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 1474 | Bogotá, D. C., miércoles, 18 de octubre de 2023 | EDICIÓN DE 31 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 2023)



Marzo de 2023

INFORME DE LA **JUNTA DIRECTIVA** AL **CONGRESO DE LA REPÚBLICA**

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

ISSN - 1657 - 799X

JUNTA DIRECTIVA

Presidente

José Antonio Ocampo
Ministro de Hacienda y Crédito Público

Directores

Olga Lucía Acosta Navarro
Jaime Jaramillo Vallejo
Roberto Steiner Sampedro
Bibiana Taboada Arango
Mauricio Villamizar Villegas

Gerente General

Leonardo Villar Gómez

Bogotá, marzo 31 de 2023

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 2022 y las perspectivas para 2023. En dicho entorno se presenta la evolución reciente de la inflación y las decisiones tomadas por parte de la Junta Directiva del Banco. 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 cultural del Banco de la República.

Con un atento saludo,

Leonardo Villar Gómez
Gerente General

Contenido

Introducción **9**

01 Resumen ejecutivo **14**
Recuadro 1: 100 años del Banco de la República **21**

02 Entorno macroeconòmico **29**
2.1 Evolución y perspectivas del entorno macroeconómico internacional **29**
2.2 Evolución y perspectivas de la actividad económica y el mercado laboral **36**
2.3 Evolución y perspectivas de la situación fiscal **41**
Recuadro 2: La inflación y la política monetaria global **45**
Recuadro 3: Efectos del salario mínimo en los precios y la inflación **49**

03 Inflación y decisiones de política monetaria **53**
3.1 Evolución y perspectivas de la inflación **53**
3.2 Decisiones de política monetaria **55**

04 Evolución y perspectivas de los mercados financieros y de crédito **58**
4.1 Intermediación financiera de los establecimientos de crédito **58**
4.2 Mercados financieros locales **65**
4.3 Exposición al riesgo de mercado del sistema financiero y evolución del portafolio de las instituciones financieras no bancarias **68**
Sombreado 1: Base monetaria y M3 **71**
Recuadro 4: La evolución reciente de la tasa de cambio y sus efectos sobre la economía **74**
Recuadro 5: Consideraciones para intervención en el mercado de divisas por parte del Banco de la República **79**

05 Balance externo, mercado cambiario y reservas internacionales **84**
5.1 Evolución y perspectivas de la balanza de pagos de Colombia **84**
5.2 Reservas internacionales **87**
Sombreado 2: Participación del Banco de la República en el Banco de Pagos Internacionales **94**

06 Situación financiera del Banco de la República **96**
6.1 Estado de situación financiera del Banco de la República **96**
6.2 Estado de resultados (PyG) 98
6.3 Constitución de reservas y distribución de utilidades **101**
Sombreado 3: Cambio en el tratamiento contable de las reservas internacionales **104**

07 Gestión cultural del Banco de la República **109**
7.1 Red de Bibliotecas **111**
7.2 Museos del Oro **112**
7.3 Los museos de arte y numismática **113**
7.4 Labor musical **114**
7.5 Programa de becas para posgrados en el exterior en música y artes **115**
7.6 Celebración 100 años **115**

Anexo Políticas de administración del portafolio de inversión de las reservas internacionales **116**

Índice de cuadros

Cuadro 2.1 Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica **37**
Cuadro 2.2 Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto **38**

Cuadro 4.1 Saldos de inversiones expuestas a riesgo de mercado de las entidades financieras **70**

Cuadro 5.1 Balanza de pagos de Colombia **85**

Cuadro 6.1 Estado de la situación financiera del Banco de la República clasificado por criterio económico **97**
Cuadro 6.2 Estado de resultados del Banco de la República, 2022 **99**
Cuadro 6.3 Presupuesto del Banco de la República, 2023 **102**
Cuadro 6.4 Distribución de utilidades **103**

Índice de imágenes

Imagen 7.1 Comunidad de escucha del podcast *Cuando el río suena* en Santa Marta **109**
Imagen 7.2 Uso del Kit Navarro de musicografía braille **110**
Imagen 7.3 Taller del proyecto *La Paz se toma la palabra* en la Biblioteca Pública Cárcel Distrital **110**
Imagen 7.4 Mediación en la exposición *Cocinas del Pacífico. Saberes y recorridos* en Pasto **110**
Imagen 7.5 Taller en la sala infantil de la biblioteca de Quibdó **111**
Imagen 7.6 Catálogo de la exposición *Cecilia Vicuña: Verоir el fracaso iluminado* **111**
Imagen 7.7 Maletas viajeras en la vereda Babilonia, Sincelejo **111**
Imagen 7.8 Documental *Escarabajos: la ciencia detrás del ciclismo* **112**
Imagen 7.9 Visita al jardín arqueobotánico del Museo del Oro Quimbaya **112**
Imagen 7.10 Exposición *Hilos que nos conectan con el pasado* en la Sala El Exploratorio del Museo del Oro **112**
Imagen 7.11 Exposición *Mapa Teatro. Laboratorio de la imaginación social, 40 años*, en el tercer piso del MAMU **113**
Imagen 7.12 Taller de curaduría participativa en Manizales **113**
Imagen 7.13 Pantalla 360° en el aeropuerto El Dorado **113**
Imagen 7.14 Taller previo al concierto del ensamble Amir Amiri en Quibdó **114**
Imagen 7.15 Concierto retrospectivo de Amparo Ángel en la Sala de conciertos de la Biblioteca Luis Ángel Arango **114**
Imagen 7.16 Detalle del Museo del Oro Zenú **115**

Índice de gráficos

Gráfico 2.1 Crecimiento económico **29**
Gráfico 2.2 Precios internacionales de algunas materias primas **31**
Gráfico 2.3 Índice de presiones sobre las cadenas globales de suministro **31**
Gráfico 2.4 Inflación total al consumidor **32**
Gráfico 2.5 Tasa de interés de política monetaria en algunas economías **33**
Gráfico 2.6 Indicadores de percepción de riesgo en los mercados financieros internacionales **34**
Gráfico 2.7 Flujos de portafolio hacia economías emergentes por parte de no residentes **36**
Gráfico 2.8 Producto interno bruto (PIB) **37**
Gráfico 2.9 Población ocupada por dominios geográficos **40**
Gráfico 2.10 Empleo por posición ocupacional **40**
Gráfico 2.11 Tasa de desempleo por dominios geográficos **41**
Gráfico 2.12 Índice de vacantes de diferentes fuentes **41**

Gráfico 3.1 Índice de precios al consumidor (IPC) **53**

Gráfico 4.1 Crecimiento real anual de la cartera bruta por modalidad **58**
Gráfico 4.2 Percepción de la demanda de crédito para los establecimientos de crédito **59**
Gráfico 4.3 Cambio en la oferta de nuevos créditos **59**
Gráfico 4.4 Deuda sobre ingreso de los hogares (DTI) **59**
Gráfico 4.5 Carga financiera promedio de los hogares que accedieron a nuevos créditos **60**
Gráfico 4.6 Endeudamiento del sector corporativo privado **60**
Gráfico 4.7 Indicadores de calidad de cartera **60**
Gráfico 4.8 Tasa de política monetaria (TPM), tasa interbancaria e IBR (*overnight*, a 1, 3 y 6 meses) **61**
Gráfico 4.9 Tasas de interés nominales pasivas **61**
Gráfico 4.10 Tasa de interés activas **62**
Gráfico 4.11 Saldo de los depósitos a la vista y a plazo **63**
Gráfico 4.12 Indicadores de liquidez de los establecimientos de crédito **63**
Gráfico 4.13 Rentabilidad de los establecimientos de crédito **64**
Gráfico 4.14 Indicadores de solvencia total y básica **64**
Gráfico 4.15 Comportamiento del mercado cambiario de la región **66**
Gráfico 4.16 Prima de riesgo (CDS a cinco años) para algunas economías de la región **66**
Gráfico 4.17 Índice de tasas de interés en algunas economías de la región **67**
Gráfico 4.18 Tasas cero cupón TES en pesos por plazo, índice de deuda privada y tasa de política monetaria **67**
Gráfico 4.19 Compras netas acumuladas por año de los inversionistas extranjeros en el mercado al contado de TES **67**
Gráfico 4.20 Crecimiento real del activo de las instituciones financieras no bancarias **69**
Gráfico 4.21 Fondos de inversión colectiva **69**

Gráfico 5.1 Composición de las reservas internacionales **89**
Gráfico 5.2 Composición del portafolio de inversión por sectores **89**
Gráfico 5.3 Distribución de las inversiones por calificación crediticia **90**
Gráfico 5.4 Composición cambiaria del portafolio de inversión **90**
Gráfico 5.5 Duración del portafolio de inversión **90**
Gráfico 5.6 Acuerdos recientes de la LCF **92**

Introducción

En 2023 el Banco de la República celebra 100 años de su fundación. Este es un aniversario de gran significado, el cual ofrece la oportunidad de resaltar el aporte que el Banco ha hecho al desarrollo del país. Su trayectoria como garante de la estabilidad monetaria lo ha consolidado como la institución estatal independiente que genera mayor confianza entre los colombianos por su transparencia, capacidad de gestión y el cumplimiento efectivo de las funciones de banca central y culturales encomendadas en la Constitución y la Ley. En una fecha tan importante como esta, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) hace un reconocimiento a las generaciones de directivos y funcionarios que con su compromiso y dedicación contribuyeron a engrandecer esta institución[1].

El mandato del Banco de la República se consolidó en la Asamblea Nacional Constituyente de 1991, para cuya integración los ciudadanos tuvieron la oportunidad de elegir a las setenta personas que tendrían como tarea redactar una nueva constitución. Los dirigentes de los tres movimientos políticos más votados fueron elegidos presidentes de la Asamblea, y esta presidencia tripartita reflejó la pluralidad y la necesidad de consenso entre las diferentes fuerzas políticas para sacar adelante la reforma.

Entre los asuntos considerados, la Asamblea Nacional Constituyente le otorgó especial importancia a la estabilidad monetaria. Por esta razón decidió incluir el tema de banca central y dotar al Banco de la República de la autonomía necesaria para utilizar los instrumentos a su cargo sin injerencia de otras autoridades. El constituyente entendió que velar por la estabilidad de precios es un deber del Estado y que la entidad responsable de este cometido debe estar consagrada en la Constitución y contar con la capacidad técnica y autonomía institucional necesaria para adoptar las decisiones que considere pertinentes para alcanzar este objetivo fundamental, en coordinación con la política económica general. En particular, el artículo 373 estableció que "el Estado, por intermedio del Banco de la República, velará por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda", disposición que coincidía con el esquema de banca central adoptado por países exitosos en el control de la inflación. En 1999, mediante sentencia 481, la Corte Constitucional indicó que "el deber de mantener la capacidad adquisitiva de la moneda no solo se predica de la autoridad monetaria, crediticia y cambiaria, esto es de la Junta del Banco de la República, sino también de quienes tienen responsabilidades en la formulación y ejecución de la política económica general del país" y que "la finalidad constitucional básica del Banco de la República es la protección de la moneda sana, pero esa autoridad debe tomar en consideración en sus decisiones los otros objetivos económicos de la intervención del Estado, como el pleno empleo, pues sus funciones deben coordinarse con la política económica general."

La reforma al Banco de la República concertada en la Constituyente de 1991 y en la Ley 31 de 1992 se puede resumir en los siguientes aspectos: i) asignó al Banco un mandato específico: mantener la capacidad adquisitiva de la moneda, en coordinación con la política económica general; ii) designó a la JDBR como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia; iii) otorgó al Banco y a su Junta Directiva un importante grado de independencia frente al Gobierno; iv) prohibió al Banco otorgar

1 Este *Informe al Congreso* contiene el recuadro 1 que resume la trayectoria del Banco de la República en estos 100 años. Adicionalmente, con auspicio del Banco, varios libros que profundizan diversos aspectos de la historia de esta institución fueron publicados en años recientes. Véase, por ejemplo: *Historia del Banco de la República 1923-2015; Tres banqueros centrales; Junta Directiva del Banco de la República: grandes episodios en 30 años de historia; Banco de la República : 90 años de la banca central en Colombia.*

crédito al sector privado distinto del financiero; v) estableció que para otorgar crédito al Gobierno se requería del voto unánime de su Junta Directiva, a menos que se trate de operaciones de mercado abierto; vi) determinó que el legislador, en ningún caso, podrá ordenar cupos de crédito a favor del Estado o de los particulares; vii) designó al Congreso, en representación de la sociedad, como principal destinatario del ejercicio de rendición de informes del Banco; y viii) delegó en el presidente de la República la función de inspección, vigilancia y control sobre el Banco de la República.

Los miembros de la Asamblea Nacional Constituyente entendieron claramente que los beneficios de una inflación baja y estable se extienden a toda la sociedad y contribuyen al buen funcionamiento del sistema económico. Entre los más importantes cabe mencionar que una inflación baja promueve el uso eficiente de los recursos productivos, al permitir que los precios relativos guíen de mejor forma la asignación de recursos, lo cual promueve el crecimiento económico y aumenta el bienestar de la población. Igualmente, una inflación baja reduce la incertidumbre sobre la rentabilidad esperada de la inversión y sobre el precio futuro de los activos, lo que aumenta la confianza de los agentes económicos, facilita la financiación de largo plazo y estimula la inversión. Una inflación baja evita redistribuciones arbitrarias del ingreso y la riqueza, debido a que los estratos de ingresos bajos de la población no pueden protegerse de la inflación mediante la diversificación de sus activos, y concentran una elevada proporción de su ingreso en la compra de alimentos y otros bienes básicos, ítems que generalmente son los más afectados por los choques inflacionarios[2]. Por otra parte, una baja inflación facilita las negociaciones salariales, lo cual crea un buen clima laboral y reduce la volatilidad del nivel de empleo. Finalmente, una inflación baja contribuye a que el sistema de impuestos sea más transparente y equitativo, al evitar las distorsiones que la inflación introduce sobre el valor de los activos y de los ingresos que componen la base tributaria. Desde el punto de vista de la autoridad monetaria, uno de los beneficios más relevantes de una inflación baja es la credibilidad que los agentes económicos adquieren en la meta de inflación, lo que la convierte en un ancla nominal efectiva sobre el nivel de precios.

Al recibir su mandato, y en uso de su autonomía, el Banco de la República empezó a anunciar metas puntuales de inflación anual a partir de 1992. Si bien en esta primera etapa las metas de inflación propuestas no se lograron cumplir de forma precisa, sí se consiguió imprimirle a la inflación una tendencia descendente, que la llevó desde un nivel del 32,4% en 1990 al 16,7% en 1998. Para aquella época la tasa de cambio se mantenía dentro de una banda, lo cual limitaba la efectividad de la política monetaria, que buscaba cumplir simultáneamente una meta de inflación y un objetivo de tasa de cambio. La crisis asiática se contagió a las economías emergentes y afectó de manera importante a la economía colombiana. La tasa de cambio presentó una fuerte presión a la depreciación al cerrarse el acceso al financiamiento externo en condiciones de un elevado desequilibrio externo. Lo anterior, junto con la falta de flexibilidad cambiaria, impidió hacer una política monetaria contracíclica, lo que condujo a una contracción del PIB del 4,2% en dicho año. En este contexto de desaceleración económica, la inflación anual se redujo al 9,2% a finales de 1999, situándose por debajo de la meta del 15% que se había fijado para ese año. Este episodio reveló plenamente lo costoso que podría ser, en términos de actividad económica, el tener simultáneamente metas para la inflación y para la tasa de cambio.

Hacia finales de 1999 el Banco de la República anunció la adopción de un nuevo régimen de política monetaria que denominó *Esquema de Inflación Objetivo*. Este régimen, conocido internacionalmente como *'Inflation Targeting,'* venía ganando creciente aceptación en países desarrollados, al haber sido adoptado a partir de 1991 por Nueva Zelanda, Canadá e Inglaterra, entre otros, logrando importantes avances en el manejo de la inflación, sin incurrir en costos en términos de actividad económica. En América Latina, Brasil y Chile también lo acogieron en 1999. En el caso colombiano, el último requisito pendiente por cumplir para adoptar dicho esquema de política era la flexibilidad de la tasa de cambio, la cual se materializó hacia septiembre de 1999, cuando la JDBR decidió abandonar las bandas cambiarias para permitir que la tasa de cambio se determinara libremente en el mercado.

De forma coherente con el mandato constitucional, el objetivo fundamental de este nuevo esquema de política consistía en "el cumplimiento de una meta de inflación que contribuya a mantener un crecimiento del producto alrededor de su capacidad potencial"[3]. Dicha capacidad potencial se entendía como aquel crecimiento del PIB que la economía puede obtener si utiliza plenamente sus recursos productivos. Para cumplir este objetivo la política monetaria debe cumplir necesariamente un papel contracíclico en la economía. Ello porque cuando la actividad económica está por debajo de su potencial y existen recursos ociosos, la autoridad monetaria puede reducir la tasa de interés ante la ausencia de presiones inflacionarias para estimular por esa vía la economía y, de manera inversa, cuando el producto supera su capacidad potencial. Este principio de política, que está inmerso en los modelos para guiar la postura de política monetaria, hace que, en el mediano plazo, sean totalmente compatibles los objetivos del cumplimiento de la meta de inflación y de un nivel de actividad económica compatible con su capacidad productiva.

Para alcanzar este propósito, en el esquema de inflación objetivo se utiliza la tasa de interés del mercado monetario (a la cual el banco central suministra liquidez primaria a los bancos comerciales), como el instrumento primordial de política. Con ello se sustituyó la cantidad de dinero como meta intermedia de política monetaria, que el Banco de la República, al igual que varios otros bancos centrales, utilizaron por mucho tiempo.

En el caso colombiano, el objetivo del nuevo esquema de política monetaria implicaba, en términos prácticos, que la recuperación de la economía, luego de la contracción ocurrida en 1999, debía lograrse al tiempo que se cumplían las metas decrecientes de inflación establecidas por la JDBR. De manera notable este propósito se cumplió. En la primera mitad de la década del 2000 la actividad económica logró una recuperación importante, hasta alcanzar un crecimiento del 6,8% en 2006. Entretanto, la inflación fue descendiendo gradualmente, en línea con las metas de inflación. Fue así como la tasa de inflación se redujo desde el 9,2% en 1999 al 4,5% en 2006, cumpliendo con la meta de inflación establecida para ese año, mientras que el PIB alcanzó su nivel potencial. Después de lograrse este equilibrio en 2006, la inflación repuntó al 5,7% en 2007, por encima de la meta del 4% fijada para ese año, debido a que el crecimiento del PIB del 7,5% superó su capacidad potencial[4].

Luego de comprobarse la eficacia del esquema de inflación objetivo en sus primeros años de operación, este régimen de política continuó consolidándose a medida que la JDBR y el equipo técnico ganaron experiencia en su manejo y se incorporaron modelos económicos de última tecnología para diagnosticar el estado presente y futuro de la economía, y evaluar la persistencia de los desvíos de la inflación y sus expectativas con respecto a la meta de inflación. A partir de 2010 la JDBR estableció la meta de inflación anual de largo plazo del 3%, que continúa vigente en la actualidad.

2 Es por ello que una menor inflación se ha reflejado en la reducción de la desigualdad del ingreso medida a través del coeficiente de Gini al pasar de 58,7 en 1998 a 51,3 en el año previo a la pandemia.

3 Véase Gómez Javier, Uribe José Darío, Vargas Hernando (2002). "The Implementation of Inflation Targeting in Colombia". Borrador de Economía, núm. 202, marzo, disponible en: https://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/5220

4 Véase López-Enciso Enrique A.; Vargas-Herrera Hernando y Rodríguez-Niño Norberto (2016). "La estrategia de inflación objetivo en Colombia. Una visión histórica", Borrador de Economía, núm. 952. https://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/6263

La menor inflación ha contribuido a crear un entorno macroeconómico más estable, que ha favorecido el crecimiento económico sostenido, la estabilidad financiera, el desarrollo del mercado de capitales y el funcionamiento de los sistemas de pagos. Gracias a ello se lograron reducciones en la prima por riesgo inflacionario y menores tasas de interés de los TES y de crédito. A su vez, la duración de la deuda interna pública aumentó de forma importante pasando de 2,27 años en diciembre de 2002 a 5,86 años en diciembre de 2022 y la profundización financiera, medida como el nivel de la cartera como porcentaje del PIB, pasó de cerca del 20% a mediados de la década de los noventa a valores superiores al 45% en años recientes, en un contexto saludable de los establecimientos de crédito.

Los logros tangibles alcanzados por el Banco de la República en el manejo de la inflación al haber contado con la autonomía que le otorgó la Constitución para cumplir con el mandato de preservar el poder adquisitivo de la moneda, junto con los importantes beneficios que se derivaron del proceso de llevar la inflación a su meta de largo plazo, hacen que el reto que actualmente enfrenta la JDBR de retornar la inflación a la meta del 3% sea aún más exigente y apremiante. Como es bien conocido, a partir de 2021, y especialmente en 2022, la inflación en Colombia volvió a convertirse en un serio problema económico, con elevados costos de bienestar. El fenómeno inflacionario no ha sido exclusivo de Colombia y es así como muchos otros países desarrollados y emergentes han visto alejarse sus tasas de inflación de las metas propuestas por sus bancos centrales[5]. Las razones de este fenómeno se han analizado en los recientes *Informes al Congreso*, y en esta nueva entrega se profundiza al respecto con información actualizada.

La sólida base institucional y técnica que soporta el esquema de inflación objetivo bajo el cual opera la estrategia de política monetaria le da a la JDBR los elementos necesarios para enfrentar con confianza este difícil reto. Al respecto, en su comunicado del 25 de noviembre la JDBR reiteró su compromiso con la meta de inflación del 3,0%, la cual prevé alcanzar hacia finales de 2024[6]. La política monetaria continuará enfocada en cumplir este objetivo, al tiempo que velará por la sostenibilidad de la actividad económica, tal y como lo ordena la Constitución. Las encuestas a analistas llevadas a cabo en marzo mostraron un incremento importante (del 32,3% en enero al 48,5% en marzo) en el porcentaje de respuestas que sitúan las expectativas de inflación a dos años o más en un rango entre el 3% y 4%. Este es un indicativo claro de recuperación de credibilidad en la meta de inflación a mediano plazo, lo cual guarda coherencia con el anuncio de la JDBR de noviembre pasado. La moderación de la tendencia alcista de la inflación que se observó en enero, y especialmente en febrero, contribuirá a reforzar esta revisión de expectativas de inflación, y ayudará a cumplir los objetivos propuestos.

Luego de registrarse una inflación del 5,6% a finales de 2021, la inflación mantuvo una tendencia alcista a lo largo de 2022 debido a las presiones inflacionarias tanto de origen externo, asociadas con las secuelas de la pandemia y las consecuencias del conflicto bélico en Ucrania, como de origen interno, resultantes de: el fortalecimiento de la demanda local; los procesos de indexación de precios estimulados por el aumento de las expectativas de inflación; las afectaciones a la producción de alimentos provocadas por el paro de mediados de 2021, y el traspaso de la depreciación a los precios. Los aumentos del salario mínimo del 10% en 2021 y del 16% en 2022, que en ambos casos superaron la inflación observada y el incremento de la productividad, acentuaron los procesos de indexación al haber establecido un elevado referente de ajuste nominal. De esta forma, la inflación total aumentó al 13,1% a finales 2022. La variación anual de alimentos, que subió del 17,2% al 27,8% entre esos dos años, fue el factor que más influyó en la aceleración del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Otro rubro que contribuyó de manera importante a las alzas de precios fue el de regulados, cuya variación anual aumentó del 7,1% en diciembre de 2021 al 11,8% a finales de 2022. Por su parte, la medida de inflación básica sin alimentos ni regulados subió del 2,5% al 9,5% entre finales de 2021 y finales de 2022. El aumento sustancial de la inflación básica muestra que la presión inflacionaria se extendió a la mayoría de los rubros de la canasta familiar, lo cual es característico de procesos inflacionarios con una indexación de precios generalizada, como ocurre en Colombia.

La política monetaria empezó a reaccionar tempranamente a estas presiones inflacionarias. Fue así como a partir de su sesión de septiembre de 2021 la JDBR inició un cambio progresivo de la postura de la política monetaria a partir del mínimo histórico del 1,75% de la tasa de interés de política al cual se había llegado para estimular la recuperación de la economía. Este proceso de ajuste prosiguió sin interrupción a lo largo de 2022 y hasta inicios de 2023, cuando la tasa de política monetaria alcanzó el 12,75% en enero pasado, con lo cual acumuló un incremento de 11 puntos porcentuales (pp). El público y los mercados se han mostrado sorprendidos de que la inflación continuara aumentando, a pesar de los significativos incrementos de la tasa de interés. Pero como lo ha explicado la JDBR en sus diversas comunicaciones, la política monetaria actúa con rezago. Así como en 2022 la actividad económica se recuperó hasta alcanzar un nivel superior al de prepandemia, impulsada, entre otros factores, por el estímulo monetario otorgado durante el período de pandemia y de los meses subsiguientes, así también los efectos de la actual política monetaria restrictiva se irán dando paulatinamente, lo que permite esperar que hacia finales de 2024 la tasa de inflación converja hacia el 3%, como es el propósito de la JDBR.

