperado del portafolio, excluyendo el componente cambiario, sea positivo en doce meses con un nivel de confianza del 95% y que el valor esperado de una posible pérdida no supere el 1%.

El tramo de mediano plazo busca aumentar la rentabilidad esperada de las reservas internacionales en el largo plazo, preservando un portafolio conservador, con un perfil de rentabilidad esperado superior al del tramo de corto plazo y al de su índice de referencia. Su objetivo 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. De esta forma, se busca el máximo retorno sujeto a las restricciones de que el rendimiento esperado en dólares estadounidenses de este tramo sea positivo con una probabilidad del 95% y que el valor esperado de una posible pérdida no supere el 1% en un horizonte de tres años. Actualmente el tramo de mediano plazo está conformado, en su mayoría, por portafolios de manejo activo que buscan generar una rentabilidad más alta que el índice de referencia[4]. A diciembre de 2021 el valor del tramo de mediano plazo ascendía a USD 24.627,5 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 2021 el valor de mercado del oro en las reservas ascendía a USD 273,6 m.

Los títulos valores del portafolio de inversión se encuentran depositados en entidades financieras conocidas como custodios[5]. 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 referencia[6] para los tramos de corto y mediano plazos. Se construyen índices diferentes para cada uno de estos tramos, 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 en que se construyen los dos índices de referencia.

Para construir el índice del tramo de corto plazo[7] se determina, en primer lugar, una composición cambiaria objetivo. Una vez definida la composición cambiaria, se busca el portafolio que maximiza la rentabilidad ajustada por riesgo[8] y que cumple con las restricciones de pérdida definidas para este tramo. La composición cambiaria de ese índice busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país[9]. 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. A diciembre de 2021 la composición cambiaria del índice del tramo de corto plazo era 81% dólares de los Estados Unidos, 9% dólares australianos, 4% dólares canadienses, 1% dólares neozelandeses, 2% coronas noruegas y 3% won coreano. Las restricciones de pérdida definidas para el tramo de corto pla-

3 En la próxima sección se explica el concepto y la composición del índice de referencia.

4 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 administradores externos. Allí también se puede encontrar la explicación del funcionamiento de este programa.

5 En la actualidad la calificación crediticia mínima permitida para los custodios es A-.

6 En los mercados de capitales un índice de referencia se entiende como 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 MSCI 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).

7 Este índice de referencia no aplica para el capital de trabajo, ya que no existen portafolios de referencia que permitan medir adecuadamente los instrumentos permitidos en este portafolio.

8 La descripción detallada de la metodología para la construcción del índice de referencia se encuentra en los recuadros "Explicación técnica de la metodología de construcción del índice de referencia" y "Restricciones de riesgo de mercado en el proceso de optimización" en los Informes de Administración de las Reservas Internacionales de 2013 y 2019.

9 Véase el recuadro "Nueva composición cambiaria del portafolio de reservas internacionales" en el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de marzo de 2012 para una explicación detallada de la metodología de composición cambiaria de las reservas.

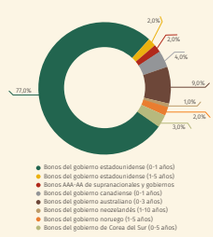
zo son: 1) tener retornos positivos en un horizonte de doce meses con un 95 % de confianza, excluyendo el efecto cambiario, y 2) que el valor esperado de una posible pérdida en un horizonte de doce meses no supere el 1 % del valor del tramo.

Para la construcción del índice del tramo de mediano plazo se sigue un procedimiento similar con dos diferencias fundamentales: no se impone una restricción de composición cambiaria y las restricciones de pérdida se definen sobre un horizonte más largo. 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, las restricciones de tener retornos positivos con un 95 % de confianza y de que el valor esperado de una posible pérdida no supere el 1 % del valor del tramo se definen sobre un horizonte de 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 al dólar.

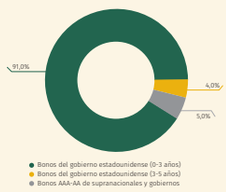
A diciembre de 2021 los índices de referencia definidos para ambos tramos tienen un nivel bajo de riesgo de mercado, con una duración efectiva del índice del tramo de corto plazo de 0,80 y del tramo de mediano plazo de 1,52[10]. El Gráfico A1.1 muestra los índices de referencia aprobados para los tramos de corto y mediano plazos[11].

Gráfico A1.1
Composición del índice de referencia
(información al 31 de diciembre de 2021)

1. Tramo de corto plazo



2. Tramo de mediano plazo



Fuente: Banco de la República.

4. Programa de administración externa

El Banco de la República gestiona directamente el tramo de corto plazo, una porción del tramo de mediano plazo y el tramo del oro. El resto de los recursos del tramo de mediano plazo es gestionado por administradores externos de portafolios. Al finalizar diciembre de 2021 la porción del portafolio de inversión administrada internamente corresponde a USD 37.601,74 m (70,10 % del portafolio de inversión), mientras que el programa de administración externa ascendía a USD 16.035,19 m (29,90 % del portafolio de inversión).

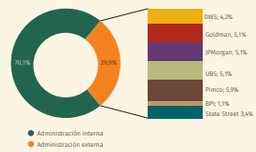
Los principales propósitos de utilizar administradores externos son generar retornos superiores a los del índice de referencia y mejorar la diversificación del portafolio. En ese sentido, las firmas escogidas para participar en el programa tienen una alta capacidad de análisis de los mercados financieros y una infraestructura sofisticada que pueden ser aprovechadas en la definición de estrategias de inversión y en la capacitación de los funcionarios del Banco en la gestión de inversiones internacionales, siendo este último otro objetivo del programa de administración externa.

Las firmas privadas que participan en el programa son escogidas mediante procesos competitivos y son evaluadas permanentemente. De acuerdo con los resultados obtenidos por cada administrador desde su contratación, se modifica el monto administrado y/o se revisa su continuidad en el programa. En la actualidad, las firmas privadas que participan en el programa de administración externa son: DWS International GmbH, Goldman Sachs Asset Management, L.P., JPMorgan Asset Management (UK) Limited, Pacific Investment Management Company LLC, State Street Global Advisors Trust Company y UBS Asset Management (Americas) Inc. (Gráfico A1.2). 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. Las inversiones en los fondos administrados por el Banco de Pagos Internacionales (BPI) 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 países[12].

10 La duración efectiva es una medida de riesgo que se define como la disminución (aumento) porcentual en el valor del portafolio frente a un aumento (disminución) del 1 % en todas las tasas de interés.

11 Para los diferentes sectores que componen el índice de referencia se utilizan los índices publicados por ICE data indices.

Gráfico A1.2
Composición del portafolio de inversión
(información al 31 de diciembre de 2021)



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

12 En la actualidad se invierte en un fondo de títulos emitidos por el gobierno de China (USD 304,25 m) y un fondo de títulos emitidos por corporaciones no financieras (USD 278,07 m).