Los resultados de la inflación en enero y febrero de este año mostraron incrementos marginales decrecientes (13 pb y 3 pb respectivamente), en comparación con la variación observada en diciembre (59 pb). Esto sugiere que se aproxima un punto de inflexión en la tendencia de la inflación. En otros países de América Latina, como Chile, Brasil, Perú y México, la inflación llegó a su techo y ha empezado a descender lentamente, aunque con algunos altibajos. Es previsible que en Colombia ocurra un proceso similar durante los próximos meses. El descenso previsto de la inflación en 2023 obedecerá, entre otros factores, a las menores presiones de costos externos por cuenta de la progresiva normalización de las cadenas de suministro, a la superación de los choques de oferta por razones de clima y por los bloqueos viales de años anteriores, lo que se reflejará en menores ajustes en los precios de los alimentos, como ya se observó en los primeros dos meses del año y, por supuesto, al efecto rezagado de la política monetaria. El proceso de convergencia de la inflación a la meta será gradual y se extenderá más allá de 2023. Dicho proceso se facilitará si se revierten las presiones a la devaluación, para lo cual resulta esencial que se continúe consolidando la sostenibilidad fiscal y se eviten mensajes en diferentes frentes de la política pública que generan incertidumbre y desconfianza.

5 Según el FMI, la variación porcentual de los precios al consumidor entre 2021 y 2022 pasó del 3,1% al 7,3% para las economías avanzadas, y del 5,9% al 9,9% para las economías de mercados emergentes y en vías de desarrollo.

6 https://www.banrep.gov.co/es/noticias/junta-directiva-banco-republica-reitera-meta-inflacion-3

01/ Resumen ejecutivo

Entorno macroeconómico internacional

La economía mundial creció un 3,4% en 2022 según estimaciones del FMI, un ritmo inferior al registrado en 2021 (6,2%) y por debajo del pronóstico que esa entidad realizó a comienzos de 2022 (4,4%). La desaceleración de la actividad económica global obedeció a las consecuencias de la invasión de Rusia a Ucrania, el resurgimiento del Covid-19 en China y la política monetaria restrictiva de la mayoría de los bancos centrales del mundo para contener las presiones inflacionarias. El conflicto en Ucrania generó restricciones importantes en la oferta de materias primas, principalmente de gas natural y petróleo, y de fertilizantes para el sector agrícola. El rebrote del covid-19 en China implicó nuevos confinamientos en ciudades y puertos importantes de ese país bajo la política de cero tolerancia a la enfermedad. Ello prolongó las disrupciones en las cadenas globales de suministro. Como resultado de todo lo anterior, se recrudecieron las presiones inflacionarias a nivel mundial, especialmente sobre los alimentos y la energía. Según estimaciones del Banco Mundial, el índice promedio de los precios internacionales en dólares de los alimentos en 2022 creció anualmente en un 18%, mientras que el de los fertilizantes aumentó en un 63%. Por su parte, la cotización internacional del petróleo para la referencia Brent se incrementó cerca del 40%, hasta un promedio de USD 100 por barril (bl) hacia mediados de 2022. Posteriormente, disminuyó hacia un promedio de USD 81 bl en diciembre. Estos aumentos agudizaron las alzas registradas en 2021, lo que llevó a niveles de precios muy superiores a los observados antes de la pandemia. Para aquellos países cuyas monedas se depreciaron frente al dólar la presión inflacionaria resultó ser aún mayor.

Los incrementos de las tasas de interés de política monetaria por parte de los bancos centrales de numerosos países afectaron el crecimiento global, endurecieron las condiciones financieras internacionales y fortalecieron el dólar. En particular, la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) inició el ciclo de ajuste de su política monetaria en marzo de 2022 desde un rango del 0,00-0,25%, con aumentos sucesivos de su tasa de interés que la ubican en un rango entre el 4,75% y 5,00% en marzo de 2023. Por su parte, el Banco Central Europeo ha incrementado su tasa de refinanciamiento desde el 0% en junio de 2022 al 3,75% en marzo de 2023, mientras que el Banco de Inglaterra aumentó su tasa de referencia desde un 0,1% en noviembre de 2021 hasta un 4,25% en marzo de 2023. En medio de este proceso el dólar se apreció un 12,43% en promedio entre 2021 y 2022 para la canasta de monedas de países avanzados. Para países emergentes, según el índice de monedas de mercados emergentes de *J.P. Morgan*, el dólar se apreció un 9,07% en el promedio de 2022.

Los organismos internacionales y analistas del mercado proyectan una desaceleración adicional de la economía y del comercio mundial en 2023. Sin embargo, los riesgos de recesión se han moderado gracias a la eliminación de las restricciones a la movilidad en China, a la resiliencia de las principales economías europeas y a la tendencia a la moderación de la inflación mundial, aunque esta se mantendría por encima de lo observado antes de la pandemia. A la moderación de la inflación contribuiría la desaceleración de la actividad económica, el endurecimiento de la política monetaria, los menores precios de las materias primas y la reducción en las disrupciones de las cadenas globales de suministro. A pesar de ello, la incertidumbre internacional continúa siendo elevada debido a los riesgos asociados con la evolución de la guerra en Ucrania y otras tensiones geopolíticas, la evolución de la pandemia del covid-19 en China y la volatilidad en el comportamiento de los mercados financieros internacionales, entre otros factores.

Actividad económica

El crecimiento de la economía colombiana del 7,5% en 2022 fue considerablemente más alto que el de sus pares de América Latina y superó en más del doble el promedio del crecimiento mundial. Una expansión tan vigorosa sobre un nivel del PIB que ya había superado su nivel de prepandemia, al crecer el 11,0% en 2021, fue un resultado notable. Más aún, si se tiene en cuenta que el entorno externo en 2022 no fue el más favorable para el país. Varios factores contribuyeron a dinamizar la economía, entre ellos la política fiscal expansiva, el efecto rezagado del estímulo monetario, una mejora de los términos de intercambio, e importantes incrementos de las remesas de trabajadores y de la inversión extranjera directa. La mayor contribución al fortalecimiento de la demanda interna provino del consumo de los hogares, la cual creció un 9,5% en 2022, manteniendo el elevado dinamismo que traía desde 2021. El buen desempeño del consumo fue resultado, entre otros factores, de las transferencias del Gobierno a los hogares, las cuales mejoraron el ingreso real disponible de las familias. A ello se agregaron las mayores remesas de trabajadores desde el exterior; el mejoramiento de los niveles de empleo y de formalidad, y el dinamismo del crédito de consumo, cuyo crecimiento alcanzó un pico del 23% anual hacia finales del tercer trimestre. La formación bruta de capital, que creció un 19,5% en 2022, también contribuyó al fortalecimiento de la demanda interna. En este grupo se destacaron los crecimientos de la inversión en maquinaria y equipo (25,5%), en particular equipo de transporte, así como en vivienda (4,5%), principalmente jalonada por el segmento VIS.

Desde el punto de vista de la oferta, a excepción del sector agropecuario, todas las ramas de actividad registraron crecimientos positivos en 2022. Se destacan, entre ellas, los elevados crecimientos de los sectores de actividades artísticas y entretenimiento (37,9%); información y comunicaciones (14,2%), y comercio y transporte (10,7%). La industria manufacturera también obtuvo un resultado sobresaliente, al crecer 9,8% en el año anterior, continuando así con la recuperación iniciada en 2021. En el extremo opuesto se ubica el sector agropecuario, que se contrajo un 1,9% debido, entre otros factores, a los efectos negativos de la ola invernal que habrían afectado al café y otros cultivos, además de la minería, con un crecimiento de apenas el 0,6%, dada una extracción de carbón y petróleo que se mantienen en niveles muy inferiores a los de prepandemia.

Para 2023 se espera una desaceleración importante del crecimiento económico, debido, en parte, a la elevada base de comparación estadística por el alto nivel del PIB real que se alcanzó en 2022. Otros factores contribuirán a la desaceleración. Entre los de origen interno caben mencionar los efectos de los incrementos de las tasas de interés sobre la demanda de crédito; el debilitamiento de la confianza de los consumidores, y el menor crecimiento del consumo público que se contempla en el *Plan financiero* del Gobierno. En el frente externo, la desaceleración económica esperada de los socios comerciales hace prever un bajo crecimiento de las exportaciones. De otra parte, existen factores positivos que podrían suavizar la desaceleración prevista de la economía colombiana en 2023. Entre ellos un buen dinamismo de las exportaciones no tradicionales, el buen desempeño del turismo, la recuperación productiva del sector agropecuario, la implementación de la estrategia de inclusión crediticia, entre otras que desarrolla el Gobierno Nacional.

Empleo

La población ocupada a nivel nacional se mantuvo estable en alrededor de 22,2 millones de empleos en los últimos meses de 2022. Este nivel supera el que se observaba en los dos años previos a la pandemia, cuando fluctuaba alrededor de los 21,3 millones de empleos. Dicha estabilidad proviene de dos tendencias opuestas del empleo para los agregados urbano y rural, donde las ganancias de empleo en el área urbana se han visto compensadas por contracciones en el área rural. En efecto, entre junio y diciembre de 2022, el empleo urbano creció un 0,8%, mientras que en el área rural se redujo un 1,5%. Este comportamiento dispar se refleja en la tasa de ocupación que se mantuvo estable en el nivel nacional y llegó al 57,3% al cierre de 2022, como resultado de la tendencia ascendente en el área urbana, contrarrestada por contracciones en el área rural. La pérdida de dinamismo del empleo rural refleja el mal desempeño del sector agropecuario, el cual se contrajo un 1,9% en 2022. En línea con este comportamiento, la tasa de desempleo nacional durante el segundo semestre del año pasado se mantuvo en niveles relativamente estables de alrededor del 11%, y se acercó a su nivel prepandemia.

El empleo asalariado y formal creció un 11,7% en 2022, mostrando una dinámica bastante superior al del segmento no asalariado, que creció un 0,8%. Esta tendencia se confirma con otras fuentes de información, como los registros de cotizantes a pensión de la Planilla Integrada de Liquidación de Aportes a Seguridad Social (PILA) y de afiliados a cajas de compensación familiar. Como resultado, la tasa de informalidad mostró reducciones importantes durante 2022, al cerrar el año en el 57,7% en el agregado nacional y en el 44,2% en las veintitrés principales ciudades. Por género, el mejor desempeño de la demanda laboral para las mujeres implicó que la brecha de desempleo entre mujeres y hombres se redujera de 5,9 puntos porcentuales (pp) a finales de 2021 a 4,6 pp en diciembre de 2022, al tiempo que la participación de las mujeres en el mercado laboral aumentó del 49,8% al 51,9% en ese mismo período. Finalmente, indicadores de demanda laboral como las vacantes se mantuvieron en niveles altos durante 2022, pero hacia el último trimestre del año mostraron una rápida desaceleración.

Inflación y política monetaria

La inflación en Colombia, al igual que en otros países, continuó aumentando durante 2022 como resultado de una combinación de choques de oferta y demanda que la ubicó lejos de la meta propuesta por la autoridad monetaria. De esta forma, al cierre del año la inflación anual al consumidor se situó en el 13,1%, más del doble del nivel registrado doce meses atrás (5,6%). Buena parte de las presiones inflacionarias tuvieron origen externo debido a los aumentos de los precios internacionales de las materias primas y los bienes finales, como consecuencia de los problemas logísticos y de los cuellos de botella generados por la pandemia, los cuales se agudizaron por la guerra en Ucrania, la cual añadió presiones alcistas sobre los precios de los fertilizantes y los combustibles. Estos aumentos afectaron principalmente a los precios de los alimentos, cuya variación anual ascendió al 27,8% a finales de 2022, al igual que los precios de los regulados, que incluyen energía y combustibles, cuyo ajuste anual llegó al 11,8% en diciembre. La presión inflacionaria de origen externo se trasladó también a otros rubros de la canasta del consumidor, como lo muestra la medida de inflación básica sin alimentos ni regulados, la cual aumentó del 2,5% en 2021 al 9,5% en 2022. A nivel interno, un clima adverso y los bloqueos viales de 2021 (cuyos efectos fueron duraderos), repercutieron también en los precios de los alimentos. Las presiones externas coincidieron con un fortalecimiento importante de la demanda interna, como respuesta a los estímulos monetarios y a la expansión fiscal del período de pandemia y el subsiguiente. La depreciación del peso durante 2021 y en especial durante la segunda mitad de 2022, acentuó el traspaso de las presiones externas a los precios internos. Los incrementos de la inflación indujeron revisiones al alza de las expectativas de inflación a todos los plazos de los agentes económicos, que incentivaron procesos de indexación de precios e introdujeron elementos de inercia inflacionaria, que tornaron más costosa y difícil la lucha contra la inflación. En enero y febrero el ritmo de aumento de la inflación comenzó a moderarse, lo cual podría ser el preludio de la disminución de la inflación que se pronostica para 2023.

La JDBR inició el proceso de ajuste de la política monetaria a partir de su sesión de septiembre de 2021, guiada por su objetivo de mantener la inflación alrededor de la meta y el crecimiento de la economía en torno a su potencial. Las señales de recuperación que mostraba la economía en aquel entonces indicaban que el estímulo monetario otorgado durante el período de pandemia ya había logrado su propósito de reactivar la actividad económica, y que un retiro gradual del mismo era aconsejable, ante las presiones inflacionarias que empezaban a observarse. De esta forma, la JDBR aumentó la tasa de política desde el nivel mínimo del 1,75% que tenía en septiembre, al 3,0% al finalizar 2021. La aceleración del ritmo de inflación que se observó hacia fines de 2021, y de forma más pronunciada en los primeros meses de 2022, junto con la revisión al alza de las expectativas de inflación que ello inducía, requirió que la JDBR optara por un apretamiento más rápido de la política monetaria, acudiendo a incrementos de 100 pb de la tasa de política en sus primeras tres sesiones decisorias de 2022, de 150 pb en sus siguientes dos sesiones, y de 100 pb en las últimas tres sesiones del año. Fue así como la tasa de interés de política pasó del 3,0% a finales de 2021 al 12,0% a finales de 2022. Esto significó un incremento de 9,0 pp de la tasa de interés de política, mientras que el aumento de la inflación en 2022 fue de 7,5 pp. Esta diferencia refleja la necesidad de que los incrementos de la tasa de interés de política superen los aumentos de las expectativas de inflación a fin de lograr un aumento de la tasa de interés real que contribuya a moderar la demanda final[7].

El aumento de la tasa de interés de política monetaria (nominal y real) ha empezado a reflejarse en una disminución del ritmo de crecimiento de la demanda interna. Esta última creció un 4,6% anual en el cuarto trimestre de 2022, comparado con incrementos anuales superiores al 10,0% en los tres trimestres precedentes. La menor dinámica de la demanda interna en los últimos meses del año se explica, en buena parte, por una menor expansión del consumo de los hogares. A su vez, el crecimiento del crédito de consumo, que llegó a expandirse a tasas cercanas al 23% anual en el tercer trimestre de 2022, redujo su tasa de crecimiento a niveles inferiores al 17,0% a comienzos de este año. Esto tampoco es una casualidad. El crédito actúa como un canal de transmisión de la política monetaria, y la moderación de su ritmo de crecimiento, en el caso de la cartera de consumo, era necesaria para reducir el crecimiento la demanda interna y posibilitar así un alivio de las presiones inflacionarias junto con una corrección del desequilibrio externo en 2023.

Balanza de pagos

El déficit de la cuenta corriente como proporción del PIB aumentó del 5,7% en 2021 al 6,2% en 2022, equivalente en términos absolutos a un incremento de USD 3.465 millones (m). La ampliación de este desbalance provino del mayor saldo negativo de la renta de los factores, cuyo déficit se incrementó en USD 8.486 m debido, principalmente, a las mayores utilidades de las firmas con inversión extranjera directa (IED) en el país, las cuales aumentaron en USD 7.992 m. Se destacan las ganancias obtenidas por las firmas que operan en las actividades de minas y canteras, y en la explotación petrolera. También aumentaron las utilidades de las actividades de establecimientos financieros y servicios empresariales, industrias manufactureras y comercio. Los pagos de intereses de préstamos externos contribuyeron en menor medida al déficit de la renta de los factores, al aumentar en USD 1.252 m durante el año anterior.

Los otros componentes de la cuenta corriente compensaron parcialmente el saldo negativo de la renta de los factores. Por ejemplo, el déficit de la balanza comercial de bienes se redujo en un monto de USD 2.166 m al cierre de 2022, lo que disminuyó en 15,5% el déficit comercial existente en 2021. Los altos precios de las materias

7 En la literatura económica este procedimiento se conoce como el Principio de Taylor, que de forma más precisa requiere que la tasa de interés nominal de política monetaria se ajuste con los incrementos de las expectativas de inflación más un porcentaje positivo de la diferencia entre la inflación observada y la meta de inflación.

primas y el consiguiente crecimiento significativo del valor de las exportaciones, principalmente de carbón y petróleo, favorecieron este resultado. Las importaciones también aumentaron de forma considerable, al verse impulsadas por el dinamismo de la demanda interna. Entre ellas sobresalieron las compras externas de insumos y de bienes de capital para la industria, combustibles y lubricantes; equipo de transporte, y bienes de consumo. No obstante, durante el último trimestre de 2022 se registraron caídas importantes de las importaciones, lo que favoreció una reducción del déficit corriente el cual pasó del 7,0% al 6,1% del PIB entre el tercer y el cuarto trimestre del año pasado.

La balanza de servicios también registró una mejora importante en 2022 al reducir su saldo deficitario en un 21,3%, frente al de un año atrás. El incremento de las exportaciones de servicios se originó, principalmente, en el rubro de viajes, ante la mayor llegada de viajeros internacionales y por mayores ventas de servicios modernos, tales como *contact centers*, informática, consultoría y gestión empresarial. Finalmente, las transferencias corrientes en 2022 aumentaron en cerca de USD 1.600 m. Entre estas se destacan los ingresos por remesas de trabajadores, las cuales ascendieron a USD 9.429 m, equivalentes al 2,7% del PIB anual y al 10,1% de los ingresos corrientes de la balanza de pagos.

La financiación del déficit de la cuenta corriente en 2022 provino, principalmente, de los recursos recibidos de IED por un monto de USD 17.048 m (4,9% del PIB anual), que fueron superiores en USD 7.666 m (81,7%) a lo recibido un año atrás. Estas inversiones se dirigieron a la mayoría de las actividades económicas, especialmente hacia el sector de servicios financieros y empresariales, donde una parte importante de los recursos se destinó a la adquisición de acciones de firmas residentes dedicadas a la elaboración de alimentos y bebidas, y a la fabricación de minerales no metálicos. También llegaron inversiones para las firmas que operan en las actividades de explotación de petróleo y minas, transportes y comunicaciones. La financiación del desbalance externo se complementó con los ingresos netos provenientes de créditos externos principalmente para el sector privado y con recursos de inversión extranjera de cartera.

El equipo técnico proyecta para 2023 una reducción del déficit en la cuenta corriente al 3,9% del PIB, conforme a la moderación prevista para la demanda interna y a las perspectivas de ajuste fiscal del país. La corrección del desbalance externo resultaría de unas menores importaciones, como ya lo sugiere su tendencia decreciente durante el último trimestre de 2022, la cual continuó en enero al registrarse una reducción del 5,7% de su valor *free on board* (FOB) frente al observado un año atrás[8]. La reducción esperada de las importaciones está asociada con la desaceleración de la actividad económica colombiana, las caídas en los costos de los productos importados y de transporte internacional de mercancías, a medida que se normaliza el funcionamiento de las cadenas globales de suministro. Lo anterior, junto con las buenas perspectivas para las exportaciones de servicios asociadas al turismo internacional, determinarían la reducción del déficit comercial del país. Por otra parte, la reducción en el valor de las exportaciones de carbón y de petróleo debido a los menores precios esperados de estos bienes se reflejarían en una menor remisión de utilidades de las empresas con inversión extranjera en estos sectores.

Finanzas públicas

Para el Banco de la República es importante hacer un seguimiento detallado de las finanzas públicas, porque ello facilita la coordinación entre la política monetaria y la política fiscal. Igualmente, comprender el estado de las finanzas públicas es un requisito fundamental para una completa evaluación de la situación macroeconómica del país y de los riesgos que afectan a la economía.

El choque económico causado por la pandemia del covid-19 llevó a un importante desequilibrio de las finanzas del Gobierno Nacional Central (GNC). Entre 2019 y 2020 el déficit total del GNC aumentó del 2,5% al 7,8% del PIB, y la deuda neta pasó del 48,4% al 60,6% del PIB. La amplia magnitud del desajuste fiscal obedeció a la caída del recaudo tributario, sumada a la fuerte expansión del gasto requerido para enfrentar la emergencia sanitaria y mitigar su impacto social. La recuperación de la actividad económica, que se inició en 2021 y se consolidó en 2022, creó condiciones propicias para reducir este desequilibrio. Fue así como el déficit total del GNC disminuyó al 7,1% del PIB en 2021 y al 5,5% del PIB en 2022[9]. La deuda neta del GNC permaneció casi inalterada en 2021 (60,8% del PIB), pero descendió dos puntos porcentuales en 2022 al 58,8% del PIB. Los avances en la corrección del desequilibrio fiscal han sido posibles gracias, en buena medida, al mayor recaudo tributario resultante de la recuperación de la actividad económica. Sin embargo, el margen de maniobra para ajustar el gasto ha sido limitado debido a la persistencia de las presiones de gasto derivadas de la pandemia (vacunación y subsidios, entre otros) y a la ya conocida inflexibilidad del presupuesto. A pesar de ello, entre 2021 y 2022 el gasto primario del GNC como proporción del PIB se redujo del 20,0% al 17,7%, mientras que el gasto total disminuyó del 23,4% al 22,1% del PIB.

El *Plan Financiero* del Gobierno para 2023 prevé una mejora sustancial de las finanzas públicas. El déficit total del GNC se reduciría del 5,5% al 3,8% del PIB entre 2022 y 2023, mientras que la deuda neta caería del 58,8% al 57,5% en ese mismo período. Este escenario fiscal arroja un superávit primario del 0,6% del PIB que contrasta con el déficit primario del -1,1% del PIB registrado en 2022, y es consistente con el cumplimiento de la regla fiscal. El avance en el ajuste fiscal previsto para 2023 refleja el mayor recaudo procedente en parte de las reformas tributarias aprobadas recientemente, y el incremento de los excedentes financieros provenientes de Ecopetrol.

Consciente de las restricciones a corto plazo que enfrenta el Gobierno Nacional, la JDBR considera oportuno subrayar la importancia de mantener la senda de ajuste de las finanzas públicas. Desde el punto de vista de la autoridad monetaria, un ajuste equilibrado de las finanzas públicas ampliaría el margen para llevar a cabo una política monetaria contracíclica, y lograr una mayor coordinación con la política fiscal.

Reservas internacionales

Al 31 de diciembre de 2022 las reservas internacionales netas totalizaron USD 57.269,2 m, lo que significa una disminución de USD 1.310 m durante 2022. El principal factor que explica esta disminución es la rentabilidad negativa de las reservas como resultado de la desvalorización de las inversiones ante aumentos de las tasas de interés de corto y mediano plazos. La desvalorización de otras monedas de reserva frente al dólar de los Estados Unidos también contribuyó a la disminución en el nivel de las reservas. El rendimiento de las reservas internacionales durante 2022, excluyendo el componente cambiario, fue del –1,06% (-USD 613,5 m). Este rendimiento se explica, principalmente, por la reducción en los precios de las inversiones ante el aumento acelerado de las tasas de interés de los mercados en los que se invierten las reservas internacionales. Este efecto de valoración se presenta 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. El impacto de la reducción en el precio de las inversiones por el aumento de las tasas de interés se compensa con el paso del tiempo con los mayores intereses que reciben las inversiones. El impacto del efecto cambiario en la valoración de las reservas fue el segundo factor que pesó en la disminución en el nivel de las reservas internacionales[10].

A pesar de la reducción en el nivel de las reservas internacionales, los diferentes indicadores para evaluarlas señalan niveles adecuados para el país. El FMI propone la metodología *Assesing Reserve Adequacy* (ARA), la cual juzga como nivel adecuado aquel volumen de reservas que logre cubrir los principales riesgos de la balanza de pagos, tales como una pérdida de acceso al financiamiento externo, una pérdida de confianza en la moneda local, una reversión de los flujos de capital, y un posible colapso de la demanda externa. 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 2022, la razón de reservas a nivel adecuado del FMI calculado para Colombia se ubicaba en 1,32. 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 febrero de 2023 todos estos indicadores sugieren que el nivel de reservas se encuentra en niveles adecuados.

Utilidades del Banco de la República

Las utilidades del Banco de la República en 2022 ascendieron a COP 1.506 miles de millones (mm), como resultado de ingresos por COP 4.448 mm y egresos por COP 2.942 mm. Estas utilidades fueron superiores en COP 875 mm a las obtenidas en 2021.

El comportamiento positivo de los ingresos, que superó en COP 2.057 mm a los registrados en 2021, obedeció principalmente a los mayores rendimientos del portafolio de los TES en poder del Banco y a los mayores intereses por operaciones repo de expansión. A estos se añadieron los ingresos por el valor facial de la moneda emitida y los corporativos. Cabe anotar que el rendimiento de las reservas internacionales de 2022 no es comparable con el registrado en 2021, debido al cambio en el tratamiento contable de las reservas internacionales, según el Decreto 2443 del 12 de diciembre de 2022. En particular, el rendimiento total de las reservas internacionales fue de -COP 1.967 mm, de los cuales -COP 332 mm se registraron en el estado de resultados y -COP 1.635 mm, correspondientes a los rendimientos no realizados del portafolio bajo el mandato de administración pasiva (portafolio pasivo) de las reservas internacionales, se registraron en la cuenta ORI en el patrimonio del Banco[11].

El monto de egresos fue mayor al registrado en 2021 en COP 1.182 mm, como resultado, principalmente, del incremento de los intereses sobre los depósitos del Gobierno en el Banco debido a la mayor tasa de interés de remuneración, lo cual se compensó parcialmente por el menor volumen promedio de su saldo. Los demás egresos corporativos comprenden los gastos de personal; un plan de retiro por transformación de seis sucursales en agencias culturales, y otros gastos generales.

Para 2023 se proyecta una utilidad de COP 11.004 mm, sustancialmente mayor a la obtenida en 2022. Esta proyección excepcionalmente alta de las utilidades sería resultado de un aumento significativo de los ingresos monetarios, en un entorno internacional de altas tasas de interés.

8 En términos anuales, en enero pasado el índice de cantidades se redujo un 7,3% y el de precios aumentó un1,6%.

9 Para el Gobierno General la corrección del déficit entre 2021 y 2022 fue un poco menor, al pasar del 7,1% al 6,4% del PIB. El Gobierno General está compuesto por el GNC, las administraciones regionales y locales, el sistema de seguridad social y el resto del nivel central.

10 La variación por el efecto cambiario en la valoración de las reservas fue de -USD 585,7 m.

11 Véase el sombreado 3 "Cambio en el tratamiento contable de las reservas internacionales", en este *Informe al Congreso*.

Recuadro 1
100 años del Banco de la República

El Banco está celebrando 100 años de su fundación, trayectoria que lo ha consolidado como la institución estatal independiente que genera mayor confianza entre los colombianos[1] por su transparencia, capacidad de gestión y el cumplimiento efectivo de las funciones de banca central y culturales encomendadas en la Constitución y la ley.

El mandato del Banco de la República se consolidó en la Asamblea Nacional Constituyente de 1991, cuya integración representó al pueblo colombiano. Los ciudadanos tuvieron la oportunidad de elegir aquellos que ocuparían las setenta curules que tendrían como tarea redactar una nueva constitución para Colombia. Los miembros del Partido Liberal, seguidos por los de la Alianza Democrática M-19 (partido político surgido de las negociaciones de paz y desmovilización de la guerrilla del M-19) y los representantes del Movimiento de Salvación Nacional obtuvieron las mayores votaciones. También ocuparon escaños algunos representantes del Partido Conservador, la Unión Cristiana, la Unión Patriótica y movimientos indígenas. Los dirigentes de los tres movimientos políticos más votados[2] fueron elegidos presidentes de la Asamblea. Esta presidencia tripartita pretendió reflejar la pluralidad y la necesidad de consenso entre las diferentes fuerzas políticas para sacar adelante la reforma (tomado de: González Jácome, 2022: 100-101).

La estabilidad monetaria fue la razón de incluir en la Asamblea Nacional Constituyente de 1991 el tema de banca central y dotar al Banco de la República de la autonomía necesaria para utilizar los instrumentos a su cargo sin injerencia de otras autoridades. El constituyente entendió que velar por la estabilidad de precios es un deber del Estado y que la entidad responsable de este cometido debe estar consagrada en la Constitución y contar con la capacidad técnica e independencia institucional necesaria para adoptar con libertad las decisiones que considere pertinentes para alcanzar este objetivo fundamental, en coordinación con la política económica general. El Banco de la República sería el órgano constitucional autónomo encargado de preservar el valor adquisitivo de la moneda, disposición que coincidía con el esquema de banca central adoptado por países exitosos en el control de la inflación.

Indica la Corte Constitucional en su sentencia 481 de 1999 que "el deber de mantener la capacidad adquisitiva de la moneda no solo se predica de la autoridad monetaria, crediticia y cambiaria, esto es de la junta del Banco de la República, sino también de quienes tienen responsabilidades en la formulación y ejecución de la política económica general del país" y que "la finalidad constitucional básica del Banco de la República es la protección de la moneda sana, pero esa autoridad debe tomar en consideración en sus decisiones los otros objetivos económicos de la intervención del Estado, como el pleno empleo, pues sus funciones deben coordinarse con la política económica general". Todo esto significa que la responsabilidad que recae sobre el Gobierno y el Banco de la República en el manejo de la inflación y sus efectos sobre el crecimiento y el empleo es mutua, en el sentido de que ni el Gobierno debe ignorar la inflación, ni el Banco debe desconocer el impacto de sus decisiones sobre la actividad económica real.

1. Perspectiva histórica

El Banco de la República fue creado en 1923, mediante la Ley 25, como banco central de Colombia dentro de los parámetros definidos por la Misión Kemmerer. Esta misión estaba conformada por un grupo de expertos financieros estadounidenses contratados por el presidente Pedro Nel Ospina para asesorar al Gobierno en la modernización de las finanzas públicas y del sistema financiero. El desorden monetario que vivió el país a principios del siglo

1 En noviembre de 2022, el Panel de Opinión de la firma Cifras y Conceptos, que consulta líderes de opinión de Bogotá y diferentes zonas urbanas del país, reveló que el Banco de la República fue reconocida como la institución que más confianza genera en la nación. Esta distinción ha sido obtenida por el Banco por trece años consecutivos.

2 Horacio Serpa (Partido Liberal), Antonio Navarro (Alianza Democrática del M-19) y Álvaro Gómez (Salvación Nacional) fueron elegidos presidentes de la Asamblea.

XX, asociado con el manejo gubernamental de la emisión, puso en evidencia la necesidad de contar con una entidad que permitiera separar el manejo monetario del manejo fiscal. Bajo los lineamientos de la Misión Kemmerer, la Ley 25 de 1923 le confió en forma exclusiva la facultad de emitir la moneda legal colombiana al Banco de la República y, además, fue instituido como banco de bancos, prestamista de última instancia, administrador de las reservas internacionales[3], y como banco y agente fiscal del Gobierno.

A finales de la década de los cuarenta, y siguiendo las sugerencias de la Misión de la Reserva Federal, se consideró que el Banco podría implementar un modelo en pro del desarrollo al encauzar crédito hacia sectores que se consideraban estratégicos[4]. Durante las décadas siguientes la política monetaria del Banco se debatía entre ampliar el crédito para el fomento y controlar el dinero a fin de procurar la estabilidad macroeconómica. Este debate se volvió más claro en la década de los cincuenta, cuando la Junta Directiva del Banco estuvo dominada por miembros del sector bancario, quienes eran responsables de la regulación monetaria y, al mismo tiempo, los principales beneficiarios del crédito primario del Banco.

Para que el Estado colombiano recuperara su potestad en relación con la moneda y el crédito, se creó en 1963 la Junta Monetaria[5]. Esta estuvo conformada por los principales responsables de la política macroeconómica del país, es decir, por el ministro de Hacienda (quien la presidía), el jefe de Planeación Nacional y el gerente del Banco de la República, el director del Instituto Colombiano de Comercio Exterior y por los ministros de Fomento y de Agricultura[6]. De esta manera, a la Junta Monetaria se le encomendó la orientación de las políticas monetaria, cambiaria y crediticia, y el Banco de la República quedó a cargo de su ejecución bajo la dirección y control administrativo de la Junta Directiva. Para finales de los ochenta era claro que la existencia de diversas funciones difíciles de armonizar, como la regulación de la circulación monetaria, el control cambiario y la asignación de créditos de fomento a través de fondos financieros administrados por el Banco, dificultaba poner en práctica políticas consistentes con la estabilidad de precios. También era claro que este modelo generaba una mayor inflación, ajustes más frecuentes de la tasa de cambio y retrasaba el desarrollo del mercado de capitales.

La constitución de 1991 le dio mayor autonomía e independencia al Banco de la República y estableció como su objetivo el preservar el poder adquisitivo de la moneda. La experiencia acumulada a lo largo de los ochenta planteó serios interrogantes en relación con el papel que desempeñaban el Banco de la República y la Junta Monetaria. Dentro de este contexto, varios países, incluida Colombia, incursionaron en reformas al régimen de banca central mediante las cuales se buscaba consolidar su autonomía e independencia y se pasó de un modelo con múltiples objetivos a uno solo, cuya finalidad es la de mantener la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda en coordinación con la política económica general[7].

2. Régimen constitucional de banca central

La reforma al Banco de la República concertada en la Constituyente de 1991 se puede resumir en los siguientes aspectos: 1) asignó al Banco un mandato específico: mantener la capacidad adquisitiva de la moneda, en coordinación con la política económica general; 2) definió a la Junta Directiva del Banco de la República como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia del país; 3) otorgó al Banco y a su Junta Directiva un importante grado de independencia frente al Gobierno; 4) en materia de financiamiento al Gobierno y particulares, decretó lo siguiente:

El Banco no podrá establecer cupos de crédito, ni otorgar garantías a favor de particulares, salvo cuando se trate de intermediación de crédito externo para su colocación por medio de los establecimientos de crédito, o de apoyos transitorios de liquidez para los mismos. Las operaciones de financiamiento a favor del Estado requerirán la aprobación unánime de la Junta Directiva, a menos que se trate de operaciones de mercado abierto. El legislador, en ningún caso, podrá ordenar cupos de crédito a favor del Estado o de los particulares[8];

5) designó al Congreso, en representación de la sociedad, como principal destinatario del ejercicio de rendición de informes del Banco, y 6) delegó en el presidente de la república la función de inspección, vigilancia y control sobre el Banco de la República.

3. La importancia de una inflación baja y estable

La Junta Directiva del Banco de la República estableció el 3% como meta de inflación. En cumplimiento del mandato constitucional otorgado al Banco de la República de velar por mantener el poder adquisitivo del peso y contribuir a mejorar el bienestar de la población, la política monetaria en Colombia tiene como objetivo mantener una tasa de inflación baja y estable, y alcanzar el máximo nivel sostenible del producto y del empleo. Para lograr sus objetivos, el Banco de la República sigue un esquema de inflación objetivo en un régimen de tipo de cambio flexible[9]. Bajo 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 (3%)[10]. Existen varias razones por las que este esquema de política monetaria, que propende por la estabilidad de precios, es el mejor aporte que el banco central puede hacer al bienestar público.

Una inflación baja promueve el uso eficiente de los recursos productivos, lo que garantiza un mayor crecimiento y bienestar para la población en general. Por el contrario, cuando la inflación es alta, una parte del tiempo de los individuos y de los recursos de la economía se invierten en la búsqueda de mecanismos para defenderse de esta. Por ejemplo, las empresas y los hogares podrían protegerse del crecimiento de precios comprando activos fijos (como una casa o una bodega), en contra de aplazar una inversión productiva, lo cual no sería óptimo porque disminuye la generación de empleo y el crecimiento económico del país.

Una inflación baja y estable reduce la incertidumbre y estimula la inversión. La inflación es un indicador de estabilidad macroeconómica que contribuye a que los agentes tomen decisiones con confianza. Las decisiones económicas más importantes que toman los individuos y las empresas son, usualmente, de largo plazo: hacer una fábrica, constituir una empresa, educarse, comprar vivienda. Estas dependen crucialmente del grado de incertidumbre sobre el futuro. La estabilidad de precios reduce la prima por riesgo inflacionario en las tasas de interés, lo que disminuye el nivel de las tasas de interés nominales e incrementa los incentivos a invertir (Gerdesmeier, 2009). Asimismo, una inflación baja reduce la incertidumbre y ofrece más certeza sobre el rendimiento futuro de la inversión. Se ha observado que economías con alta inflación también padecen de una inflación más variable (Balls y O'Donnell, 2002; Chowdhury, 1991). La mayor incertidumbre puede afectar negativamente la rentabilidad esperada de la inversión y, por tanto, el crecimiento en el largo plazo. Esta situación podría afectar las empresas, por ejemplo, al generar altos incrementos de los costos salariales que erosionen sus utilidades y que tienden a dificultar las negociaciones salariales entre empresarios y trabajadores.

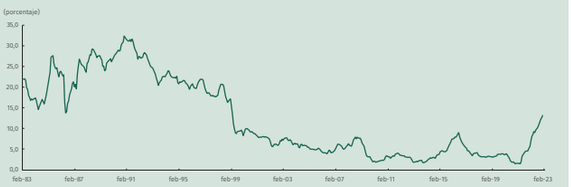
Una inflación baja evita redistribuciones arbitrarias del ingreso y la riqueza, especialmente contra la población más pobre. Aun cuando una inflación alta afecta el ingreso real de toda la sociedad, su impacto es mucho más nocivo para aquellas familias de menores ingresos, pues es más probable que tengan menos mecanismos de defensa contra la inflación, como propiedades inmuebles. Adicionalmente, el consumo de las familias pobres se concentra en bienes y servicios esenciales o básicos y, generalmente, con una alta inflación corren el riesgo de que no puedan sustituir los bienes y servicios que han aumentado de precio por otros más baratos. Esto no sucede con la población de ingresos altos, cuyo patrón de consumo puede ser ajustado ante aumentos en los precios de los bienes o servicios. Por otro lado, en comparación a los hogares de ingresos altos, por lo general los hogares pobres y vulnerables consumen un mayor porcentaje de su ingreso en componentes que están indexados (es decir, atados) a la inflación observada. Por ejemplo, la ponderación del componente de servicios públicos y el de arriendos es 3,5 y 9,26 puntos porcentuales (pp) más grande, respectivamente, en la canasta de consumo de los hogares pobres frente a los de ingresos altos[11]. Con esto, una inflación desbordada generaría un ciclo persistente de incrementos de precios indeseados en una porción importante de la canasta básica de consumo, en especial en la población pobre y vulnerable. Por todo lo anterior, se califica a la inflación como un "impuesto" de carácter regresivo, que afecta más a las personas con menores ingresos, sin olvidar que el ingreso real de toda la población se ve afectado. Asimismo, tasas altas de inflación se correlacionan con inestabilidad política debido a que las personas, particularmente las más afectadas por el incremento de la inflación, se sienten engañadas y responsabilizan al Gobierno de turno por los resultados económicos (Gerdesmeier, 2009; Paldam, 1987).

El mandato constitucional de mantener el poder adquisitivo de la moneda ha contribuido a un entorno macroeconómico más estable. Esto ha favorecido el crecimiento económico sostenido, garantizando la estabilidad financiera, el desarrollo del mercado de capitales y el adecuado funcionamiento de los sistemas de pagos. En este entorno, la inflación se redujo de forma significativa después de ubicarse persistentemente en cifras de dos dígitos previo a la década de los 90. El esquema de inflación objetivo implementado a partir del 2000 fue fundamental para este proceso de reducción de la inflación. Así, a pesar de que en los últimos veinte años se han enfrentado diversos choques que han impactado la economía colombiana, como la crisis financiera internacional en 2008, el fenómeno de El Niño en 2016, y la pandemia del covid-19, la inflación se ha situado, la mayor parte del tiempo, alrededor de la meta (Gráfico R1.1, panel A). La menor inflación contribuyó a reducciones en la prima por riesgo inflacionario[12] (Gráfico R1.1, panel B) y a menores tasas de interés de los TES (Gráfico R1.1, panel C) y de crédito (Gráfico R1.1, panel D). A su vez, la duración de la deuda interna pública aumentó de forma importante, pasando de 2,27 años en diciembre de 2002 a 5,86 años en diciembre de 2022 (Gráfico R1.1, panel E) y la profundización financiera, medida como el nivel de la cartera como porcentaje del PIB, pasó de cerca del 20% a mediados de la década de los noventa a valores superiores al 45% en años recientes (Gráfico R1.1, panel F). Todo lo anterior, en un entorno saludable de los establecimientos de crédito, como lo sugiere el indicador de estrés de los establecimientos bancarios (Gráfico R1.1, panel G). En este contexto también se presentó una reducción de la desigualdad del ingreso medida a través del coeficiente de Gini, al pasar de 58,7 en 1998 a 51,3 en el año previo a la pandemia (Grafico R1.1, panel H).

La consolidación del esquema de inflación objetivo ha permitido realizar políticas monetarias contracíclicas. Después de la crisis económica de 1999, el Banco de la República implementó varias medidas para consolidar el esquema de inflación objetivo. En primer lugar, abandonó el sistema de banda cambiaria y adoptó un régimen de tasa de cambio de libre flotación. También estableció como meta de inflación de largo plazo el 3%, y como principal instrumento de política monetaria emplea la tasa de interés de política monetaria, dejando atrás los corredores monetarios, los cuales habían perdido poder explicativo sobre la inflación. Así mismo, fortaleció el sistema estadístico del país, al construir nuevos indicadores que permitieran medir la evolución de variables macroeconómicas importantes[13]. De igual forma, construyó modelos económicos para diagnosticar el estado presente y futuro de la economía, y así evaluar la persistencia de los desvíos de la inflación y sus expectativas respecto a la meta del 3%. La implementación de todo este esquema riguroso de inflación objetivo contribuyó para que el país pudiera enfrentar fuertes choques, con los menores costos posibles en términos de producto y de empleo, como la crisis financiera

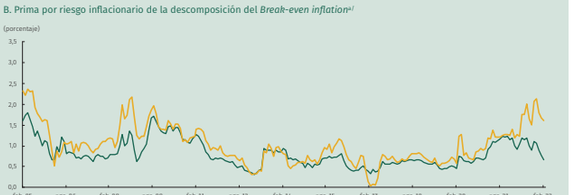
Gráfico R1.1
Comportamiento histórico de algunas variables macroeconómicas en Colombia (variación anual)

A. Índice de precios al consumidor (IPC)



Fuente: DANE.

B. Prima por riesgo inflacionario de la descomposición del *Break-even inflation*[a/]



a/ Según Abrahams *et al.* (2015) "Decomposing real and nominal yield curves" y Espinosa *et al.* (2015) "Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del break-even inflation para los bonos del gobierno colombiano", 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. 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.
Fuentes: Precia; cálculos del Banco de la República.

C. Tasas TES



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

3 El Banco de la República realizaba el depósito de las reservas internacionales en bancos del exterior. La administración de las reservas internacionales se estableció de manera explícita en el Decreto 340 de 1980.

4 Decreto 1407 de 1948, Decreto Legislativo 756 de 1951 y normas posteriores.

5 La Ley 21 de 1963 dispuso crear la Junta Monetaria y facultó al Gobierno para determinar su organización y principales atribuciones.

6 Decreto Ley 2206 de 1963. Los decretos 2976 de 1968 y 151 de 1976 determinaron que el director del Instituto Colombiano de Comercio Exterior (Incomex) también fuera miembro.

7 Esta función principal fue corroborada por la Corte Constitucional con la Sentencia C-481 de 1999, donde se concluye que la finalidad constitucional básica del Banco de la República es la protección de la moneda sana, pero esa autoridad debe tomar en consideración en sus decisiones los otros objetivos económicos de la intervención del Estado, como el pleno empleo, pues sus funciones deben coordinarse con la política económica general.

8 Artículo 373 de la Constitución Política de Colombia.

9 El esquema de inflación objetivo ha sido, en general, una estrategia de política monetaria exitosa (Villar, 2023). Los países con esquemas de inflación objetivo obtienen mayor puntaje, frente a cualquier otro régimen de política monetaria, en indicadores que hacen una caracterización multidimensional de los marcos de política monetaria. Estos incluyen pilares como la independencia y rendición de cuentas, la estrategia operativa y la comunicación (Unsal, Papageorgiou y Garbers, 2022).

10 Entre 1991 y 2001, la JDBR estableció metas puntuales de inflación anual. En noviembre de 2001, la JDBR informó que la meta de largo plazo de la inflación es del 3% y explicó que mantener ese objetivo era equivalente a propender por una estabilidad de precios en el país. A partir de 2002, comenzó a anunciar un rango aceptable alrededor de la meta puntual para el año siguiente, siendo esta última el punto medio de dicho rango. A mediados de 2009 la inflación se situó alrededor de 3%, y a partir de 2010, la meta de inflación ha estado centrada en la meta de largo plazo (3%).

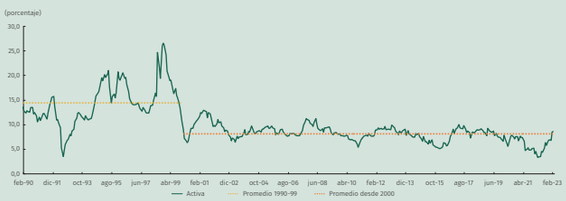
11 La información sobre las ponderaciones del IPC se encuentra en https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/precios-y-costos/indice-de-precios-al-consumidor-ipc/ipc-actualizacion-metodologica-2019/ipc-ponderadores

12 Derivada de la descomposición de las expectativas de inflación *break even inflation* (BEI).

13 Como por ejemplo, los precios de la vivienda, expectativas de inflación, confianza de los consumidores, descalces cambiarios, liquidez y riesgos del sistema financiero, entre otros.

Gráfico R1.1 (continuación)
Comportamiento histórico de algunas variables macroeconómicas en Colombia

D. Tasa de interés real de crédito[b/]



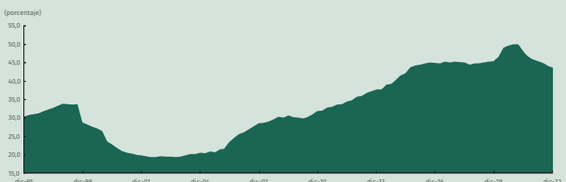
b/ Deflactor: IPC total.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

E. Duración de la deuda interna



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

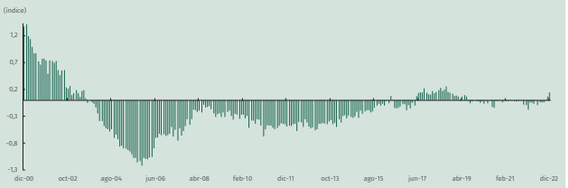
F. Saldo de cartera en moneda nacional como porcentaje del PIB



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

Gráfico R1.1 (continuación)
Comportamiento histórico de algunas variables macroeconómicas en Colombia

G. Indicador de estrés financiero de los establecimientos de crédito[c/]



c/ Este indicador se obtiene al ponderar las siguientes variables utilizando el metodo de igualdad de varianza: ROA, ROE, ICM (cartera vencida/bruta), cartera improductiva/bruta, margen *ex-post*, pasivos líquidos/activos líquidos, fondos interbancarios/activos líquidos y la razón de pasivos no cubiertos (RPNC). Los valores negativos indican periodos de mayor estabilidad financiera.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

H. Coeficiente de Gini Colombia



Fuente: Banco Mundial.

internacional de 2008 y la crisis económica que produjo la pandemia del covid-19 en 2020. En el caso de la crisis financiera internacional y sus efectos sobre la confianza global, las medidas macropudenciales implementadas en el país a comienzos de la década de los dos mil, tendientes a fortalecer la salud del sistema financiero, así como la credibilidad en la política monetaria en su labor de velar por la defensa del poder adquisitivo, fueron fundamentales para enfrentar este choque. Por su parte, dada la excepcionalidad del choque que produjo la pandemia del covid-19, el Banco, en primer lugar, veló por garantizar la liquidez de la economía y la estabilidad del sistema de pagos y del mercado monetario y cambiario, para luego adelantar una política monetaria expansiva, lo cual fue un elemento crucial para la recuperación económica del país.

En sus 100 años, el Banco de la República se ha convertido en una de las instituciones con mayor credibilidad en el país, velando por la estabilidad macroeconómica de la nación y por el poder adquisitivo de la moneda. A pesar de las diferentes crisis económicas que ha enfrentado el país, el peso colombiano ha mantenido su credibilidad a lo largo de los años y se ha posicionado como el único medio de pago aceptado a lo largo de todo el territorio colombiano. Hacia adelante, y reconociendo el papel de los avances tecnológicos en la transformación digital de las economías y la redefinición de la manera como interactúan y transan sus agentes, el Banco de la República ha incluido como parte de la agenda de proyectos futuros, entre otras iniciativas, la decisión de impulsar un nuevo sistema de pagos inmediatos. Esta iniciativa busca avanzar hacia un sistema para transferencias inmediatas, seguras y eficientes, que sea totalmente interoperable y que contribuya a la competitividad de los mercados, a la inclusión financiera y al desarrollo del país.

Referencias

Balls, E.; O'Donnell, G. (2002). "The Benefits of Maintaining Low and Stable Inflation", *Reforming Britain's Economic and Financial Policy: Towards Greater Economic Stability*, pp. 58-70.

Boada A; Gómez C; Ocampo M (2017) "*Autonomía del Banco de la República en la Constitución de 1991 y en la Ley 31 de 1992*". Historia del Banco de la República 1923-2015, pp. 277-352.

Chowdhury, A. R. (1991). "The Relationship between the Inflation Rate and its Variability: the Issues Reconsidered", *Applied Economics*, vol. 23, núm. 6, pp. 993-1003.

Espinosa-Torres, J. A.; Melo-Velandia, L. F.; Moreno-Gutiérrez, J. F. (2017). "Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición *del break even inflation* para los bonos del Gobierno colombiano", *Revista Desarrollo y Sociedad*, núm. 78, pp. 315-365.

Gerdesmeier, D. (2009). "Price Stability: Why is it important for you?", European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/whypricestability_en.pdf

González Jácome, J. (2022). "La Asamblea Nacional Constituyente de 1991: una propuesta para leer la multiplicidad de significados", *Boletín Cultural y Bibliográfico de la Biblioteca Luis Ángel Arango*, vol. 56, núm. 103, páginas 100-101.

Paldam, M. (1987). "Inflation and Political Instability in Eight Latin American Countries, 1946-83", *Public Choice*, vol. 52, pp. 143-168.

Unsal, D. F.; Papageorgiou, C.; Garbers, H. (2022). "Monetary Policy Frameworks: An Index and New Evidence", WP/22/22, Fondo Monetario Internacional.

Villar, L. (2023, marzo). "Sticking to the Target: An Inflation-Tageting Regime Remains the Best Path through Challenging Times", *Finance & Development*, disponible en: https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2023/03/POV-Colombia-sticking-to-the-target-leonardo-villar

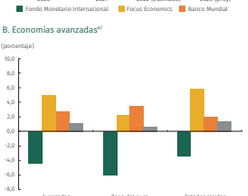
02/ Entorno macroeconómico

Gráfico 2.1
Crecimiento económico
(variación anual)

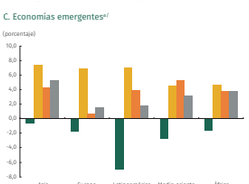
A. Total mundial



B. Economías avanzadas[a/]



C. Economías emergentes[a/]



(proy): proyectado.
a/ Corresponde a las proyecciones hechas por el FMI en su reporte de enero de 2023.
Fuentes: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y Focus Economics.

2.1 Evolución y perspectivas del entorno macroeconómico internacional

En 2022 la recuperación de la actividad económica mundial se vio limitada por la invasión de Rusia a Ucrania, las medidas para controlar el rebrote del covid-19 en China y la alta inflación global. Para 2022 el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial estiman un crecimiento para la economía global del 3,4 % y 3,1 %, respectivamente (Gráfico 2.1). Así, el nivel de actividad económica se ubicó por debajo del nivel tendencial que se esperaba previo a la pandemia. Además, esta tasa de crecimiento resulta inferior a las proyecciones de comienzos de ese año (4,4 %) y a la registrada en 2021 (cerca del 6 %). La invasión de Rusia a Ucrania produjo un aumento en la incertidumbre global y generó restricciones de oferta de materias primas y fuertes presiones inflacionarias a nivel mundial, en particular en los componentes de alimentos, y energía y combustibles[12]. A lo anterior se suma que China mantuvo hasta comienzos de diciembre sus medidas de cero tolerancia frente al covid-19, lo cual se vio reflejado en una mayor persistencia de las disrupciones en las cadenas globales de suministro que, junto con el deterioro de su sector inmobiliario, la llevó a un crecimiento relativamente bajo del 3 %. En este contexto, para el cuarto trimestre de 2022 el FMI estima que la inflación mundial aumentó al 9,2 %, alcanzando niveles no observados en lo corrido del presente siglo. Dadas estas fuertes presiones inflacionarias, la mayoría de los bancos centrales incrementaron de forma significativa sus tasas de interés de política monetaria (véase recuadro 2). Se destaca el fuerte y rápido aumento de la tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de los Estados Unidos en medio de la creciente inflación y un mercado laboral apretado. Lo anterior afectó de forma negativa las perspectivas de esa economía, fortaleció el dólar y determinó el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales. Para 2023 los organismos internacionales y analistas del mercado proyectan una desaceleración adicional de la economía[13] y del comercio mundial. Por otro lado, se destaca la repentina eliminación de las restricciones a la movilidad en China, la resiliencia de las principales economías europeas y la tendencia a la moderación de la inflación mundial. En general, la incertidumbre internacional continúa siendo elevada debido a los riesgos asociados con la evolu-

12 Véase el Recuadro 1 del *Informe al Congreso* de marzo de 2022.

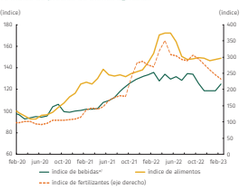
13 De acuerdo con el FMI, en 2022 las economías avanzadas registraron un crecimiento del 2,7 % y las economías emergentes y en desarrollo del 3,9 %, dentro de las cuales las de América Latina y Caribe crecieron 3,9 %. Para 2023 se espera una desaceleración de la economía mundial y, en particular, de las economías avanzadas (1,2 %), lo que contrasta con una importante aceleración de la actividad económica en China (5,2 %). Para ese año en América Latina y el Caribe se presentaría un bajo crecimiento (1,8 %). Por último, en su *Informe de Política Monetaria* de enero de 2023, el equipo técnico estimó una variación del PIB real promedio (ponderado por comercio no tradicional) de los socios comerciales del 3,0 % en 2022 y del 1,2 % en 2023.

ción de la guerra en Ucrania y otras tensiones geopolíticas, con la evolución de la pandemia del covid-19 en China y con el comportamiento de los mercados financieros internacionales, entre otros factores.

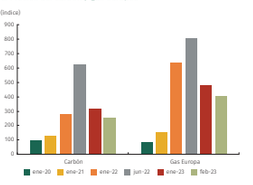
En 2022 los precios internacionales de los productos mineroenergéticos y de los alimentos se incrementaron de forma significativa frente al año anterior. En particular, la cotización internacional del petróleo para la referencia Brent aumentó cerca del 40% frente a 2021 y se ubicó en promedio alrededor de USD100 por barril (bl). Este precio alcanzó sus valores máximos hacia mediados de 2022 y a partir de allí comenzó a disminuir, ubicándose en promedio cerca de USD81 bl en diciembre (Gráfico 2.2, panel B). La elevada cotización internacional del petróleo se dio en gran medida como consecuencia de las sanciones impuestas a Rusia por la invasión a Ucrania y generó una crisis energética en Europa. A lo anterior se sumó la persistencia en los recortes de la extracción por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+) y la dificultad de varios de sus integrantes para alcanzar las cuotas de producción acordadas. Adicionalmente, la actividad económica mundial siguió repuntando luego de la crisis por la pandemia del covid-19, y los inventarios comerciales de crudo en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) se ubicaron en niveles relativamente bajos. Por su parte, dentro de los factores que aportaron a la reducción de los precios desde la segunda mitad de 2022 se cuentan las medidas de cero tolerancia para contener los rebrotes del covid-19 en China, el redireccionamiento a mercados asiáticos de las exportaciones de crudo de Rusia frente a las sanciones que ha recibido y la liberación de reservas estratégicas por parte de los Estados Unidos. A su vez, se observó un dólar relativamente fuerte, perspectivas de desaceleración de la economía global e incrementos adicionales en la producción mundial de petróleo. En promedio, entre enero y febrero de 2023 este precio se ubicó cerca de USD83 bl. Para todo 2023 la Administración de Información de Energía de los Estados Unidos, en su informe de marzo, proyectó un precio cercano a los USD83 bl, en un entorno de alta incertidumbre. Por otra parte, según el Banco Mundial, en 2022 el índice promedio de los precios internacionales en dólares de los alimentos creció un 18%, mientras que el de los fertilizantes aumentó un 63% (Gráfico 2.2, panel A). Estos incrementos se sumaron a los que ya se habían observado un año atrás, lo que llevó dichos precios a niveles muy superiores a los registrados antes de la pandemia. Sumado a esto, los precios de estos productos mostraron incrementos locales mayores al ser expresados en las monedas que se depreciaron frente al dólar en 2022. Vale la pena mencionar que, desde el segundo semestre de 2022, los precios internacionales de los alimentos y fertilizantes han mostrado una corrección frente a los máximos alcanzados meses atrás; no obstante, a febrero de 2023 estos precios aún se mantenían elevados. Esta corrección en los precios se dio en el contexto del acuerdo mediado por la Organización de las Naciones Unidas (ONU) de exportación de granos entre Rusia y Ucrania, el aumento de almacenamiento de gas natural en Europa y las perspectivas de un menor crecimiento mundial. En general, los altos precios internacionales de los alimentos, del petróleo, el carbón y el gas natural registrados en Europa en 2022 (Gráfico 2.2, panel C) se reflejaron en fuertes presiones inflacionarias. Para los países de la OCDE la inflación anual a diciembre 2022 fue del 15,6% en los alimentos y del 18,2% en el componente de energía.

Gráfico 2.2
Precios internacionales de algunas materias primas
(diciembre de 2019 = 100)

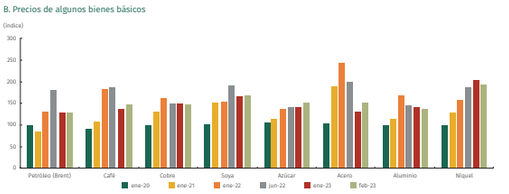
A. Índice de precios de bienes agrícolas



C. Precios del carbón y gas europeo



B. Precios de algunos bienes básicos



a/ Incluye café, cacao y té.
Fuentes: Banco Mundial, Bloomberg y Datastream.

Gráfico 2.3
Índice de presiones sobre las cadenas globales de suministro

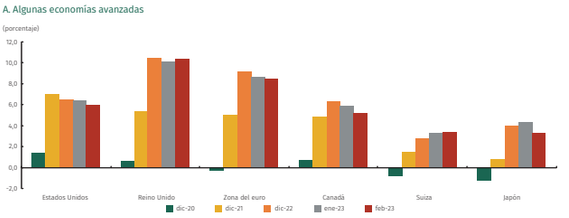


Nota: para su construcción los autores toman indicadores de costos de transporte internacional (Baltic Dry index, Harpex index, entre otros) y algunos de los componentes de la encuesta de condiciones empresariales (PMI, por su sigla en inglés) para la zona del euro, China, Japón, Corea del sur, Taiwán, 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.

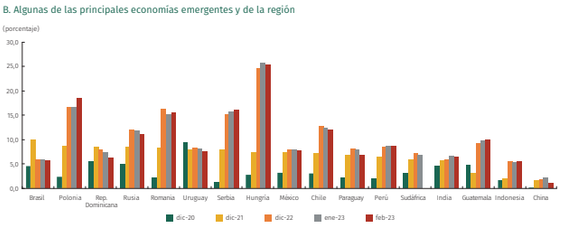
Según los organismos internacionales, en 2023 se registraría una inflación mundial menor a la del año anterior, pero se mantendría por encima de lo observado antes de la pandemia. A la moderación de la inflación contribuiría la desaceleración económica, el endurecimiento de la política monetaria, los menores precios de las materias primas y la reducción en las disrupciones de las cadenas globales de suministro (Gráfico 2.3). Para finales de 2022, y por segundo año consecutivo, la inflación de los países del G7 se ubicó por encima de su meta del 2,0%. Las mayores inflaciones se observaron en Italia (12,3%), Reino Unido (10,5%), Alemania (9,6%) y los Estados Unidos (6,5%) (Gráfico 2.4, panel A). Por su parte, para los países de la OCDE la inflación total fue del 9,4% y la inflación básica (excluyendo energía, combustibles y alimentos) fue del 7,2%. A su vez, para el conjunto de países en desarrollo y mercados emergentes, el FMI estima que en el cuarto trimestre de 2022 su inflación anual llegó al 10,4%. Dentro este grupo, se destaca la elevada inflación anual en diciembre de 2022 en economías de tamaño importante como Argentina (94,8%) y Turquía (64,3%). En América Latina, este indicador superó las metas de los diferentes bancos centrales y ascendió al 12,8% en Chile, 8,5% en Perú, 7,8% en México y 5,8% en Brasil (Gráfico 2.4, panel B). Para 2023 los organismos internacionales esperan una reducción de la inflación mundial, aunque esta continuaría relativamente elevada y por encima de su meta en varios países. En algunos casos, dentro de los que se cuentan los Estados Unidos y la zona del euro, la inflación ya viene mostrando desde hace unos meses una moderación. No obstante, la incertidumbre es elevada y factores como una mayor indexación a los altos niveles de inflación pasada, mercados laborales apretados (en particular en los Estados Unidos), un mayor impacto de la reapertura de China sobre los precios de las materias primas y un posible escalamiento del conflicto bélico en Ucrania podrían afectar la convergencia de la inflación a los objetivos de los bancos centrales.

Gráfico 2.4
Inflación total al consumidor

A. Algunas economías avanzadas



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

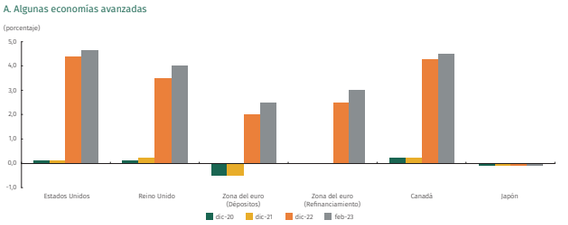


Fuente: Bloomberg.

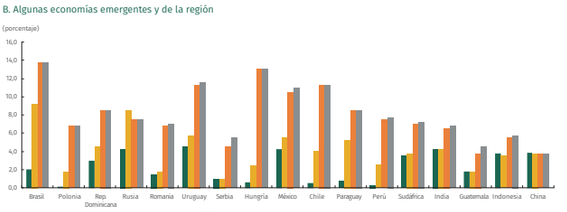
En 2022 se registró un ciclo sincronizado de ajuste significativo de la política monetaria en la mayoría de los países (véase el Recuadro 2). En su reunión de marzo de 2022 la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) comenzó el incremento de la tasa de interés de política, el cual se aceleró de manera importante en la segunda parte del año, incluyendo cuatro aumentos consecutivos de 75 pb entre junio y noviembre de 2022. Posteriormente, continuaron los incrementos a un menor ritmo y en febrero de 2023 la tasa de interés se ubicó en un rango entre el 4,5% y 4,75%. Frente a la historia reciente, estos incrementos fueron relativamente altos y acelerados, y resultaron mayores que las perspectivas del mercado meses atrás. En adelante, los mercados de futuros y las perspectivas de la Reserva Federal señalan que esta tasa de interés permanecería en niveles relativamente elevados en 2023. Al mismo tiempo, este banco central ha continuado con la reducción de su hoja de balance, la cual arrancó a finales de 2021. Durante 2022 otros bancos centrales de las principales economías avanzadas también aumentaron sus tasas de interés de política (Gráfico 2.5, panel A). Así, en febrero de 2023 estas tasas de interés fueron superiores a las observadas en diciembre de 2021 en 425 pb en Canadá, 375 pb en Reino Unido y 300 pb en la zona del euro, y las encuestas del mercado señalan incrementos adicionales en este indicador. Por su parte, la mayoría de los principales países emergentes continuaron con el endurecimiento de su política monetaria, proceso que comenzó en 2021 y que se ha dado de forma heterogénea entre países en cuanto al ritmo y magnitud (Gráfico 2.5, panel B). En particular, entre diciembre de 2020 y febrero de 2023, las tasas de política monetaria en países de la región pasaron del 38% al 75% en Argentina, del 2% al 13,75% en Brasil, del 0,5% al 11,25% en Chile, del 0,25% al 7,75% en Perú y del 4,25 al 11% en México. En lo que resta de 2023, las encuestas del mercado señalan que estas tasas se mantendrían relativamente elevadas.

Gráfico 2.5
Tasa de interés de política monetaria en algunas economías

A. Algunas economías avanzadas



B. Algunas economías emergentes y de la región



Nota: en China corresponde a la tasa de préstamos preferenciales a un año.
Fuente: Bloomberg.

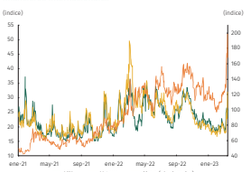
En contraste con el endurecimiento generalizado de la política monetaria, el ajuste fiscal ha sido heterogéneo alrededor del mundo. Mientras que algunos países no han presentado una mejora en sus cuentas fiscales, otros han reducido sus déficits fiscales y niveles de deuda. Lo anterior ha dependido de diferentes factores, entre ellos la eficacia de las medidas aplicadas para minimizar los efectos de la pandemia sobre las empresas y hogares, la rapidez y solidez de la recuperación económica y la capacidad de los gobiernos para gestionar sus presupuestos y niveles de deuda, entre otros. En efecto, mientras que para las economías desarrolladas y emergentes (sin incluir China), el déficit fiscal se habría disminuido cerca de 7 y 4 pp del PIB entre 2020 y 2022, respectivamente, para China y los países en desarrollo con ingresos bajos esta medida se mantendría casi inalterada[14]. Por otra parte, mientras que en 2020 cerca del 86% de los países habrían incrementado sus niveles de déficit respecto a 2019, un 37% de los países habrían aumentado sus

14 IMF (2022). *Monitor fiscal*, octubre, Washington, D. C.

niveles de déficit respecto a 2021[15], lo que refleja que las presiones fiscales aún persisten en diferentes países y son muestra de la heterogeneidad del ajuste fiscal de todas las economías.

La persistencia de las presiones inflacionarias y los temores de una posible recesión global generaron deterioro en la mayoría de los mercados financieros internacionales (deuda y accionarios) durante 2022. Estas presiones inflacionarias incidieron sobre las expectativas de una política monetaria más contractiva de la prevista a inicios del año y en un aumento de la probabilidad de recesión en las principales economías. Lo anterior, junto con las medidas de confinamiento adoptadas por el gobierno chino para controlar el rebrote por covid-19 y la persistencia de la invasión de Rusia a Ucrania, llevó a una menor demanda por activos riesgosos y a un fortalecimiento del dólar frente a la mayoría de las monedas en economías desarrolladas y emergentes. Así, los indicadores de percepción de riesgo internacional, como el Vix[16], el Vstoxx[17] y el Move[18], aumentaron en medio de una alta volatilidad, al tiempo que las primas de riesgo, medidas mediante el *credit default swap* (CDS) a cinco años, de los países de la región (Brasil, México, Chile y Perú) aumentaron en promedio 43 pb frente al cierre de 2021, mientras que el CDS promedio de una muestra más amplia de países emergentes[19] se incrementó en 51 pb (Gráfico 2.6).

Gráfico 2.6
Indicadores de percepción de riesgo en los mercados financieros internacionales



Fuentes: Bloomberg y Data License.

En lo corrido de 2023 los mercados financieros han presentado un comportamiento volátil, acorde con la incertidumbre en torno al futuro de la inflación y de la política monetaria global. Por una parte, la tendencia decreciente de la inflación en varias economías desarrolladas, el aumento de la probabilidad de que estas economías experimenten una recesión durante 2023, junto con los desarrollos recientes en el sector financiero en los Estados Unidos y Europa, han presionado las expectativas del mercado frente a unas tasas de política monetaria a la baja. Por otro lado, la fortaleza que ha exhibido la economía en los Estados Unidos, Europa y China ha contrarrestado parcialmente estas expectativas. En este contexto, el dólar ha presentado un comportamiento volátil, los índices de percepción de riesgo han aumentado a nivel global, al tiempo que los índices bursátiles se han fortalecido en las principales economías desarrolladas.

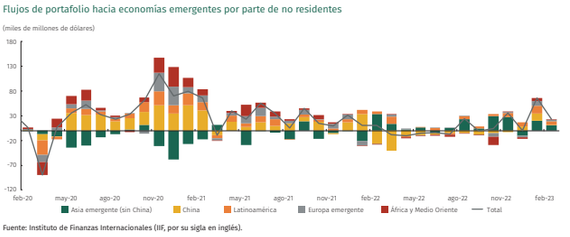
Durante el año anterior las tasas de interés de los títulos de deuda pública en el mundo aumentaron. No obstante, en 2023 las tasas se han reducido. La curva de tesoros de los Estados Unidos se invirtió durante 2022, como consecuencia de aumentos de alrededor de 360 pb de las tasas de los títulos de corto plazo, por encima de los incrementos de cerca de 230 pb de las tasas de los títulos de largo plazo[20]. El deterioro del desempeño de los títulos de corto plazo se explica por las presiones inflacionarias que se evidenciaron durante el año. A lo anterior se suma la materialización de una senda de política monetaria contractiva por parte de la Fed. En el caso de los tesoros de largo plazo, el deterioro de sus precios se vio contenido, en parte, por las expectativas de que la economía pueda entrar en recesión, lo que llevaría a la Fed a desacelerar o incluso revertir su ciclo de normalización monetaria en el mediano plazo. En este contexto, los títulos de corto plazo de Brasil, México, Chile y Perú también se desvalorizaron más que los títulos de largo plazo[21], lo que sugiere expectativas de desaceleración de las economías. Durante 2023 la mayoría de estos títulos se han valorizado, inicialmente como respuesta a las expectativas de una pronta finalización del ciclo de aumentos de tasas de interés, y posteriormente como consecuencia de la búsqueda de activos refugio tras la crisis de algunos bancos en Estados Unidos y Europa.

Como respuesta a un incremento en la percepción de riesgo hacia economías emergentes, los flujos de inversión extranjera de portafolio alcanzaron las menores entradas netas anuales desde 2010. De acuerdo con cifras preliminares publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por su sigla en inglés), en 2022 se observaron entradas netas de inversión extranjera de portafolio hacia los mercados emergentes por USD 49,7 mm, explicadas por entradas por USD 43,4 mm y USD 6,4 mm a los mercados de deuda y accionarios, respectivamente[22]. Según el IIF, durante el año pasado el creciente riesgo de recesión mundial influyó sobre los flujos a los mercados emergentes, en un contexto de incertidumbre geopolítica e inflacionaria. Por otra parte, una constante durante el año fue la debilidad de los flujos hacia China, país que presentó salidas netas por aproximadamente USD 75,3 mm luego de observar entradas por USD 189,8 mm en 2021, cambio posiblemente impulsado por los cierres en el país a causa del aumento de casos de covid-19 y la mayor percepción de riesgo de invertir en países con tensiones en sus relaciones con Occidente. No obstante, en enero y febrero de 2023 se han presentado entradas netas a economías emergentes por USD 88,9 mm (Gráfico 2.7).

América Latina presentó las segundas mayores entradas netas de capital de portafolio en 2022, después de Asia emergente (sin China), aunque fueron menores a las observadas en los últimos tres años. En 2022 Latinoamérica tuvo entradas por un total de USD 59,9 mm, de las cuales USD 34,0 mm y USD 25,9 mm se dieron a los mercados de deuda y accionarios, respectivamente. Según algunos analistas, el conflicto en Ucrania pudo favorecer los flujos hacia América Latina, dada la lejanía geográfica y comercial con dicha región.

Durante 2022 el dólar estadounidense se fortaleció frente a la mayoría de las monedas de sus pares desarrollados y algunas monedas de países emergentes, acorde con una política monetaria más contractiva de lo esperado previamente por parte de la Fed. En lo corrido de 2023 (al 16 de marzo) el dólar ha presentado un comportamiento volátil. El fortalecimiento del dólar durante 2022 estuvo asociado con la mayor demanda de activos refugio, las expectativas y la posterior materialización de una política monetaria más restrictiva por parte de la Fed (como respuesta a las presiones inflacionarias), además de los temores de una posible recesión económica global. En este contexto, el DXY[23] aumentó 8,5 % y alcanzó en septiembre su nivel más alto en veinte años. Algunas de las monedas de los países emergentes[24], incluyendo el peso colombiano, se depreciaron, afectadas además por la volatilidad de los precios de los *commodities* y por factores idiosincrásicos. Durante 2023 los principales factores que han favorecido al dólar estadounidense han sido los datos económicos que han evidenciado una fortaleza de la economía estadounidense, y la reciente búsqueda de activos refugio tras la crisis bancaria. Por otro lado, los principales factores que lo han debilitado han estado asociados con la tendencia a la baja de la inflación en los Estados Unidos, lo cual ha llevado al mercado a descontar una pronta finalización del ciclo de aumentos de tasas en este país.

Gráfico 2.7
Flujos de portafolio hacia economías emergentes por parte de no residentes



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

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

2.2.1 Actividad económica

Durante 2022 la economía colombiana creció a un ritmo anual notable y superior al previsto a comienzos de año, aunque con una tendencia de desaceleración desde mediados de año. La economía se expandió un 7,5 % en 2022, luego de crecer 11,0 % en 2021 (Gráfico 2.8). Este crecimiento habría constituido uno de los más altos entre las economías latinoamericanas y el segundo más alto entre los países que conforman la OCDE. El crecimiento anual por trimestres se fue desacelerando en la medida en que avanzaba el año y que las cifras se comparaban con niveles crecientes observados en la segunda mitad de 2021. Dentro de los principales factores que impulsaron la actividad económica se destacan condiciones relativamente amplias de financiamiento, aun con un aumento de las tasas de interés, una política fiscal expansiva y una mejoría de los términos de intercambio, de las remesas de trabajadores en el exterior y de la inversión extranjera directa. Todo esto, en el marco de una desaceleración económica de los principales socios comerciales. Por grandes ramas de la actividad productiva, en todo 2022 se destaca el desempeño de las actividades secundarias y terciarias, las cuales crecieron 8,9 % y 8,6 % frente a sus niveles de 2021, respectivamente. Las primeras estuvieron jalonadas por la industria manufacturera, que creció un 9,8 % en todo el año y alcanzó unos niveles de valor agregado de un 13,3 % superiores a los registrados en 2019. En el caso de las actividades terciarias, el sector artístico y de entretenimiento continuó con un sólido crecimiento (37,9 %), jalonado principalmente por el auge de los juegos en línea y las apuestas deportivas. Las actividades de información y comunicaciones, junto con las de comercio, reparación, transporte y alojamiento, también registraron tasas de expansión altas: 14,2 % y 10,7 %, respectivamente; aunque en el segundo caso este crecimiento fue menor que el observado en todo 2021 (Cuadro 2.1). Por su parte, las actividades primarias registraron un retroceso en sus niveles (-0,9 %), dado, entre otros factores, por los efectos negativos de la ola invernal que ha-

Gráfico 2.8
Producto interno bruto (PIB)[a/]
(trimestral y variación anual)



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

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

	2021	2022				2022
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3,1	-2,6	0,8	-1,4	-4,3	-1,9
Explotación de minas y canteras	0,0	1,2	0,0	2,9	-1,6	0,6
Industria manufacturera	14,7	9,5	21,5	7,1	2,8	9,8
Electricidad, gas y agua	5,4	4,9	7,5	2,8	1,5	4,1
Construcción	5,7	5,1	9,2	13,7	-1,6	6,4
Edificaciones	13,9	10,1	11,7	21,5	4,6	11,8
Obras civiles	-6,4	-6,1	3,1	0,8	-11,9	-3,7
Actividades especializadas para la construcción	5,5	7,0	9,5	14,0	-1,1	7,2
Comercio, reparación, transporte y alojamiento	21,7	11,5	21,3	11,0	0,8	10,7
Información y comunicaciones	11,8	19,9	17,7	14,1	6,3	14,2
Actividades financieras y de seguros	3,7	-3,2	11,3	9,3	8,4	6,5
Actividades inmobiliarias	2,8	2,0	2,0	2,1	2,0	2,0
Actividades profesionales, científicas y técnicas	9,4	9,4	11,8	8,2	4,0	8,3
Administración pública y defensa, educación y salud	8,5	6,7	8,7	3,1	1,5	4,9
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación	33,7	36,5	35,3	39,2	40,2	37,9
Subtotal valor agregado	10,6	7,5	12,1	7,2	2,5	7,2
Impuestos menos subsidios	15,7	10,2	12,9	11,6	6,3	10,1
PIB	11,0	7,8	12,1	7,7	2,9	7,5

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

15 Cálculos del Banco de la República con base en IMF (2022). *World Economic Outlook*, octubre.

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

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

18 El Move es la volatilidad implícita esperada en las opciones a treinta días sobre los Tesoros de los Estados Unidos

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

20 Una curva de rendimientos se considera invertida cuando las tasas de interés de corto plazo son mayores que las de largo plazo. De acuerdo con Andrew Ang *et al.* (2006) —Ang, A.; Piazzesi, M.; Wei, M. (2006). "What Does the Yield Curve Tell Us about GDP Growth?", *Journal of Econometrics*, pp. 359-403—, una curva invertida en los Estados Unidos suele reflejar un incremento de la probabilidad de recesión a un horizonte de doce a veinticuatro meses adelante. En particular, siete de las últimas ocho recesiones han estado precedidas por una inversión de la curva de rendimientos.

21 Mientras que los títulos de corto plazo se desvalorizaron en promedio 300 pb (en moneda externa) y 200 pb (en moneda local), los títulos de largo plazo se desvalorizaron en promedio 225 pb (en moneda externa) y 105 pb (en moneda local).

22 Durante 2021 se presentaron entradas netas de inversión extranjera de portafolio hacia los mercados emergentes por USD 396,3 mm, explicadas por entradas de USD 339,1 mm y USD 57,3 mm a los mercados de deuda y accionarios, respectivamente.

23 Índice que compara la divisa estadounidense con seis monedas principales. El euro (EUR) pondera 57,6 %; el yen japonés (JPY) 13,6 %; la libra esterlina (GBP) 11,9 %; el dólar canadiense (CAD) 9,1 %; la corona sueca (SEK) 4,2 % y el franco suizo (CHF) 3,6 %.

24 Al 31 de diciembre de 2022, las monedas de países emergentes se depreciaron un 4,3 % con respecto al cierre de 2021, de acuerdo con el *emerging markets currency index* de MSCI, índice que recoge el comportamiento de algunas monedas de países emergentes frente al dólar. El índice incluye los siguientes países, y en paréntesis se muestra la depreciación de sus respectivas monedas durante el período analizado: Brasil (-5,1 %), Chile (-0,1 %), China (8,5 %), Colombia (20,9 %), República Checa (3,1 %), Egipto (57,5 %), Hungría (15,1 %), India (11,3 %), Indonesia (9,2 %), Corea (5,9 %), Malasia (5,7 %), México (-5,0 %), Perú (-4,8 %), Filipinas (9,3 %), Polonia (8,4 %), Qatar (-0,1 %), Rusia (-1,3 %), Arabia Saudita (0,1 %), Sudáfrica (6,9 %), Taiwán (11,0 %), Tailandia (4,2 %), Turquía (40,6 %), Pakistán (4,4 %), Emiratos Árabes Unidos (-0,01 %) y Kuwait (1,2 %).

brían afectado al café y otros cultivos, y una extracción de carbón y petróleo que se mantienen en niveles muy inferiores a los de prepandemia.

La demanda interna explicó el alto crecimiento de 2022 gracias a un impulso fiscal importante, que apalancó, en parte, el crecimiento del consumo privado y de la inversión en capital fijo. En todo 2022 el gasto interno total creció a una tasa del 10,0 % (Cuadro 2.2), superior a la del PIB. Durante los tres primeros trimestres del año este agregado registró expansiones trimestrales importantes y solo decreció en el último trimestre del año. Las transferencias del Gobierno a los hogares a través de diversos programas, junto con el subsidio al precio de los combustibles, impactaron positivamente el ingreso real disponible de las familias, contribuyendo al dinamismo del consumo privado. A ello se sumó el aumento de las remesas durante 2022 (del 10 % en dólares y 24,1 % en pesos), el mejoramiento de los indicadores laborales, especialmente de los niveles de empleo y de la formalidad, y unas condiciones crediticias favorables, al menos durante la primera mitad del año. Gracias a ello, el consumo privado creció un 9,5 % en el año, y aportó la mayor contribución al aumento de la demanda interna. Por otro lado, aunque el consumo público creció a una tasa mucho más modesta (1,4 %), en el primer trimestre alcanzó niveles históricamente altos, los cuales se corrigieron en el segundo y tercer trimestres. Por su parte, la formación bruta de capital (en particular, inversión en maquinaria y equipo, y la de transporte) registró el mayor crecimiento dentro de los componentes de la demanda interna (19,5 %) y, desde el comienzo del año, superó los niveles prevalecientes antes de la pandemia. A esta expansión contribuyeron la inversión en maquinaria y equipo, cuyos niveles de 2022 fueron un 25,5 % superiores a los de 2021, y la inversión en vivienda, que registró un incremento

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

	2021	2022				2022
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
Gasto de consumo final	13,6	10,8	11,6	8,1	2,0	8,0
Gasto de consumo final de los hogares	14,5	11,3	13,4	9,5	4,6	9,5
Bienes no durables	6,8	4,2	6,7	2,9	1,6	3,8
Bienes semidurables	29,0	31,2	26,5	8,5	-0,6	15,0
Bienes durables	22,0	11,4	21,6	2,6	-8,4	6,2
Servicios	16,2	13,3	15,9	14,9	8,7	13,1
Gasto de consumo final del gobierno general	9,8	7,5	3,0	0,1	-4,8	1,4
Formación bruta de capital	12,6	18,1	20,8	23,0	16,2	19,5
Formación bruta de capital fijo	17,3	8,2	12,5	16,0	10,6	11,8
Vivienda	40,2	-2,4	3,2	14,0	3,6	4,5
Otros edificios y estructuras	1,0	-3,7	4,0	11,5	-8,3	0,3
Maquinaria y equipo	24,2	25,6	22,1	23,0	31,3	25,5
Recursos biológicos cultivados	-0,9	-11,0	-10,7	-5,3	0,3	-6,8
Productos de propiedad intelectual	6,4	16,4	16,6	14,7	3,1	12,6
Demanda interna	13,4	12,3	13,4	10,2	4,6	10,0
Exportaciones	15,9	18,6	27,6	14,9	1,6	14,9
Importaciones	26,7	38,6	26,0	24,2	10,1	23,9
PIB	11,0	7,8	12,1	7,7	2,9	7,5

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

sustancial en el segundo semestre, principalmente jalonada por el segmento que no es de interés social (no VIS).

El dinamismo de la demanda interna se vio reflejado en un aumento de las importaciones que superó al de las exportaciones y que llevó a un incremento del déficit comercial. En 2022 las importaciones se expandieron a una tasa del 23,9 %, aumentando su participación en el PIB del 22,6 % en 2021 al 26,1 % en 2022, aunque aquella fue menor hacia finales del año. En el entretanto, las exportaciones registraron un crecimiento importante, pero sustancialmente menor (14,9 %) frente a las importaciones, pasando de representar el 13,2 % del PIB en 2021 al 14,1 % en 2022. Las importaciones se reflejaron, principalmente, en las compras de bienes de capital, y dentro de ellas sobresalieron las de equipo de transporte. En el caso de las exportaciones, la principal contribución a su aumento provino de las ventas externas de bienes no tradicionales y servicios, en especial el turismo de no residentes. En contraste, las mineras y las agrícolas presentaron una dinámica modesta. Con todo lo anterior, en 2022 el déficit externo en pesos constantes alcanzó un nivel histórico del -12,0 % del PIB[25], y fue considerablemente superior al de 2021 (-9,4 % del PIB) y al que se registraba antes de la pandemia.

Dados los altos niveles alcanzados por el PIB en 2022, los ajustes efectuados en la política monetaria, el *Plan Financiero* del Gobierno y el menor dinamismo de los socios comerciales se espera un menor crecimiento en 2023. Para este año se espera una moderación sustancial en el desempeño del consumo, de la mano del privado, principalmente. Factores como los altos niveles alcanzados en 2022, unas condiciones financieras internas más restrictivas y una menor confianza de los consumidores, en un entorno de alta inflación, deberían llevar a moderar el crecimiento de este agregado, sin descartar algún retroceso en sus niveles. Por su parte, se espera que el consumo público se ubique en niveles ligeramente superiores a los de 2022, compatibles con lo estipulado en la actualización del *Plan Financiero* del 20 de febrero de 2023[26]. Por otro lado, también se prevé un menor dinamismo de la inversión, sobre todo en la de maquinaria y equipo, y la de equipo de transporte, dados los muy altos niveles alcanzados en 2022 y el mayor costo del financiamiento tanto interno como externo que enfrentarán las empresas. El sector de obras civiles debería contrarrestar, en parte, el menor desempeño del resto de la inversión, a medida que se acelere la ejecución esperada en los proyectos que adelantan las administraciones locales y regionales. En el frente externo, la desaceleración económica esperada de los socios comerciales augura un bajo crecimiento de las exportaciones. Con todo lo anterior, el equipo técnico estima un crecimiento del producto de alrededor del 0,8 % para 2023. Cabe señalar que estas estimaciones siguen rodeadas de una alta incertidumbre por cuenta de riesgos internos y externos que puedan afectar los factores fundamentales implícitos en este pronóstico. De otra parte, existen factores positivos que podrían suavizar la desaceleración prevista de la economía colombiana en 2023.

El crecimiento esperado de la actividad económica en 2023 sería compatible con niveles de producto más sostenibles en el mediano plazo y con una reducción de las presiones inflacionarias. Posterior al choque de la pandemia del covid-19 Colombia registró una significativa recuperación de su actividad económica, con crecimientos importantes en los dos últimos años (11 % en 2021 y 7,5 % en 2022). Esto llevó al PIB real a un valor alto, que superó sustancialmente la capacidad productiva de la economía colombiana y generó amplios excesos de demanda. Una economía que opera por encima de su capacidad (brecha de producto positiva),

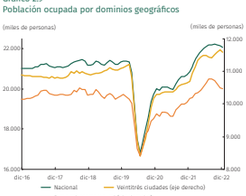
25 Por trimestres, la evolución del déficit comercial en pesos constantes como porcentaje del PIB fue: -12,3 % en el primer trimestre, -11,2 % en el segundo, -12,9 % en el tercero y -11,5 % en el cuarto.

26 El gasto total del Gobierno Nacional Central (GNC) se estima en 24,4 % del PIB para 2023 frente a un 22,1 % del PIB efectuado en 2022, de acuerdo con la actualización del *Plan Financiero* del 20 de febrero de 2023.

además de no ser sostenible, presiona el uso de la capacidad instalada y genera mayores incrementos de los costos de producción, lo que se traduce en presiones inflacionarias. En este sentido, el crecimiento estimado de la actividad económica para 2023, aunque es bajo, contribuye a reducir los excesos de demanda y conduciría al producto a niveles más compatibles con la capacidad productiva del país, reduciendo las presiones inflacionarias.

2.2.2 Mercado laboral

Gráfico 2.9
Población ocupada por dominios geográficos



Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.10
Empleo por posición ocupacional (agregado nacional)



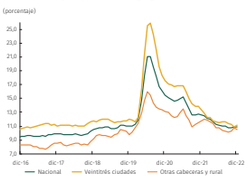
Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Durante 2022 se consolidó la recuperación del empleo a niveles superiores a los de prepandemia. En el segundo semestre la ocupación se estabilizó, acompañada de una dinámica heterogénea entre los dominios urbano y rural. De acuerdo con las cifras en trimestre móvil de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH), en diciembre de 2022 el empleo presentó una variación anual del 5,8 %, lo que corresponde a la creación de 1,2 millones de puestos de trabajo. Así, el nivel de empleo en el agregado nacional cerró el año en alrededor de 22 millones, cifra que es superior al promedio observado en 2019 (21,3 millones), antes de la pandemia. Sin embargo, cabe anotar que cuando se analiza el comportamiento en el margen, durante el segundo semestre de 2022 el empleo exhibió una dinámica heterogénea entre el área urbana y rural, lo que implicó que en el agregado nacional la ocupación tendiera a estabilizarse. En particular, entre junio y diciembre de 2022 el empleo urbano creció un 0,8 %, mientras que en el área rural hubo una contracción del 1,5 % (Gráfico 2.9). El comportamiento del empleo se refleja en la dinámica de la tasa de ocupación (TO), que entre diciembre de 2021 y de 2022 creció en 2,4 pp en el agregado nacional, cerrando el año en 56,4 %, nivel cercano al registrado en 2019 (57,7 %).

El empleo asalariado y formal fue el segmento más dinámico, lo que implicó decrecimientos de la tasa de informalidad. El segmento asalariado exhibió una tendencia creciente a lo largo del año, mientras que el segmento no asalariado se contrajo durante el segundo semestre de 2022. Como consecuencia de este comportamiento, las tasas de crecimiento anual del empleo asalariado fueron bastante superiores a las del no asalariado: entre diciembre de 2021 y de 2022 el segmento asalariado creció un 11,7 %, frente al 0,8 % del no asalariado (Gráfico 2.10). Esta dinámica del empleo asalariado se confirma con otras fuentes de información, como los registros de cotizantes a pensión de la Planilla Integrada de Liquidación de Aportes a Seguridad Social (PILA) y de afiliados a cajas de compensación familiar, los cuales muestran expansiones del empleo formal y niveles superiores a los observados antes de la pandemia. Como resultado, la tasa de informalidad mostró retrocesos durante 2022, cerrando el año en un 57,7 % y en 44,2 %, en el agregado nacional y las veintitrés ciudades, respectivamente.

La participación laboral creció, aunque menos que la ocupación, lo que dio espacios a reducciones de la tasa de desempleo (TD). Estas contracciones se dieron principalmente durante el primer semestre de 2022, ya que a partir del segundo semestre la TD se estabilizó alrededor del 11 % para el agregado nacional. La participación laboral, medida a través de la tasa global de participación (TGP), aumentó en 1,5 pp anualmente en diciembre de 2022, variación menor que la observada para la TO (2,4 pp). Buena parte del crecimiento de la TGP se dio en el primer trimestre del año, y fue impulsado principalmente por las mujeres en el área urbana, lo cual podría haber estado ligado a la plena normalización de la operación de instituciones educativas y de servicios de cuidado. Los menores aumentos de la TGP respecto a los de la ocupación dieron espacio a reducciones de la TD, sobre todo durante el primer semestre. Sin embargo, en el agregado nacional, durante el segundo semestre la TD moderó su caída y se estabilizó alrededor del 11 %. La estabilidad de la TD nacional obedeció a un comportamiento dispar entre el dominio urbano y rural, acorde con lo que ocurrió con la ocupación. En el área urbana la TD continuó decreciendo y en diciembre se ubicó en 11,2 %. Entre tanto, en las otras cabeceras y el área rural este indicador registró ligeros incrementos y cerró el año en 10,6 % (Gráfico 2.11). Por género, el mejor desempeño de la demanda laboral para las mujeres implicó que la brecha de la TD entre mujeres y hombres exhibiera correcciones sucesivas durante 2022. A diciembre el valor de esta brecha se situó en 4,8 pp.

Gráfico 2.11
Tasa de desempleo por dominios geográficos



Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.12
Índice de vacantes de diferentes fuentes



Nota: base 100 = 2018. La información de PILA está disponible hasta septiembre de 2022 y la de SPE hasta noviembre. Datos mensuales y desestacionalizados.
Fuentes: Arango (2013), Servicio Público de Empleo (SPE) y Morales y Lobo (2021); cálculos del Banco de la República.

Indicadores de demanda, como las vacantes, se mantuvieron en niveles altos durante 2022, aunque mostraron una rápida desaceleración en el último trimestre del año. En cuanto a los ingresos laborales reales, se registraron comportamientos mixtos entre el segmento asalariado y no asalariado. Las vacantes calculadas a partir de avisos clasificados, los datos del Servicio Público de Empleo (SPE) y las estimadas a partir de las contrataciones de la GEIH y la PILA se mantuvieron en niveles altos durante 2022. Lo anterior, junto con las reducciones observadas de la TD urbana, daba indicios de cierto grado de estrechez en el mercado laboral. No obstante, en los últimos meses de 2022 las vacantes mostraron una rápida corrección a la baja y a diciembre se redujeron trimestralmente, en promedio, en un 10 % (Gráfico 2.12). Esta corrección apuntaría a un paulatino desvanecimiento de las presiones inflacionarias procedentes de la dinámica propia del mercado laboral. Por tanto, quedarían como mayores riesgos inflacionarios los derivados del frente regulatorio, como los relacionados con los mecanismos de indexación al incremento del salario mínimo (véase el Recuadro 3). Los ingresos laborales, en términos reales, registraron comportamientos mixtos, y dependieron del grado de flexibilidad de los ingresos nominales, los cuales se ajustaron a las presiones inflacionarias. En el segmento asalariado, que es el de ingresos más rígidos, a diciembre presentó una variación anual de los salarios reales del -1,8 %. Por su parte, el ingreso laboral real de los no asalariados creció un 6,6 % anualmente, asociado con la mayor flexibilidad de este segmento para ajustar sus ingresos. Finalmente, para 2023 se espera un mercado laboral que permanezca relativamente estable, con una TD que registraría ligeros incrementos durante los dos primeros trimestres de este año, después de lo cual se estabilizaría.

2.3 Evolución y perspectivas de la situación fiscal

Después del deterioro de las cuentas fiscales generado por la pandemia del covid-19, el déficit fiscal del Gobierno General

(GG) habría empezado a disminuir en 2022[27]. Tras registrar un déficit del 2,6 % del PIB y una deuda neta del 37,7 % del PIB en 2019, las cuentas fiscales del GG se habrían afectado sustancialmente en 2020, como resultado, principalmente, del efecto de la pandemia del covid-19 sobre el recaudo y el gasto público del GNC. En efecto, mientras que el déficit del GG alcanzó un nivel del 7,2 % del PIB, la deuda se incrementó y alcanzó un 49,7 % del PIB. La ampliación en el déficit del FEPC[28] en 2021 y 2022, debido al mayor diferencial entre el precio de paridad internacional y el ingreso al productor, llevó a que las mejoras observadas en las cuentas fiscales del GNC en dicho período no se reflejasen en una corrección significativa del déficit fiscal del GG, el cual en 2021 y 2022 se ubicó en 7,1 % y 6,4 % del PIB[29].

En 2021 y 2022 las finanzas públicas del GNC registraron una importante corrección, mayor a la observada en el GG, respaldada en buena medida por el efecto de la recuperación de la actividad económica en el recaudo tributario. Partiendo ya de niveles de endeudamiento elevados en 2019, la pandemia del covid-19 se tradujo en una caída del recaudo y en una expansión del gasto estatal, que derivaron en un deterioro del déficit fiscal y la deuda del GNC. Al final de 2020 el déficit fiscal del GNC fue del 7,8 % del PIB (versus 2,5 % de 2019), mientras que la deuda neta alcanzó un 60,6 % del PIB (versus 48,4 % en 2019), lo que refleja la magnitud del choque enfrentado por la economía colombiana y su efecto en el deterioro de las cuentas fiscales. En 2021 se inició el proceso de recuperación de la actividad económica, apoyado por una política monetaria y fiscal contracíclicas. El buen desempeño de la actividad productiva, que continuó en 2022, favoreció el recaudo tributario y permitió un descenso del déficit fiscal del GNC, el cual, según cifras del más reciente *Plan Financiero*, representó un 5,5 % del PIB al cierre de 2022, equivalente a una corrección de 1,6 pp frente al déficit de 2021 (7,1 % del PIB).

El ajuste fiscal del GNC continuaría en 2023, alcanzando un superávit primario del 0,6% del PIB. Los precios favorables del petróleo, las reformas tributarias aprobadas a finales de 2021 y 2022 y el buen desempeño observado en el recaudo tributario no petrolero permiten anticipar una mejora de las cuentas fiscales en 2023. De acuerdo con el *Plan Financiero*, en 2023 el déficit fiscal y la deuda neta del GNC alcanzarían un 3,8 % y 57,5 % del PIB, respectivamente, mostrando una disminución y destacándose la corrección del déficit fiscal en 1,7 pp del PIB frente a 2022. Sin embargo, estos porcentajes todavía son muy superiores a los promedios históricos. El ajuste previsto llevaría las cuentas del GNC a registrar un superávit primario del 0,6% del PIB, que contrasta con el déficit primario observado entre 2020 y 2022, y evidencia también una mejora respecto al superávit primario del 0,4% del PIB observado en 2019. Por su parte, el *Plan Financiero* prevé que el gasto total del GNC alcance el 24,4 % del PIB en 2023, superior al observado tanto en 2019 (18,7 %) como en 2020 (23,1 %) y 2021 (23,4 %). En el gasto para 2023 se destaca el pago de intereses (4,4 % del PIB para 2023)[30] y los pagos que realiza la Nación para cubrir la posición neta del FEPC (1,7 % del PIB), así como el posible efecto de la inflación sobre los gastos de funcionamiento y los nuevos proyectos del Gobierno, planteados en el reciente *Plan Nacional de Desarrollo*. Estas presiones llevan a que el gasto público no haya disminuido tras la terminación de la pandemia del covid-19, sino, por el contrario, se haya incrementado.

El ajuste del déficit fiscal previsto para 2023 estaría acompañado de un nivel de deuda neta a PIB que se reduciría. No obstante, tendría una convergencia más lenta hacia su nivel ancla del 55 % del PIB frente a lo previsto en el MFMP de 2022. Aunque se proyecta un nivel de deuda pública a PIB decreciente, esta se encontraría aún por encima del nivel previo a la pandemia, así como de su promedio histórico y del nivel ancla de la regla fiscal. En efecto, según cifras del *Plan Financiero*, se proyecta para el GNC una deuda neta del 57,5 % del PIB para 2023, superior al 48,4 % de 2019 y al nivel ancla del 55 % de la regla fiscal. Es importante anotar que los niveles de deuda neta presentados en el *Plan Financiero* para el período 2023-2026 serían mayores a lo previsto en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo* de 2022, cuando se proyectaba alcanzar un 55 % en 2024.

El proceso de consolidación fiscal de los próximos cuatro años estaría soportado en gran medida en un aumento considerable de los ingresos tributarios y en un gasto primario que se reduce principalmente por los menores pagos del FEPC. Las proyecciones presentadas en el *Plan Financiero* indican que los ingresos tributarios se ubicarían en torno al 20 % del PIB entre 2023 y 2026, superior al 15,6 % del período 2010-2019 y al 16 % observado entre 2020 y 2022. De este aumento por cerca de 4 pp del PIB del recaudo, alrededor de la tercera parte provendría de los mayores ingresos de la reforma tributaria aprobada en 2022, y el restante se originaría por otras fuentes, como la reforma tributaria de 2021 (Ley de Inversión Social), el recaudo generado por el sector petrolero y la gestión de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN), entre otros. Por otro lado, se prevé que el gasto primario disminuya gradualmente a partir de 2024, debido principalmente a los menores pagos de la nación asociados con el FEPC[31]. Lo anterior está soportado en una convergencia gradual entre el precio interno e internacional de los combustibles líquidos al punto que dicho fondo alcance el equilibrio en 2026, por lo que cualquier desviación de dicho supuesto se traduciría en mayores necesidades de gasto para la nación.

El *Plan Financiero* presentado por el Gobierno Nacional para el período 2023-2026 cumpliría con las metas de déficit de la regla fiscal. Las proyecciones de déficit fiscal descritas son consistentes con el cumplimiento de la regla fiscal y de su periodo de transición, lo cual es fundamental para garantizar la estabilidad macroeconómica del país. No obstante, el espacio fiscal para 2024 y 2025 es reducido ya que se proyecta para dichos años un cumplimiento estricto de las metas de la regla.

Dada la interacción con la política monetaria, las decisiones y la credibilidad de la política fiscal desempeñan un papel esencial para evitar recargar el ajuste macroeconómico sobre las tasas de interés. La sostenibilidad fiscal es fundamental para determinar el continuo acceso al financiamiento y sus condiciones, no solamente para el sector público sino también para el privado. Como se comentó, los resultados fiscales han mejorado, pero las primas de riesgo para Colombia se mantienen elevadas y distanciadas de las de otros países emergentes con características similares. En este escenario, el aumento de las tasas de interés que debe pagar el Gobierno y de las primas de riesgo derivan en incrementos en la tasa de interés real que debe pagar toda la economía y en presiones de depreciación que limitan el accionar de la política monetaria. Por tanto, para revertir esta tendencia es indispensable asegurar la sostenibilidad fiscal.

Los niveles de deuda y déficit fiscal sugieren la necesidad de un ajuste ordenado como el propuesto por el gobierno en el *Plan Financiero*, en el que se continúa llevando las cuentas fiscales a niveles más prudenciales, contribuyendo con la estabilidad macroeconómica. En términos de política fiscal, las metas planteadas por el Gobierno Nacional son oportunas y se plantean bajo el cumplimiento de la regla fiscal. No obstante, en un escenario donde se afronten condiciones macroeconómicas menos favorables o donde se materialicen mayores presiones de gasto, se generaría un panorama que exigiría mayores esfuerzos fiscales para continuar con la reducción del déficit y la deuda. Es así que es fundamental cumplir con la senda de ajuste presentada por el Gobierno en el más reciente *Plan Financiero*.

27 Cabe recordar que el GG está integrado por el GNC, los gobiernos regionales y locales, el sector de la seguridad social (pensiones y salud) y el resto de las entidades del nivel central, dentro de las cuales se incluye el Fondo de Estabilización de los Precios de los Combustibles (FEPC).

28 "El FEPC fue creado en 2007 con el objetivo de atenuar en el mercado interno el impacto de las fluctuaciones de los precios internacionales de los combustibles líquidos (CL). De manera operativa, el Fondo evita que el ingreso al productor (precio de referencia) experimente fluctuaciones sustanciales si hay movimientos drásticos y repentinos en los precios internacionales de los CL (precio de paridad). La dinámica entre ambos precios, multiplicada por la cantidad de combustible vendida en el periodo, determina la posición neta del fondo; así, cuando el precio de referencia es mayor al de paridad, se genera un diferencial de participación (ingreso de FEPC), mientras que cuando esta diferencia es negativa, se genera un diferencial de compensación (gasto)" (*Marco Fiscal de Mediano Plazo*, 2022, p. 68).

29 Las cifras más recientes de las cuentas económicas institucionales del DANE al tercer trimestre de 2022 revelan un déficit del GG, el cual, en su cifra a doce meses, habría llegado al 5,6 % del PIB, inferior al 7,8 % estimado para 2021.

30 Cómo porcentaje de los ingresos corrientes de la nación, el gasto de intereses se estima para 2023 en torno al 24 %, superior al 20 % observado en 2018-2019.

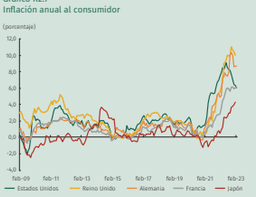
31 El Gobierno Nacional propuso un calendario de pagos tal que en el PGN de cada vigencia se incluyera el déficit causado en la vigencia pasada. Como ejemplo de ello, según cifras del *Plan Financiero*, se proyecta un déficit causado del FEPC para 2023 y 2024 por cerca del 1,7 % y 0,5 % del PIB, lo cual se traslada como pagos de la nación para 2024 y 2025, respectivamente.

Recuadro 2
La inflación y la política monetaria global

Durante el último año y medio el mundo ha enfrentado un revés importante de un comportamiento bajo y estable de la inflación, el cual se había observado durante varios años. El incremento de precios que se ha presentado desde 2021 ha ocurrido en un contexto de aumentos en la demanda agregada, derivado de la reactivación económica que surgió tras la pandemia, el debilitamiento de los aparatos productivos en todo el mundo, las disrupciones en las cadenas globales de suministro y los aumentos en los precios de los sectores energéticos, entre otros factores.

Desde el último trimestre de 2022 la inflación mundial ha empezado a mostrar signos de desaceleración, y en un número importante de países parece haber alcanzado un techo, debido a la posición restrictiva de la política monetaria, los menores precios de las materias primas y la dilución de choques de oferta. La consolidación fiscal que se ha dado en varias economías, luego de retirar los estímulos implementados en la pandemia, también ha permitido una reducción de la inflación, al contraerse la demanda agregada (Gráfico R2.1). La inflación básica, que excluye los precios de los alimentos y la energía, se ha moderado, aunque aún no inicia una senda descendente en la mayor parte de las economías. La persistencia de esta medida de inflación respondería a que aún se mantienen los excesos de demanda y a que los mercados laborales continúan apretados.

Gráfico R2.1
Inflación anual al consumidor



Fuente: bancos centrales y oficinas de estadística.

A pesar de las correcciones recientes en la tendencia de la inflación mundial, tanto su nivel como sus expectativas continúan muy por encima de los niveles prepandemia y de las metas de las autoridades monetarias. Aunque en 2022 se implementaron aumentos en las tasas de política monetaria por parte de la mayoría de los bancos centrales, se espera que la inflación continúe siendo persistente y que la convergencia hacia sus respectivas metas tome más tiempo del que se tenía previsto meses atrás. De acuerdo con las proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), la inflación global finalizaría 2023 en el 6,6 %, alcanzando un 4,6 % en las economías avanzadas y un 8,1 % en las emergentes. Con este panorama, la postura contracionista de la política monetaria global permanecería, con el fin de continuar con la reducción de la inflación y la convergencia hacia sus metas. Esta reducción también estaría apoyada por disminuciones del precio internacional del petróleo y otros productos básicos.

1. Antecedentes y factores que explican el incremento de la inflación global

La dinámica actual de la inflación se atribuye a diversos factores, principalmente relacionados con los efectos de la pandemia y de las medidas adoptadas para hacerle frente, además de la coyuntura económica y geopolítica de los últimos años. Esta dinámica ha sido caracterizada tanto por choques de oferta como de demanda, en un periodo de alta volatilidad de los mercados internacionales.

La pandemia del covid-19 trajo consigo dificultades en el frente económico para todos los países. Los efectos de las restricciones a la movilidad y la paralización de la actividad económica necesaria para hacer frente a la emergencia sanitaria repercutieron de forma importante sobre las economías de los hogares y las empresas, con efectos sobre los salarios, el empleo y las cadenas de valor. En este contexto, la prioridad de fortalecer los esquemas de salud y mitigar el efecto de la pandemia sobre los hogares y las empresas resultaron en im-

portantes estímulos fiscales y en posiciones más expansivas de la política monetaria en los países que contaban con espacio para hacerlo.

Con la apertura de las economías y las menores restricciones sobre la movilidad desde finales de 2020 y principios de 2021, comenzaron a materializarse los efectos de la pandemia sobre la inflación, explicados por factores tanto de demanda como de oferta. Por un lado, la reactivación de las economías y la permanencia de los estímulos fiscales y de política monetaria, con el objetivo de impulsar la recuperación económica, generaron presiones importantes sobre los precios a partir de los aumentos en la demanda. En particular, estas presiones estuvieron impulsadas por la recuperación del mercado laboral y el incremento del consumo como consecuencia de los estímulos, del ahorro represado y de un mayor flujo de crédito hacia los hogares. El dinamismo de la demanda agregada contribuyó a cerrar las brechas negativas del producto ampliadas con la pandemia, lo que generó una tendencia positiva en la inflación básica a través del crecimiento tanto del consumo público como del privado.

En el mismo sentido, se materializaron presiones inflacionarias desde la oferta que también contribuyeron a la dinámica de la inflación. En primer lugar, las disrupciones sobre las empresas y las cadenas productivas globales de bienes y servicios durante 2021 tuvieron una recuperación más lenta que la demanda agregada. A pesar de que la reapertura y los estímulos favorecían la reactivación de las empresas, las pérdidas en las cadenas globales de valor no permitieron que el ritmo de recuperación de la oferta igualara el de la demanda, contribuyendo a las presiones sobre la inflación. Segundo, los aumentos de los salarios y la evolución de los mercados laborales en algunos países se transmitieron en forma de mayores costos a las empresas, contribuyendo a las presiones sobre los precios de los bienes y servicios.

Además de los choques mencionados, la invasión de Rusia a Ucrania desde inicios de 2022 derivó en aún mayores presiones inflacionarias desde la oferta. En particular, las restricciones al comercio y las medidas económicas de la guerra contribuyeron a aumentos importantes en los precios de la energía en Europa, en el marco de un invierno más fuerte de lo esperado, así como en los precios de bienes intermedios (como los fertilizantes), lo que repercutió en los precios de los alimentos, con particular efecto sobre las economías emergentes. En el mismo sentido, el contexto geopolítico y sus efectos sobre la economía global, así como eventos idiosincrásicos a lo largo de 2022, afectaron las percepciones de riesgo, en mayor medida sobre los activos de las economías emergentes y, junto con una postura monetaria más restrictiva en Estados Unidos, derivaron en un fortalecimiento generalizado del dólar, principalmente en la segundad mitad de 2022. Esta depreciación global de las tasas de cambio, en el contexto de una mayor dinámica de la demanda agregada, contribuyó también a presiones inflacionarias adicionales tanto en bienes como en servicios, que fueron particularmente fuertes en los países en desarrollo con altas importaciones.

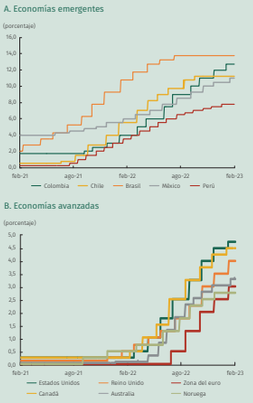
Aunque estas presiones han mostrado correcciones considerables en los últimos meses, así como los precios de los combustibles y de otras materias primas se han moderado, facilitando una reducción de la inflación total, las economías emergentes han continuado experimentando presiones inflacionarias importantes. La presencia de espirales de precios en las economías latinoamericanas y algunos países europeos parece contribuir a la inflación, transmitiendo los aumentos en el salario mínimo hacia los precios vía indexación y afectando las expectativas de inflación. Finalmente, el desmonte de subsidios sobre los precios de los alimentos o los servicios energéticos en algunos países ha representado presiones inflacionarias adicionales.

2. Respuesta de los bancos centrales ante las presiones inflacionarias

Los bancos centrales han respondido al aumento de la inflación con incrementos significativos de las tasas de interés de política monetaria, tanto en economías avanzadas como emergentes. El actual proceso de endurecimiento monetario se destaca por su velocidad y por ser un ciclo simultáneo y global que busca reducir la inflación y sus expectativas. Sin embargo, se observan diferencias entre economías avanzadas y emergentes, así como por regiones.

En América Latina, Brasil, Colombia, Chile y Perú las tasas de interés han aumentado en 1.175 pb, 1.100 pb, 1.075 pb y 750 pb, respectivamente. La normalización monetaria en la región inició en el segundo semestre de 2021, con excepción de Brasil, en donde el banco central realizó el primer incremento en sus tasas de interés en marzo de 2021 (Gráfico R2.2, panel A).

Gráfico R2.2
Tasas de interés de política monetaria



Fuente: bancos centrales.

Entre las economías emergentes de Europa se destaca el ajuste realizado por Hungría, donde las tasas de interès han aumentado 1.240 pb desde junio de 2021. Por su parte, Polonia ha realizado incrementos por 665 pb desde octubre de 2021. Las economías emergentes de Asia, más abiertas internacionalmente que los demás emergentes, no han tenido presiones inflacionarias tan elevadas, por lo que los aumentos en sus tasas de interés han sido más bajos en comparación con otras regiones. Desde 2021, en Malasia, India y Filipinas las tasas de interés han aumentado 100 pb, 250 pb y 400 pb, respectivamente.

En economías avanzadas los incrementos de la tasa de interés de política monetaria superan los 300 pb frente a los niveles que alcanzaron durante la pandemia. La Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed), el Banco Central Europeo (BCE), el Banco de Inglaterra y el Banco de Canadá han incrementado sus tasas de interés en 450 pb, 300 pb, 390 pb y 425 pb, respectivamente. Estos bancos centrales iniciaron su ciclo de incrementos en la primera mitad de 2022, con excepción del BCE, que incrementó su tasa de interés en julio de ese año. En Japón no se han realizado cambios en la tasa de interés de política monetaria debido a las limitadas presiones inflacionarias que enfrenta su economía. Ante una inflación anual del 4 %, el Banco Central de Japón ha mantenido su tasa de interés constante desde antes de la pandemia. Por su parte, el Banco de la Reserva de Australia ha aumentado su tasa de interés de intervención en 330 pb desde el cuarto trimestre de 2021. Además de los incrementos en la tasa de política monetaria, los países que durante la pandemia adoptaron medidas de expansión cuantitativa[1] han empezado a reducir el nivel de activos en sus hojas de balance, disminuyendo así la oferta de dinero en la economía para moderar la actividad económica y controlar la inflación (Gráfico R2.2, panel B).

El endurecimiento de la política monetaria por parte de los bancos centrales tiene consecuencias en el crecimiento y la inflación. Moderar la demanda agregada, suavizar el crecimiento del crédito y lograr el anclaje de las expectativas de inflación son objetivos que los bancos centrales persiguen a través una política más restrictiva. El incremento en las tasas de interés de política monetaria en la mayoría de los países se ha traducido en unas condiciones financieras internacionales menos favorables, ajuste que ha permitido moderar el ritmo de crecimiento de la actividad económica y ha contribuido al proceso de desaceleración de la inflación. Además de estos efectos, las condiciones financieras más restrictivas, causadas por la normalización monetaria en economías avanzadas, se han traducido en menores flujos de portafolio hacia economías emergentes, una menor demanda externa por sus exportaciones, y presiones sobre las tasas de cambio.

Aunque la contracción monetaria global ya parece estar influenciando la actividad económica y la inflación, es posible que esta haya tardado demasiado. En 2021 tanto autoridades monetarias como analistas coincidían en que el aumento en la inflación era causado por choques de oferta de carácter transitorio, y se esperaba una normalización gradual de la política monetaria luego de los estímulos implementados en la pandemia. Este diagnóstico, que en retrospectiva resultó errado, causó que las tasas de interés, en particular en economías avanzadas, no aumentaran tan pronto a la espera del comportamiento de la inflación. Aunque las autoridades monetarias no podían determinar la duración de los choques de oferta que empezaron a materializarse en 2021 ni era posible anticipar la invasión a Ucrania, la tardanza en las acciones de política monetaria podría explicar la persistencia de la inflación y una parte del aumento en las expectativas de inflación, al perjudicar la credibilidad de los bancos centrales respecto a su mandato de control de precios. Si bien es difícil evaluar un escenario contrafactual, el retraso en la normalización monetaria también podría haber restado efectividad a la política monetaria, haciendo que los recientes incrementos en las tasas de interés sean más elevados, en comparación con un ciclo de ajuste que hubiera iniciado antes.

[1] Las medidas de expansión cuantitativa (o *quantitative easing*) son una herramienta de política monetaria que consiste en la compra de activos financieros por parte de los bancos centrales para aumentar la oferta de dinero y estimular la actividad económica.

Gráfico R2.3
Tasas de interés de política monetaria implícitas en los mercados financieros



Fuente: Bloomberg.

A pesar de que el endurecimiento monetario ha sido generalizado, la velocidad y el tamaño de los incrementos en la tasa de interés, así como su nivel terminal y la duración de la postura restrictiva, seguirán dependiendo de los factores de cada economía y de la persistencia de los choques descritos en la sección anterior. Un ejemplo de factores locales son los niveles de gasto público que continúen incentivando la demanda interna, o la presencia de choques de oferta internos. Los países con estas situaciones enfrentarán presiones inflacionarias adicionales y probablemente requerirán una política monetaria más contractiva. Igualmente, la velocidad de convergencia de la inflación, a sus respectivas metas, dependerá de la persistencia de la inflación, producto de los diferentes choques que enfrenta cada país, el comportamiento de los mercados laborales, el grado de indexación de cada economía y la velocidad con la cual la demanda se ajusta a las condiciones financieras más restrictivas.

Hacia adelante, existe aún un elevado nivel de incertidumbre sobre la duración de este ciclo alcista de las tasas de interés, y sobre cuánto tiempo los bancos centrales mantendrán las tasas en niveles elevados, así como sobre su posterior reducción (Gráfico R2.3). Cifras de inflación, crecimiento o empleo por fuera de lo previsto pueden cambiar las expectativas sobre el futuro de la política monetaria global. Por ejemplo, pronósticos de crecimiento mayores para este año les darían a los bancos centrales mayor espacio para mantener las tasas de interés en terreno contractivo mientras la inflación retorna a la meta. Asimismo, una inflación más persistente de lo esperado implicará que los bancos centrales mantendrán la política contractiva por un periodo más largo, o en niveles más altos, que lo esperado actualmente.

Acorde con lo anterior, a pesar de la desaceleración de la inflación en ciertas economías, las autoridades monetarias serían cautas en iniciar un ciclo de recortes, justamente por la incertidumbre sobre el menor ritmo de la inflación (si es o no permanente) o, de lo contrario, se podrían presentar nuevos incrementos en el futuro, como se anticipa para algunas economías de la región (Gráfico R2.3, panel A). Frente a este escenario, los bancos centrales han resaltado la importancia de un proceso de normalización con base en la nueva información que vaya surgiendo, especialmente en un contexto de alta incertidumbre global. Las acciones y la comunicación de las autoridades monetarias estarán centradas en garantizar la convergencia de la inflación y sus expectativas a la meta, al menor costo posible en términos de actividad económica y empleo.

Recuadro 3
Efectos del salario mínimo en los precios y la inflación

El salario mínimo (SM) representa una de las políticas públicas más utilizadas en casi todos los países. Entre sus objetivos están proteger a los trabajadores contra el pago de salarios indebidamente bajos y contribuir con la reducción de la pobreza y las desigualdades. No obstante, se ha presentado evidencia de los efectos adversos de su implementación en el mercado laboral, lo que ha puesto en duda su capacidad para aumentar el bienestar de la fuerza laboral y permitir el buen funcionamiento del mercado de trabajo (Neumark y Wascher, 2008).

En Colombia, la figura del SM fue legalmente establecida a mediados del siglo XX, mediante la Ley 6 de 1945, la cual se hizo efectiva a partir de 1949. En su proceso de implementación se introdujo una amplia gama de salarios mínimos. Así, por ejemplo, el Decreto 236 de 1963 (que reglamentaba la Ley 1 de 1963) estableció salarios mínimos diarios por departamentos y tamaños de empresa; el Decreto 240 de ese mismo año reajustó el SM del sector agrícola y de los trabajadores menores de dieciséis años y fijó el SM por hora.

Desde 1964 el SM se determinó por sector económico (comercio, manufacturera, servicios, transporte, construcción, etc.), tamaño de empresa y dominio geográfico (urbano y rural), pero en 1983, mediante el Decreto 3506, se unificó en todo el país. Entre los argumentos que justificaron dicha medida estaba "la eliminación de una injusta discriminación en perjuicio de los trabajadores del sector rural. El proceso de ajuste culminó el 1 de julio, fecha a partir de la cual hubo un SM para la totalidad de los trabajadores colombianos que estaban colocados en este nivel de remuneración"[1].

Hoy en día, la fijación del SM en Colombia está regida por la Ley 278 de 1996, la Ley 990 de 2005 y la Sentencia de la Corte Constitucional C-815/9912. En las normas se crea la Comisión Permanente de Concertación de Políticas Salariales y Laborales, conformada por representantes del Gobierno Nacional, de empleadores, de trabajadores, de pensionados y de desempleados. Entre las variables que determinan el incremento anual del SM están la inflación del año que finaliza y la meta de inflación del año siguiente —fijada por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR)—, la productividad acordada por el Comité Tripartito de Productividad, la contribución de los salarios al ingreso nacional y el incremento del producto interno bruto (PIB).

La forma en que se ha implementado el SM en Colombia, incluyendo su incremento anual, lo ha llevado a representar cerca del 90 % del salario mediano[2], mientras que, en promedio, en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) (donde el mercado laboral funciona con mayor fluidez, según muchos de sus indicadores) dicha relación es cercana al 50 %. Una relación de la magnitud que se observa en Colombia sugiere un SM muy alto, comparado con los demás salarios de la economía o, dicho de otra manera, significa un SM mucho mayor que la productividad mediana de los trabajadores.

Teniendo en mente dicha relación, numerosos estudios técnicos han mostrado cómo los aumentos del SM contribuyen a la prevalencia de la informalidad laboral, la destrucción de empleo y el desempleo estructural. De igual manera, se ha encontrado evidencia de sus efectos en otros ámbitos de la economía, como la distribución de salarios e ingresos laborales y los precios de algunos bienes y servicios, en particular, la comida fuera del hogar[3].

[1] Mayores detalles se encuentran en Arango, Herrera y Posada (2008) y Arango *et al.* (2022).

[2] La relación entre el SM y el salario mediano se conoce como índice de Kaitz. El salario mediano es aquel en el que la mitad de los ocupados obtienen salario menor que dicho valor y, por consiguiente, la otra mitad de los ocupados obtienen un salario mayor.

[3] Detalles de esta evidencia se encuentran en Mondragón, Peña y Wills (2010), Arango y Flórez (2020a), Arango, Flórez y Guerrero (2020), Bell (1997), Arango y Rivera (2022), Arango y Flórez (2020b), Maloney y Núñez (2004), Arango y Pachón (2007), Mondragón, Peña y Wills (2013), Pérez (2020), y Arango, Gómez y Ardila (2011). Arango *et al.* (2022a) recogen y analizan esta evidencia.

Los aumentos del SM también afectan los ingresos y los gastos del Gobierno, tanto en el corto como en el largo plazo. Los efectos fueron estimados recientemente[4] al analizar el régimen de prima media del sistema pensional, la financiación del sistema de salud, los mecanismos de protección al adulto mayor —incluyendo el programa de beneficios económicos periódicos—, y la nómina de los servidores públicos. En general, los efectos se reflejan en un deterioro de las cuentas fiscales.

Los resultados de los incrementos del SM en materia de distribución presentados en un volumen reciente de la revista *Ensayos sobre Política Económica* (ESPE)[5], titulado "Efectos macroeconómicos del salario mínimo en Colombia", no parecen beneficiar a las familias ubicadas en la parte más baja de la distribución ni a otros grupos vulnerables, como los trabajadores por cuenta propia sin educación superior y los trabajadores por cuenta propia que no cotizan a seguridad social. En materia de pobreza monetaria de las familias y reducción de la desigualdad, el SM tampoco produce los resultados esperados, ya que aumenta la probabilidad de estar por debajo de la línea de pobreza monetaria y aumenta la desigualdad de los hogares.

Un aspecto menos explorado de los cambios del SM y también posiblemente menos esperado, tanto por los diseñadores y ejecutores de la política como por los trabajadores, son sus efectos en la inflación. El traspaso del SM a los precios se puede presentar por distintos canales, entre los que se encuentran el incremento de los costos laborales de las empresas, el estímulo a la demanda agregada debido a un mayor SM, el aumento del precio de algunos servicios indexados a su incremento anual, etc. Recientemente, en la misma revista ESPE se presentó evidencia que sugiere que en Colombia los incrementos del SM afectan tanto los precios de bienes y servicios individuales como también la inflación básica y la inflación total. Los resultados corresponden a precios en frecuencia mensual e inflación en frecuencia trimestral y anual. Para ello, utilizaron cuatro metodologías diferentes que se apoyan en diferentes bases de datos.

La primera metodología permite estimar la respuesta (elasticidad) de los precios de bienes y servicios individuales de la canasta familiar, sin algunos ítems regulados (IPC-SAIR), a las variaciones del salario mínimo. Utilizando datos entre enero de 2009 y diciembre de 2018, periodo en el cual se presentaron nueve incrementos del mínimo que oscilaron entre el 3,64 % y 7,0 %, se encontró que, efectivamente, los precios de los ítems seleccionados reaccionan, aunque con un alto grado de heterogeneidad, a los aumentos del SM nominal. Por ejemplo, en los meses de enero la mayoría de las elasticidades se sitúan entre −0,3 y 0,6. Sin embargo, más del 50 % del IPC-SAIR tiene coeficientes positivos, lo cual es consistente con una relación directa entre el incremento del SM y la inflación agregada del conjunto IPC-SAIR. Esta, no obstante, resulta ser baja, ya que el coeficiente mediano es de solo 0,056[6], lo cual significa que la inflación mediana se incrementaría en solo 0,056 %, producto del incremento en un 1 % del SM nominal. En términos agregados, un aumento de esta magnitud está asociado con un incremento de la inflación mensual mediana acumulada entre los meses de enero y mayo del IPC-SAIR del 0,16 %, después de este periodo las respuestas se disipan.

Entre enero y mayo el incremento mediano acumulado de las variaciones de los precios de los ítems individuales que conforman las distintas subcanastas es heterogéneo. Por transabilidad, prima la respuesta de los precios de los bienes y servicios no transables (0,185 %) frente a los transables (0,115 %); las variaciones de los precios de ítems producidos por firmas con poder de mercado (0,239 %) exhiben mayor traspaso a los precios que los de los ítems producido por firmas expuestas a mayor competencia (0,104 %). Dos subcanastas, como las de alimentos (0,347 %) y comidas fuera del hogar (0,508 %), exhiben traspasos acumulados de magnitud importante.

Con la segunda metodología, basada en series de tiempo, se estima la respuesta de la variación anual del IPC sin alimentos ni regulados a cambios del SM nominal del 1 %. Este es el principal indicador de inflación básica que utiliza el Banco de la República, el cual se supone que es el más afectado tanto por los cambios del SM como por la política monetaria. Agregaciones complementarias de precios como la inflación de alimentos y regulados responderían principalmente a factores de oferta y a reglamentaciones nacionales, respectivamente. Los resultados de este ejercicio sugieren que un incremento del 1 % en el SM nominal causa un aumento de la inflación básica trimestral del 0,14 %, lo cual se traduce en un aumento del 0,095 % en la inflación total. Dado que no hay evidencia de que las variaciones del precio de los alimentos y los bienes regulados no estén asociadas con los aumentos del SM, este coeficiente puede interpretarse como un límite inferior del traspaso de las variaciones del SM a la inflación total. Este enfoque permite evidenciar que, en parte, el aumento del SM, al tener como insumo esencial la inflación del año que termina, contribuye con la persistencia que caracteriza el proceso inflacionario en Colombia: la inflación pasada determina el aumento del SM y este, de nuevo, contribuye con la inflación del año en curso.

El enfoque de la matriz insumo-producto (MIP) supone que el traspaso de los ajustes del SM a los precios de los bienes se da por intermedio del mercado de trabajo, toda vez que dicho incremento conlleva al encarecimiento de aquellos trabajadores cuya remuneración corresponde al SM o está indexada al mismo. Es decir, esta metodología tiene en cuenta el impacto que se presenta en la distribución de ingresos laborales al producirse dichos cambios. Según la revista ESPE antes mencionada, todos los cuantiles de la distribución de salarios e ingresos laborales de los trabajadores se ven impactados por los aumentos del SM. Así, mayores costos laborales, por la vía de los eslabonamientos entre sectores, terminan afectando los precios al consumidor. Según esta metodología, el ajuste promedio que tuvo el SM nominal entre 2010 y 2019 (5,25 % anual) implicó un incremento promedio de los precios al consumidor del 0,758 % anual, es decir, que por cada 1 % de aumento en el SM nominal, el IPC se incrementó en un 0,144 %. Dicho de otra manera, el incremento promedio del SM nominal en la década pasada absorbió algo más que una cuarta parte de la meta puntual de inflación de largo plazo al cierre del año (0,758 % / 3 %), un resultado que se debe tener en cuenta.

El último enfoque utilizado por Arango *et al.* (2022a) se apoya en un modelo de equilibrio general dinámico en el que se explican y se cuantifican los múltiples efectos que desencadena un aumento sorpresivo del SM en un 1 % por encima de la regla utilizada en Colombia basada en la inflación del año que termina y los cambios en la productividad. Dicho incremento identifica el componente exógeno del cambio del SM. Los resultados cuantitativos sugieren que un incremento inesperado del 1 % del SM genera un leve incremento de las presiones inflacionarias, cercanas al 0,08 % en el primer trimestre, pero que van desapareciendo lentamente en los dos años siguientes, pero con la ayuda de un aumento leve en la tasa de interés de política cercana a 5 puntos básicos (pb). De nuevo, esta respuesta de la inflación es adicional a la que se presenta por el aumento usual asociado con la inflación pasada y el cambio en la productividad.

En suma, los distintos enfoques sugieren un traspaso de los incrementos del SM a la inflación que, a su vez, alimenta el incremento del SM del próximo año. Dicho traspaso puede absorber cerca de un 25 % de la meta puntual de inflación de largo plazo. Los aumentos del SM por encima de la inflación pasada y la productividad buscan tener efectos redistributivos; no obstante, según la evidencia presentada en el documento ESPE, dichos efectos no se consiguen. En cambio, aumentos de estas características generan traspasos del mínimo a la inflación que son aún mayores y que afectan a los más vulnerables, quienes suelen tener menos instrumentos para protegerse de la misma, como se explica en el cuerpo principal de este *Informe al Congreso de la República.*

Es importante tener en cuenta que, en un régimen de alta inflación como el actual, los aumentos del SM van a ser aún mayores, lo cual va a introducir más persistencia —traspasos posiblemente más altos— a la variación del nivel general de precios. Y la situación puede ser más difícil si se tienen en cuenta dos hechos derivados del actual proyecto de reforma laboral. Primero, si lo que se indexa a la inflación pasada no es sólo el SM sino también los demás salarios del sector formal menores que dos salarios mínimos. Segundo, si los mayores costos de la mano de obra que, en general, representan muchos de los artículos que se han conocido de dicha propuesta se traspasan a los precios por parte de las empresas.

4 Véase Arango *et al.* (2022b).

5 Correspondiente a Arango *et al.* (2022a).

6 Esta es la respuesta mediana de los precios a los cambios del SM nominal en el mes de enero. Por debajo de este número está la mitad de las elasticidades y por encima del mismo, la otra mitad de las respuestas.

Referencias

Arango, C.; Pachón, A. (2007). "Minimum Wages in Colombia: Favoring the Middle Class with a Bite on the Poor", *Ensayos sobre Política Económica*, vol. 25, núm. 55, pp. 148-193.

Arango, L. E.; Ardila, L. K.; Gómez, M. (2011). "Efecto del cambio del salario mínimo en el precio de las comidas fuera del hogar en Colombia", *El mercado de trabajo en Colombia: hechos, tendencias e instituciones*, E. López-Enciso y F. Hamman (eds.), cap. 21, p. 872, Bogotá: Banco de la República. [en línea], disponible en: http://babel.banrepcultural.org/digital/collection/p17054coll18/id/314/rec/2

Arango. L. E.; Ávila-Montealegre, O.; Bonilla-Mejía, L.; Botero-García, J.; Caicedo-García, E.; Dávalos-Álvarez, E; Flórez, L; Gómez-Pineda, J; Grajales-Olarte, A; Guarín-López, A; Hamann-Salcedo, F; Hermida-Giraldo, D; Julio-Román, J; Lasso-Valderrama, F; Martínez-Cortés, N; Méndez-Vizcaíno, J; Morales-Zurita, L; Ospina-Tejeiro, J; Pulido-Mahecha, K; Ramos-Veloza, M; Vargas-Riaño, C. (2022a). "Efectos macroeconómicos del salario mínimo en Colombia", *Ensayos sobre Política Económica*, Banco de la República, disponible en: https://doi.org/10.32468/espe103

Arango, L. E.; Flórez, L. A. (2020a). "Regional Labour Informality in Colombia: a Proposal for a Differential Minimum Wage", *Journal of Developing Studies*, vol. 57, núm. 6, pp. 1016-1037, disponible en: https://doi.org/10.1080/00220388.2020.1841170

Arango, L. E.; Flórez, L. A. (2020b). "Determinants of Structural Unemployment in Colombia: a Search Approach", *Empirical Economics*, vol. 58, pp. 2431-2464, disponible en: https://doi.org/10.1007/ s00181-018-1572-y

Arango, L. E.; Flórez, L. A.; Guerrero, L. (2020). "Minimum Wage Effects on Informality across Demographic Groups in Colombia", Borradores de Economía, núm. 1104, Banco de la República [en línea], disponible en: https://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/9810

Arango, L. E; Botero, J.; Dávalos, E.; Gallo, D.; Hernández, E. (2022b). "Efectos fiscales y distributivos del salario mínimo en Colombia", Borradores de Economía, núm. 1216, Banco de la República.

Arango, L. E.; Rivera, S. (2022). "Moderate Wage Increases and Flexible Labour Contracts to Protect Employment in Colombian Manufacturing", *Journal of Policy Modeling*, disponible en: https://doi. org/10.1016/j.jpolmod.2022.07.002

Bell, Linda A. (1997). "The Impact of Minimum Wages in Mexico and Colombia", *Journal of Labour Economics*, vol. 15, núm. 3, pp. 102-135.

Mondragón, C.; Peña, X.; Wills, D. (2010). "Labor Market Rigidities and Informality in Colombia", CEDE (7), Universidad de los Andes, en: http://hdl.handle.net/1992/8153

Mondragón, C.; Peña, X.; Wills, D. (2013). "Rigideces laborales y salarios en los sectores formal e informal en Colombia", *El mercado de trabajo en Colombia: hechos, tendencias e instituciones*, pp. 167-202, L. E. Arango y F. Hamann (eds.), Bogotá: Banco de la República.

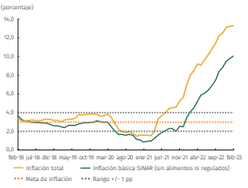
Pérez, J. (2020). "The Minimum Wage in Formal and Informal Sectors: Evidence from an Inflation Shock." *World Development*, núm. 133 [en línea], disponible en: https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2020.104999

03/ Inflación y decisiones de política monetaria

3.1 Evolución y perspectivas de la inflación

La inflación mantuvo una tendencia alcista en 2022, impulsada por choques de oferta y de demanda, con una persistencia y magnitudes difíciles de anticipar. Al igual que sucedió en muchas otras economías del mundo (véase el Recuadro 2), durante 2022 la inflación en Colombia registró niveles altos y significativamente superiores al objetivo de la autoridad monetaria. En diciembre la inflación anual al consumidor se situó en el 13,12 %, muy por encima de lo registrado doce meses atrás (5,62 %) (Gráfico 3.1). El aumento de precios fue generalizado y abarcó también los precios al productor, cuya variación anual a finales del año fue del 20,35 %, también superior a la registrada a finales de 2021. Diversos factores confluyeron para explicar dichos aumentos, buena parte de ellos de origen externo y que afectaron la oferta de la economía. Entre ellos cabría citar los aumentos de los precios internacionales de materias primas y productos terminados, como consecuencia de los problemas logísticos y los cuellos de botella generados por la pandemia, y que fueron potenciados de manera importante por la guerra en Ucrania. Estos aumentos se trasladaron a los precios en Colombia mediante diversos canales y afectaron, sobre todo, a los alimentos, pero también a los precios de otros bienes y servicios. En el nivel interno, además, las secuelas de largo plazo que dejaron los bloqueos viales de 2021 y un clima adverso también repercutieron en los precios de los alimentos. Simultáneamente con estas presiones externas y de oferta, la economía enfrentó un auge de la demanda, estimulado, en parte, por una política fiscal expansiva que, junto con presiones cambiarias, en especial en la segunda mitad del año, acentuó el traspaso de estas presiones externas a los precios internos. En el contexto anterior, además, la indexación a mayores tasas de inflación extendió y prolongó aún más las alzas de precios hacia el segmento de los servicios. Aunque la política monetaria respondió en consecuencia ante estas circunstancias, ajustando al alza la tasa de interés de política, el grueso de los efectos de estas acciones se empezará a sentir en 2023 y 2024, como se señala más adelante.

Gráfico 3.1
Índice de precios al consumidor (IPC)
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En 2022 la inflación básica también aumentó de manera importante. El indicador de referencia del Banco para medir la inflación básica[32] (IPC sin alimentos ni regulados) se situó en el 9,5 % en diciembre frente a un registro de solo un 2,5 % un año atrás. Otros indicadores de inflación básica (núcleo 15 e IPC sin alimentos) también registraron una marcada tendencia ascendente y con registros superiores al indicador de referencia.

32 Las medidas de inflación básica buscan eliminar los efectos de perturbaciones temporales en los precios. Para esto, se excluyen de la canasta del IPC aquellos ítems con comportamientos de precios muy volátiles o que están fuera del control de la política monetaria. Por ejemplo, los precios de los alimentos y algunos precios regulados (combustibles, servicios públicos, transporte). Estas medidas proveen información de la tendencia de largo plazo de los precios, y es la inflación que está directamente afectada por las decisiones de política monetaria.

La inflación básica, que había caído a niveles muy bajos y por debajo de la meta de la autoridad monetaria (3,0 %) en 2020 y 2021 por cuenta del colapso de la demanda durante la pandemia y de diversas medidas de alivios de impuestos y de precios para contrarrestarla, presentó un fuerte quiebre en 2022 en la medida en que dichos choques se diluían plenamente y que eran reemplazados por presiones alcistas externas e internas a lo largo del año.

Factores como la indexación y la depreciación de la tasa de cambio, en un contexto de una demanda interna muy dinámica, ganaron importancia en la formación de los precios tanto de los bienes como de los servicios. El cierre de la inflación total al consumidor de 2021 por encima de la meta, con unas expectativas de inflación que también superaron esta cifra y el ajuste del salario mínimo en dicho año (10,0 %), repercutieron en el aumento del precio de los bienes, pero sobre todo de los servicios. Estos efectos de segunda ronda se sumaron a las presiones provenientes de los elevados precios internacionales y de la fuerte depreciación del peso frente al dólar en la segunda mitad del año. Ambos efectos fueron facilitados por una demanda interna que se sostuvo en niveles altos durante todo 2022, lo que redujo los excesos de capacidad productiva de la economía y llevó a la brecha del producto a terreno positivo por primera vez en varios años. Como consecuencia de todo lo anterior y de la reversión de algunos alivios tributarios, la variación anual en el IPC de bienes aumentó considerablemente en el transcurso del año, al pasar del 3,31 % en diciembre de 2021 al 15,04 % a finales de 2022. Por su parte, la variación anual en el IPC de servicios pasó del 2,18 % en 2021 al 7,41 % en diciembre de 2022. A esto último contribuyó primordialmente el comportamiento de las comidas fuera del hogar, cuyos precios estuvieron, a su vez, afectados por la fuerte alza en los precios de los alimentos y por el incremento en los costos laborales de dichos establecimientos, entre los más destacados. Un segmento importante de los servicios se ajustó a tasas superiores al 6,0 %, debido, en buena parte, a la indexación a la tasa de inflación de 2021, que también había superado la meta. La excepción notable fue el comportamiento de arriendos que, aunque presentó una variación anual en ascenso, cerró el año en un 3,64 %. Cabe señalar que este ítem es el de mayor peso en la canasta del IPC (25,16 %).

Contrario a lo esperado, los precios de los alimentos continuaron siendo afectados por presiones externas y choques de oferta internos, los cuales fueron reforzados por la depreciación de la tasa de cambio. A lo largo de 2022 los precios de los alimentos presentaron una fuerte aceleración, al pasar de una variación anual del 17,2 % en diciembre de 2021 al 27,8 % a finales de 2022. Dicha aceleración se observó tanto para el componente de alimentos perecederos como para el de procesados, los cuales registraron variaciones anuales en diciembre de 2022 del 36,4 % y 25,3 %, respectivamente (frente al 24,4 % para perecederos y 15,3 % para procesados en diciembre de 2021). Lo que se observó durante 2022 fueron aumentos generalizados y de gran magnitud en todos los rubros de alimentos, cuyos precios fueron presionados al alza de manera sucesiva por choques tanto locales como externos. Dentro de los choques internos se destaca, además de la depreciación acumulada del peso frente al dólar, el exceso de precipitaciones originada por el fenómeno de La Niña, el cual afectó a algunos cultivos; el aumento de las exportaciones de algunos productos, y el efecto rezagado del bloqueo vial de mediados de 2021[33]. Por su parte, dentro de los diversos choques externos se destaca el efecto alcista duradero de la guerra en Ucrania sobre los precios internacionales de los fertilizantes e insumos que son claves para la producción de alimentos. Estos precios y costos presentaron algunas reducciones hacia finales de año, las cuales no alcanzaron a transmitirse a los precios internos, entre otras razones por la aceleración de la depreciación de la tasa de cambio. Adicionalmente, el comercio global de alimentos se ha visto restringido por políticas de soberanía alimentaria y por sequías extremas en algunos países relevantes en la producción mundial.

Los precios de los bienes y servicios regulados también continuaron ejerciendo presiones alcistas sobre la inflación, debido a los ajustes que se efectuaron en energía y combustibles, dados los rezagos tarifarios que se generaron durante la pandemia. La variación anual del IPC de regulados en diciembre (11,77 %) resultó bastante superior a la de un año atrás (7,1 %), aunque en los últimos meses del año presentó un descenso. El aumento más significativo se registró en las tarifas de la energía eléctrica (22,4 % anual en diciembre de 2022), como resultado de la implementación de los ajustes que no se aplicaron durante la pandemia[34]. Adicionalmente, estas tarifas fueron afectadas en alguna medida por los altos precios de los combustibles, por los cargos para inversión y recuperación de pérdidas y por la indexación al IPP. Otro aumento importante se dio en el IPC de combustibles, el cual cerró el año con una variación anual del 10,70 %. Este aumento obedeció a la necesidad de empezar a cerrar la brecha existente entre los precios internos de la gasolina y los precios internacionales, la cual había generado un elevado déficit en el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC). Las tarifas de gas también aumentaron a lo largo del año, reflejando los altos precios internacionales de los combustibles y la depreciación acumulada de la tasa de cambio. Finalmente, las tarifas de acueducto también se ajustaron a tasas cercanas al 10 %, reflejando alzas acordes con los niveles de inflación actual. El resto de divisiones de los regulados (educación y resto) presentaron alzas menores a lo largo del año.

La disolución esperada de algunos choques de oferta, junto con las acciones de política monetaria, contribuirían a la convergencia de la inflación a su meta del 3 %. Durante los primeros dos meses de 2023, la inflación anual al consumidor se mantuvo en niveles superiores al 13 %, sostenida por ajustes crecientes en la inflación básica, en particular de la de servicios, a pesar de un descenso en el ritmo de ajuste en los precios de los alimentos y del resto de bienes. Para el resto del año se espera un descenso de la inflación, de la mano de cada vez menores ajustes en los precios de los alimentos en la medida que se diluyan las presiones de costos externos y se superen los choques de oferta por clima y por los bloqueos viales de años anteriores, así como de la desaceleración observada recientemente del IPP. A la disminución de la inflación contribuirá el ajuste acumulado de la tasa de interés de política, que en 2023 debería ubicarse en el nivel requerido para moderar la demanda interna a niveles acordes con la capacidad productiva de la economía y frenar el aumento de las expectativas de inflación. No obstante, el proceso de reducción de la inflación será gradual y su convergencia a la meta se extenderá más allá de 2023. Factores como la indexación y la depreciación acumulada de la tasa de cambio seguirán ejerciendo presiones alcistas por varios trimestres sobre diferentes segmentos del IPC, como los servicios y los regulados, mientras que la transmisión de la política monetaria a la actividad económica y a los precios operará con su rezago usual.

3.2 Decisiones de política monetaria

En 2022 la mayoría de los bancos centrales incrementaron sus tasas de interés de política monetaria como respuesta a la alta inflación[35] (véase el Recuadro 2). En 2021 las políticas monetarias y fiscales expansivas impulsaron la recuperación económica, pero también propiciaron la acumulación de desbalances macroeconómicos que derivaron en riesgos considerables para las economías emergentes. La recuperación de la demanda global se enfrentó con un aparato logístico y productivo debilitado por la pandemia, y desde finales de 2021 surgieron excesos de demanda, los cuales terminaron generando un aumento de la inflación global. En 2022 el aumento de la inflación y de sus expectativas se hizo más persistente debido a los efectos de la invasión de Rusia a Ucrania y por las restricciones sanitarias en China para contener los rebrotes del Covid-19. Ante este entorno macroeconómico, y partiendo de una postura ampliamente expansiva, desde finales de 2021 los bancos centrales de varias economías emergentes empezaron a normalizar su política monetaria, proceso que también se inició desde comienzos de 2022 en los países desarrollados. Si bien en algunas de esas economías la inflación ya empezó a ceder, las expectativas y proyecciones de la inflación todavía superan las metas de sus respectivos bancos centrales y, por tal motivo, se espera que en 2023 la postura de la política monetaria global continúe hacia terreno contractivo y genere unas condiciones de financiamiento más apretadas.

En Colombia el Banco de la República tiene como mandato constitucional "velar por mantener el poder adquisitivo del peso, en coordinación con la política económica general". Para cumplir con lo anterior, desde 1999 la JDBR implementó un esquema de inflación objetivo con régimen de tasa de cambio flexible, 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. Este marco de política tiene, entre otras, la virtud de facilitar que la política monetaria sea contracíclica. 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 no deseados de precios, la TPM se modifica para anclar las expectativas y contribuir a que la inflación retorne a la meta. Todos estos procesos son más rápidos y suaves si existe credibilidad en la política monetaria.

Los efectos acumulados de la política monetaria sobre el comportamiento del producto y de los precios no son inmediatos, involucran cierto grado de incertidumbre y, por tanto, su contribución a la convergencia de la inflación a la meta requiere de tiempo[36]. Los mecanismos mediante los cuales las acciones de política monetaria afectan a la inflación se denominan *canales de transmisión de la política monetaria* (*v. g.*: canal de tasa de interés, canal de crédito, canal de tasa de cambio, canal de expectativas, entre otros)[37]. En términos generales, estos canales operan porque los movimientos en la TPM afectan las tasas de interés de mercado a diferentes plazos y los precios de los activos de la economía y, de esta forma, influyen en las expectativas de los agentes y en sus decisiones de gasto y de inversión. Todo esto genera cambios en la oferta y en la demanda agregada de la economía, con efectos directos sobre el comportamiento de los precios. No obstante, la importancia de cada uno de estos canales y la velocidad con la que operan depende de factores como el tamaño y la persistencia de los choques externos e internos que esté enfrentando la economía, el desempeño de la política fiscal, las rigideces de precios, los cambios regulatorios, las expectativas de inflación, la credibilidad de la política monetaria, entre otros. En este contexto, la política monetaria adecuada para el control de la inflación involucra un elevado grado de incertidumbre, ya que depende de la interacción y de la evolución presente y futura de los factores mencionados. Por tal motivo la JDBR mantiene un análisis permanente de esas dinámicas, para evaluar el ajuste que se requiere en la TPM para conducir la inflación a la meta del 3 %.

Desde septiembre de 2021 la JDBR viene incrementando la TPM, ratificando su compromiso con la convergencia de la inflación a la meta del 3 %. Desde finales de 2021 la inflación se incrementó y empezó a alejarse de la meta, afectada por los bloqueos viales de mayo de 2021 y sus efectos negativos sobre las cadenas productivas, por el retiro de algunos alivios dados durante la pandemia, y por los fuertes choques de costos externos ya mencionados. Posteriormente, en el primer semestre de 2022 la recuperación económica nacional se consolidó y la demanda interna registró una fuerte dinámica, debido en especial al comportamiento del consumo privado, financiado en un porcentaje importante con crédito. Con esto, a partir del segundo semestre el nivel de la demanda superó la capacidad productiva de la economía, hecho que se reflejó en una ampliación del déficit de la cuenta corriente del país. El mercado laboral también se recuperó y alcanzó niveles de empleo superiores a los registros de prepandemia, mientras que el aumento del salario mínimo, muy superior a la meta de inflación, ejerció presiones de costos laborales sobre los precios y afectó diversos precios y tarifas por la vía de la indexación. La aceleración de la inflación se reforzó por la depreciación acumulada del peso y su traspaso a los precios internos, y por una indexación de precios a tasas de inflación más elevadas. Con este entorno, durante 2022 la inflación, su pronóstico y expectativas aumentaron y se alejaron del 3 %, y se incrementó el riesgo de que un proceso de indexación generalizado se acentuara y distanciara aún más la inflación de la meta. Por todo lo anterior, durante 2022 y lo corrido de 2023 la JDBR continuó con el proceso de ajuste de la política monetaria e incrementó la TPM en varias ocasiones: desde el 3 % en diciembre de 2021 al 12,75 % en enero de 2023. Estas acciones contribuyen a moderar la dinámica de los altos niveles de demanda, los cuales superan la capacidad productiva de la economía y ejercen presiones al alza sobre los precios. Así, esta postura reafirma el compromiso de la JDBR no solo con la meta de inflación sino también con la estabilización de la actividad económica al máximo nivel sostenible, ya que bajar la inflación resulta indispensable para el retorno a tasas de interés de largo plazo en niveles bajos, las cuales estimulen la inversión y aumenten el crecimiento a mediano y largo plazos. Así mismo, la JDBR reitera que, en el contexto de una elevada incertidumbre, las decisiones sucesivas que se adopten dependerán críticamente de la nueva información disponible.

33 Véase el Recuadro 1 "Inflación de alimentos: una comparación con otros países" del *Informe de Política Monetaria* de octubre de 2022. https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/10504/informe-politica-monetaria-octubre-2022-recuadro1.pdf?sequence=2&isAllowed=y

34 Véase la Resolución CREG 701-101 del 13 de septiembre de 2002.

35 La mayoría de países de la OCDE han aumentado sus tasas de interés de corto plazo como respuesta a las presiones inflacionarias. Las únicas excepciones han sido Japón, debido a las limitadas presiones inflacionarias que ha enfrentado, y Turquía, donde la inflación al finalizar 2022 se ubicó en 64,3 %.

36 El rezago con que opera la política monetaria sobre el producto y los precios es diferente entre países, ya que depende de múltiples factores. Varios autores, como López *et al.* (2016), Meyer (2002), Rebeco (2007) y Coletti *et al.* (2006), mencionan que la transmisión de la política monetaria puede tardar entre seis y ocho trimestres. Sin embargo, otros autores presentan distintos rezagos entre países. Por ejemplo, Havranek y Rusnak (2012) encuentran rezagos mayores en países desarrollados (veinticinco-cincuenta meses), que en las economías en desarrollo (diez-veinte meses). Ehrmann (2000) estudia trece países de la Unión Europea y encuentra una transmisión relativamente rápida a los precios (dos a ocho trimestres) en varios de ellos, y solo algunos casos, como Francia e Italia, con un rezago de más de doce trimestres. De acuerdo con el Bank of England, en el caso de Inglaterra este rezago puede ser cercano a nueve trimestres.

37 Por ejemplo, el *canal de tasa de interés* indica que los cambios en la TPM (corto plazo) se trasladan a las tasas de interés de plazos más largos para distintos depósitos o instrumentos financieros. Esto contribuye a variaciones en las decisiones de consumo e inversión y altera la dinámica de los precios. Lo anterior puede ser reforzado por el *canal de crédito bancario*. Este último opera cuando los préstamos bancarios son una fuente de financiación importante para los agentes y, cuando para los bancos, la cartera y las inversiones no son sustitutos perfectos. Así, cambios en la TPM pueden transmitirse a las tasas de interés de ahorro y crédito, afectando la oferta y demanda de préstamos y, por esta vía, impactando la demanda agregada y los precios.

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

4.1 Intermediación financiera de los establecimientos de crédito

Durante todo 2022 la cartera de los establecimientos de crédito (EC) sostuvo crecimientos reales superiores a los de los últimos cinco años[38]. En el primer semestre presentó una tendencia creciente, en especial la cartera de consumo, mientras que en el segundo la desaceleración de dicha modalidad influyó en la moderación del crecimiento de la cartera total. Durante la primera mitad del año la cartera total se aceleró y continuó con el comportamiento registrado desde mediados de 2021. En especial, la cartera de consumo presentó los mayores incrementos anuales de los últimos diez años. En el caso de la cartera comercial, su aceleración se explicó, en parte, por el aumento en los créditos para empresas grandes, cuya demanda había estado relativamente reducida en el segundo semestre de 2020 y en 2021. Así las cosas, la cartera contribuyó a la alta dinámica de la demanda interna registrada en la primera mitad del año. En la segunda mitad de 2022 se redujo el dinamismo de la cartera de consumo y se observaron disminuciones en los desembolsos, acordes con el anuncio en agosto durante la 56ª Convención Bancaria y posterior expedición de mayores requerimientos de provisiones por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC)[39] con el propósito de mitigar los riesgos de crédito asociados. Además, se moderó el crecimiento de la cartera comercial, se observaron reducciones en las tasas de crecimiento de la cartera de vivienda y estabilización en la de microcrédito (Gráfico 4.1).

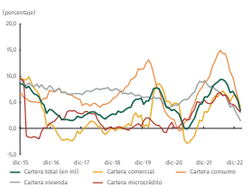
El alto dinamismo de la cartera en la primera parte de 2022 ocurrió junto con una recuperación en la percepción de la oferta y la demanda de crédito. No obstante, en el último trimestre del año se comenzó a evidenciar una reducción marcada en la percepción de la demanda y mayores requerimientos en la originación de nuevos créditos. Los resultados del *Reporte sobre la Situación del Crédito en Colombia*, del Banco de la República, con corte a diciembre de 2022[40], muestran para el cuarto trimestre una reducción en la percepción de la demanda de crédito por parte de los EC para todas las modalidades de cartera (Gráfico 4.2). Adicionalmente, los EC encuestados manifestaron haber incrementado sus requerimientos para otorgar nuevos préstamos, principalmente para la cartera de consumo. Por su parte, la percepción que tienen los EC sobre la oferta de crédito solo se contrajo para la modalidad de microcrédito (Gráfico 4.3). Teniendo en cuenta lo anterior, podría esperarse que durante el primer trimestre de 2023 se observe una desaceleración de la cartera a los hogares.

El endeudamiento de los hogares continuó en niveles históricamente elevados. Acorde con el comportamiento de la cartera, durante el primer semestre de 2022 el endeudamiento de los hogares mantuvo la tendencia de crecimiento acelerado que venía presentando desde el año anterior, debido, principalmente, a los préstamos de consumo. Acorde con lo anterior, el indicador de deuda sobre ingresos (DTI) presentó incrementos, alcanzando su máximo histórico en marzo de 2022 (Gráfico 4.4). En el segundo semestre esta dinámica se moderó, pese a que se mantuvo en niveles históricamente altos a finales del año. Este nivel de endeudamiento, junto con elevados indicadores de carga financiera de los hogares (Gráfico 4.5), supone un mayor riesgo derivado de la materialización de un posible choque negativo a los ingresos, en especial en un entorno con perspectivas de desaceleración económica y condiciones financieras más apretadas.

El endeudamiento del sector corporativo privado como porcentaje del PIB continúa estable. Durante 2022 el endeudamiento del sector corporativo privado se mantuvo estable (relativo al PIB) y se ubicó por tercer año consecutivo en niveles cercanos al 54,0% (Gráfico 4.6). En cuanto a las fuentes de endeudamiento, se observó una ligera disminución de la deuda en moneda local, la cual contrastó con un incremento de la deuda en moneda extranjera; sin embargo, el porcentaje de esta última, que cuenta con algún mecanismo de mitigación de riesgo cambiario, representa el 67,9%, nivel que se ha mantenido estable respecto a años anteriores.

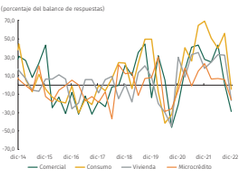
La cartera comercial siguió presentando mejoras en los indicadores de riesgo de crédito, mientras que para la cartera de consumo estos indicadores se deterioraron a partir del segundo trimestre de 2022. Consistente con el dinamismo de la actividad económica, durante 2022 los indicadores de calidad por riesgo (ICR)[41] y calidad por mora (ICM)[42] de todas las modalidades, salvo consumo, disminuyeron. Por su parte, la cartera de consumo exhibió un deterioro sostenido en ambos indicadores desde el segundo trimestre de 2022 (Gráfico 4.7).

Gráfico 4.1
Crecimiento real anual de la cartera bruta por modalidad[a/]



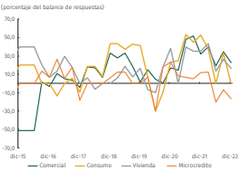
ml: moneda local.
a/ Deflactado con el IPC sin alimentos. Información mensual con datos semanales correspondientes al viernes más cercano a fin de mes. La cartera de vivienda incluye ajustes por titularización, y la comercial por *leasing* operativo y por ventas de cartera para manejo a través de derechos fiduciarios. No incluye créditos a empleados.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (formato 281); cálculos del Banco de la República. La información del formato 281 tiene carácter preliminar y puede presentar diferencias frente a los estados financieros mensuales.

Gráfico 4.2
Percepción de la demanda de crédito para los establecimientos de crédito



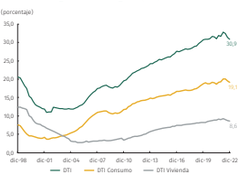
Nota: un resultado positivo del balance de respuestas se interpreta como una percepción general de un aumento en la demanda de crédito, y viceversa.
Fuente: Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia, diciembre de 2022; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.3
Cambio en la oferta de nuevos créditos



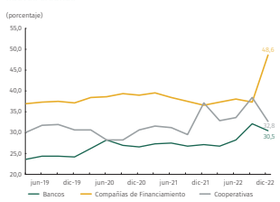
Nota: un resultado positivo del balance se interpreta como una percepción general de un aumento en la oferta de nuevos créditos, y viceversa.
Fuente: Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia, diciembre de 2022; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.4
Deuda sobre ingreso de los hogares (DTI)



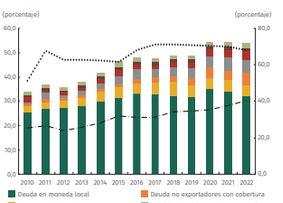
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, DANE, Superintendencia de la Economía Solidaria y Titularizadora Colombiana; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.5
Carga financiera promedio de los hogares que accedieron a nuevos créditos



Nota: a partir de junio de 2022 el Banco de la República incorporó una pregunta sobre carga financiera de los deudores de nuevos créditos de las carteras a hogares. Los establecimientos de crédito encuestados respondieron cuál fue la carga financiera promedio de sus deudores al momento de la originación.
Fuente: Banco de la República (Encuesta trimestral sobre la situación del crédito en Colombia).

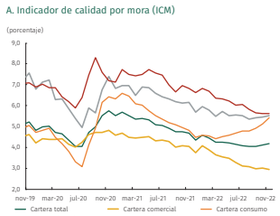
Gráfico 4.6
Endeudamiento del sector corporativo privado[a/] (porcentaje del PIB)



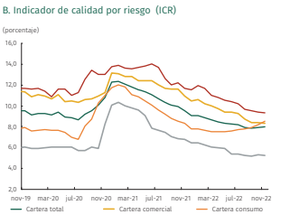
a/ Información de 2022 con corte a septiembre.
Nota: la información proveniente de la Superintendencia de Sociedades más reciente corresponde al corte de diciembre de 2021. En los datos a septiembre de 2022 se supone la misma participación de esta deuda.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, Superintendencia de Sociedades, Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.7
Indicadores de calidad de cartera

A. Indicador de calidad por mora (ICM)



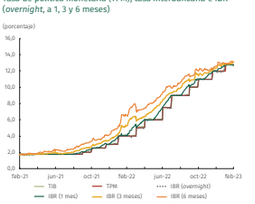
B. Indicador de calidad por riesgo (ICR)



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

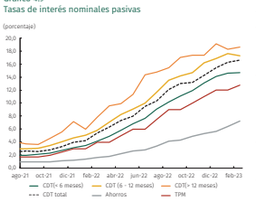
En cuanto a las tasas de interés, los incrementos en la tasa de política monetaria (TPM) continuaron transmitiéndose a las tasas del mercado monetario, a las de captación y a las de colocación. La tasa IBR *overnight* y la tasa interbancaria a un día son indicadores del costo de fondeo de las entidades financieras a ese plazo. Desde el inicio del ciclo de ajuste de la política monetaria (en septiembre de 2021), estas tasas han permanecido cerca de la TPM. En 2022, para los plazos a uno, tres y seis meses, las tasas IBR subieron menos que la TPM, pero se mantuvieron por encima de la misma la mayor parte del año, en un entorno de mayor inflación y mayores expectativas tanto de inflación como de aumentos en la TPM (Gráfico 4.8). Con respecto a las tasas a las que los EC captan recursos de sus clientes, a diciembre de 2022 la tasa de interés agregada de captación mediante CDT fue superior en 1.285 pb frente a su nivel de septiembre de 2021, con aumentos que fueron generalizados para todos los plazos y que superaron los ajustes de la TPM[43], principalmente en los plazos mayores a un año[44]. Al respecto, el aumento en el fondeo de los EC con sus clientes provino fundamentalmente de las captaciones de CDT[45]. Para las cuentas de ahorro la tasa de interés se incrementó en menor proporción (474 pb)[46] (Gráfico 4.9). Por el lado de los préstamos, desde septiembre de 2021 las tasas de los créditos comerciales, de consumo y tarjeta de crédito subieron más que la TPM, mientras que las de adquisición de vivienda y microcrédito reaccionaron en menor medida[47,48] (Gráfico 4.10). Cabe señalar que los créditos comerciales y de consumo son los que tienen una mayor participación en el saldo y en los desembolsos de préstamos de los EC[49].

Gráfico 4.8
Tasa de política monetaria (TPM), tasa interbancaria e IBR (*overnight*, a 1, 3 y 6 meses)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 4.9
Tasas de interés nominales pasivas



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (formato 441); cálculos del Banco de la República con información al 28 de febrero de 2023.

38 En 2022 el crecimiento real anual de la cartera bruta en moneda legal de los establecimientos de crédito fue del 7,6% en promedio (6,2% al cierre). Este valor corresponde al promedio de datos semanales calculados por el Banco de la República a partir del formato 281 de la Superintendencia Financiera de Colombia, y con ajustes por titularización de cartera hipotecaria. Dicho formato tiene carácter preliminar y puede presentar diferencias frente a los estados financieros mensuales. Como deflactor se utilizó el IPC sin alimentos. Por tipo de entidad, la cartera de las compañías de financiamiento comercial presentó un crecimiento mayor que el del total del sistema.

39 El 10 de noviembre de 2022 la SFC publicó para comentarios el proyecto de norma para constitución de provisiones por riesgo sobre la cartera de consumo, sobre la cual aceptó comentarios hasta el 18 de noviembre y el 29 de noviembre expidió la Circular Externa 026 de 2022 mediante la cual se imparten instrucciones para la constitución de provisiones por riesgo sobre la cartera de consumo para afrontar la eventual materialización de riesgos de crédito. Para lo anterior, se modificó el factor de ajuste por plazo en la constitución de provisiones individuales de esta modalidad y se incorporó la posibilidad de realizar provisiones adicionales generales. Para más detalle sobre esta norma véase el capítulo 4 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del segundo semestre de 2022.

40 Disponible en https://www.banrep.gov.co/es/reporte-de-la-situacion-del-credito-en-colombia

41 Se define como la relación entre el saldo de la cartera con calificación distinta de "A", sobre el saldo de la cartera bruta (la calificación "A" corresponde a la mejor calificación).

42 Se define como la relación entre el saldo de la cartera vencida (créditos con mora mayor a treinta días) y el saldo de la cartera bruta.

43 Entre septiembre de 2021 y diciembre de 2022 el incremento de la TPM fue de 1.025 pb. En ese período la tasa de los CDT menores a seis meses subió 1.195 pb; entre seis y doce meses, 1.380 pb, y para más de doce meses, 1.547 pb.

44 Al respecto, la duración de los CDT aumentó en comparación con lo observado durante la pandemia. Con información del Deceval para los CDT desmaterializados, en 2022 las emisiones de CDT a un plazo mayor a un año estuvieron concentradas en los vencimientos de uno a tres años. Asimismo, la participación de plazos mayores a cinco años fue del 12,8%, mientras que en 2020 y 2021 la participación era cercana al 4%.

45 La participación de los CDT en el saldo total de depósitos pasó de un promedio de 28,7% en 2021 a 36,5% en 2022. En contraste, los depósitos en cuenta corriente y en cuentas de ahorro perdieron participación.

46 Entre septiembre de 2021 y diciembre de 2022 la tasa de interés de las cuentas de ahorro ordinario activas de personas jurídicas aumentó 728 pb, la de entidades oficiales 545 pb y la de personas naturales 15 pb. La participación promedio de los saldos para ese periodo fue, respectivamente, 51%, 17% y 32%.

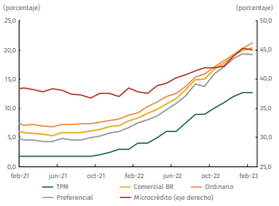
47 A partir de julio de 2022 se modificó el formato de reporte de las tasas de interés activas a la Superintendencia Financiera de Colombia (formato 414), con lo cual las tasas de interés no son estrictamente comparables con las reportadas en el formato anterior (formato 88). No obstante, al emplear la información disponible, se observa que, a diciembre de 2022, los incrementos en las tasas de interés frente a septiembre de 2021 fueron: en comercial preferencial de 1.359 pb, en comercial ordinario de 1.193 pb, en consumo a través de libranza de 841 pb, en consumo distinto de libranza de 1.467 pb, en tarjeta de crédito de 1.568 pb, en adquisición de vivienda no VIS de 812 pb, en adquisición de vivienda VIS de 586 pb y en microcrédito de 722 pb.

48 Para más detalle de los factores que pueden influenciar la transmisión de los cambios de la tasa de interés de política monetaria a las tasas de interés de captación y colocación, véase el 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 Política Monetaria* de abril de 2021, donde se presenta una compilación de distintos estudios.

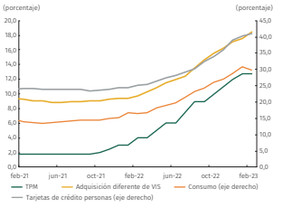
49 En saldos, la participación promedio de la cartera comercial sobre el total de la cartera bruta en moneda legal fue del 48,1% (vs. 49,1% en 2021) y la de consumo fue del 33,7% (vs. 32,5% en 2021). En desembolsos, los créditos comerciales participaron en un 46,3% durante 2022 y los de consumo (sin tarjeta de crédito) en un 22,7% (vs. 34,8% y 22,1% en 2021, respectivamente).

Gráfico 4.10
Tasa de interés activas

A. Créditos a las empresas



B. Créditos a los hogares



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (Formato 414); cálculos del Banco de la República con información al 24 de febrero de 2023.

al 20%, dependiendo de la entidad, y se enfocan a las nuevas compras con tarjeta de crédito, es decir, a los desembolsos. Es importante anotar que existe una alta heterogeneidad entre entidades en las condiciones para acceder a estas menores tasas de interés. Por ejemplo, ciertas entidades han anunciado que la reducción será para tarjetas de crédito hasta cierto cupo, mientras que otras entidades han focalizado la reducción a cierto tipo de compras (por ejemplo, compras en supermercados). Cabe señalar que el peso de estos créditos en la cartera de consumo es bajo. A diciembre de 2022 el saldo de tarjetas de crédito para ingresos menores a dos salarios mínimos (2SMMLV), el cual podría ser una aproximación del foco de la política según los anuncios realizados por los EC, asciende a COP 5,2 billones (b), lo que representa el 2,1% del saldo total de la modalidad de consumo. En cuanto a los desembolsos de tarjeta de crédito de bajos ingresos (<2SMMLV) durante los últimos 6 meses (a febrero de 2023) se observaron desembolsos por aproximadamente COP 5,1 b lo que equivale a un 7% de los desembolsos de consumo durante este mismo periodo.[50]

El contexto de altas tasas de interés y de incremento en la inflación y de sus expectativas favoreció el crecimiento del saldo de los depósitos a plazo y la desaceleración de los depósitos a la vista. Durante 2022 el incremento en el saldo de los depósitos se explicó en su totalidad por el aumento de los CDT y la caída en los depósitos más líquidos[51]. Desde inicios del año su saldo empezó a aumentar de forma más pronunciada para aquellos a plazo menor a dieciocho meses. Simultáneamente, los saldos de los depósitos en cuentas corrientes y depósitos de ahorro se desaceleraron. Esta recomposición desde depósitos a la vista hacia depósitos a plazo se explica por distintos factores. Desde el punto de vista de los ahorradores, se destacan la inflación y las altas tasas de interés de los CDT, que implicaron un elevado y creciente costo de oportunidad de mantener medios de pago a la vista (incluido el efectivo). Como se mencionó, el aumento de las tasas de interés de los depósitos de ahorro fue de menor magnitud que el de las tasas de los CDT. Por

50 Estos valores del segmento de bajos ingresos excluyen los desembolsos con plazo inferior a un mes.

51 En 2022 el saldo total de los depósitos de los EC aumentó COP 68,8 billones (b). Los CDT se incrementaron COP 74,7 b y compensaron la caída del saldo de las cuentas corrientes (COP 6,3 b) y bonos (COP 3 b). El saldo de los depósitos de ahorro aumentó en el año COP 0,9 b (0,3%). Estos datos los calcula el Banco de la República con información del formato 281 de la Superintendencia Financiera de Colombia. La información de dicho formato tiene carácter preliminar y puede presentar diferencias frente a los estados financieros mensuales.

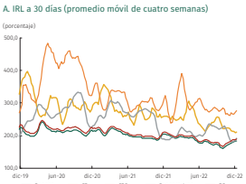
Gráfico 4.11
Saldo de los depósitos a la vista y a plazo
(variación porcentual real anual)[a/]



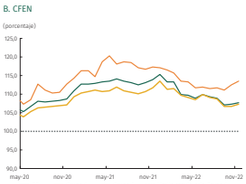
a/ Deflactado con el IPC sin alimentos. Información mensual con datos semanales correspondientes al viernes más cercano a fin de mes.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (Formato 281); cálculos del Banco de la República. La información del formato 281 tiene carácter preliminar y puede presentar diferencias frente a los estados financieros mensuales.

Gráfico 4.12
Indicadores de liquidez de los establecimientos de crédito

A. IRL a 30 días (promedio móvil de cuatro semanas)



B. CFEN



Nota: no se muestran los límites regulatorios del grupo 2 dado que son menores a los del grupo 1, y el CFEN agregado observado es superior.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

su parte, desde el punto de vista de los EC, además de partir de un saldo relativamente bajo de CDT en 2020 y 2021[52], se destacan las perspectivas y materialización durante el año de aumentos de la tasa de política monetaria, el crecimiento de la cartera y la implementación de un nuevo límite regulatorio del coeficiente de financiamiento estable neto (CFEN)[53]. En términos reales, al cierre del año los depósitos a plazo registraron un aumento del 25,6% anual y los depósitos a la vista una caída del 9,7% anual[54] (Gráfico 4.11).

Durante 2022 los EC mostraron una posición de liquidez sólida, lo cual se refleja en los niveles del indicador de riesgo de liquidez (IRL) y del coeficiente de fondeo estable neto (CFEN), que se mantienen por encima de sus límites regulatorios. La transformación de plazos es una de las labores fundamentales que cumple el sistema financiero; no obstante, los descalces de plazos significativos pueden constituirse en una fuente de riesgos. Dado lo anterior, la regulación vigente implementó indicadores de liquidez de corto plazo (IRL)[55] y de fondeo estructural (CFEN) con el fin de reducir el riesgo de liquidez. Si bien los dos indicadores permanecieron por encima de sus límites regulatorios, durante la mayor parte de 2022 registraron una tendencia decreciente acorde con un mayor otorgamiento de créditos. Esta tendencia se revirtió durante el último bimestre, para el IRL por cuenta de mayores tenencias de activos líquidos, y para el CFEN en especial por una mayor participación de depósitos a plazo y por un menor dinamismo en el otorgamiento de préstamos (Gráfico 4.12).

La rentabilidad agregada del activo de los EC se ubicó en niveles similares a los registrados antes de la pandemia. La solidez patrimonial permaneció estable y ampliamente por encima de sus mínimos regulatorios. Durante 2022, hasta noviembre, el indicador de rentabilidad sobre activos (ROA) se ubicó en niveles superiores al promedio de los últimos cinco años, debido a aumentos sostenidos durante el primer semestre (Gráfico 4.13, panel A). En particular, con respecto a noviembre de

52 Durante 2020 (después del inicio de la pandemia) y en 2021, el saldo de CDT se redujo de forma sostenida y en noviembre de 2021 alcanzó el nivel mínimo desde finales de 2016 (en términos nominales).

53 El CFEN proviene de los requerimientos de Basilea III (*net stable funding ratio*) y es un indicador que busca medir el riesgo de liquidez de fondeo en el largo plazo a través de la gestión estratégica del balance, en aras de limitar una excesiva dependencia de fuentes inestables de financiación. Se calcula como la razón entre el fondeo estable disponible (FED) y el fondeo estable requerido (FER). Los EC deben clasificar las posiciones de balance y fuera de balance en estos dos componentes, teniendo en cuenta que el FED corresponde a la suma ponderada de las posiciones de fondeo (pasivo y patrimonio), mientras que el FER es la suma ponderada de los activos que se fondean. A partir del 31 marzo de 2022 los límites regulatorios del CFEN aumentaron del 90% al 100% para el grupo 1 y del 70% al 80% para el grupo 2. En el grupo 1 se incluyen los EC con activos superiores al 2% del activo bancario total, en el grupo 2 las entidades que tengan cartera como activo significativo, pero no clasifiquen para el grupo 1. Véase el anexo 4 del capítulo VI de la Circular Básica Contable y Financiera.

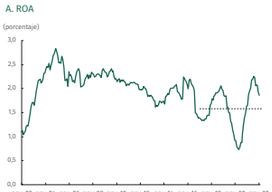
54 Véase la nota 22.

55 El IRL se define como la razón entre los activos líquidos ajustados por liquidez de mercado y riesgo cambiario, y los requerimientos netos de liquidez para un plazo de treinta días.

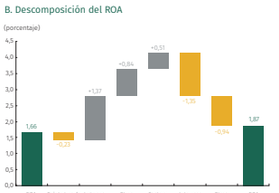
2021, el indicador se incrementó por mayores ingresos de cartera, otros ingresos[56] y menores gastos en provisiones (Gráfico 4.13, panel B). En cuanto a la solidez patrimonial de las entidades, los niveles agregados de solvencia total y solvencia básica registraron niveles muy por encima de sus mínimos regulatorios (Gráfico 4.14, panel A). Finalmente, las relaciones de solvencia consolidadas[57] presentaron un comportamiento similar al de las individuales, aunque se ubicaron en niveles inferiores (Gráfico 4.14, panel B), lo cual refleja que el patrimonio está respaldando un mayor volumen de actividad.

Gráfico 4.13
Rentabilidad de los establecimientos de crédito

A. ROA



B. Descomposición del ROA



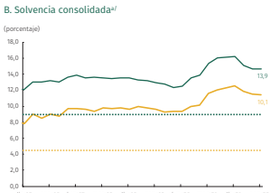
Nota: el rubro de *otros ingresos* incluye las comisiones y honorarios, la valoración neta de derivados, los cambios netos, entre otros. El rubro de *otros gastos* incluye los gastos administrativos y laborales, los impuestos, entre otros.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.14
Indicadores de solvencia total y básica

A. Solvencia individual



B. Solvencia consolidada[a/]



a/ Los indicadores de solvencia a nivel consolidado reconocen las estructuras de entidades financieras que cuentan con filiales en Colombia y en el exterior que pueden tener también otras líneas de negocio, y que de acuerdo con la reglamentación vigente consolidan sus estados financieros a través de un EC.
Nota: las cifras reportadas desde enero de 2021 de solvencia y solvencia básica no son comparables con la serie histórica debido al cambio regulatorio que exigió a las entidades empezar a converger a los lineamientos establecidos por Basilea III. Por otra parte, la caída presentada en marzo de 2022 en las series de ambos paneles responde a la reducción del patrimonio técnico por cuenta de la escisión de BAC por parte del Banco de Bogotá en marzo de 2022.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

56 Incluye las comisiones y honorarios, la valoración neta de derivados, los cambios netos, entre otros. El rubro de otros gastos incluye los gastos administrativos y laborales, los impuestos, entre otros.

57 Los indicadores de solvencia consolidada reconocen las estructuras de entidades financieras que cuentan con filiales en Colombia y en el exterior que pueden tener también otras líneas de negocio, y que, de acuerdo con la reglamentación vigente, consolidan sus estados financieros a través de un EC.

4.2 Mercados financieros locales

4.2.1 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[58] con un régimen de tasa de cambio flexible. La flexibilidad cambiaria es considerada un elemento fundamental para el logro de estos objetivos, debido a que: 1) aquella es deseable en países que con frecuencia enfrentan choques reales[59]; 2) ante choques externos, gran parte del ajuste lo realiza la tasa de cambio[60], lo que permite, por ejemplo, que ante una depreciación de la tasa de cambio, las exportaciones se ajusten frente a las importaciones; 3) las autoridades de una economía pequeña y abierta con tasa de cambio flexible tienen mayor autonomía en su política monetaria, lo cual les facilita alcanzar sus propias metas de inflación y reaccionar a sus propios ciclos económicos[61]; 4) reduce los incentivos para la toma de un riesgo cambiario excesivo[62], y 5) la volatilidad propia de la flotación estimula el desarrollo del mercado de coberturas, lo cual es importante para mantener la estabilidad financiera y promover el desarrollo de los mercados[63].

Durante 2022 el peso colombiano se debilitó y la tasa de cambio peso-dólar alcanzó un máximo histórico en noviembre, acorde con el fortalecimiento generalizado del dólar, y como respuesta a algunos eventos idiosincráticos que incrementaron la percepción de riesgo local. En lo corrido de 2023 el peso colombiano ha presentado un comportamiento volátil y al 16 de marzo se ha depreciado un 1,1% (véase el Recuadro 4). El peso colombiano se depreció un 20,9% en 2022. La mayor depreciación de la tasa de cambio se observó durante el segundo y tercer trimestre del año, acorde con el fortalecimiento global del dólar, e influenciado por un entorno internacional menos favorable para activos riesgosos. También se sumaron factores locales, como la incertidumbre frente al resultado de las elecciones presidenciales y a las políticas económicas que implementaría el gobierno entrante, junto con la persistencia de las presiones inflacionarias. El menor desempeño del peso colombiano frente a sus pares de la región se puede explicar por algunos factores, como un mayor diferencial de las primas de riesgo del país y la volatilidad de

58 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.

59 Por ejemplo, fuertes caídas en los términos de intercambio suelen estar acompañadas de depreciaciones nominales que contribuyen a suavizar el impacto de los choques. Así, los movimientos en el tipo de cambio tienden a acomodar los precios relativos de la economía y moderan el impacto de los choques sobre la actividad y el empleo.

60 La tasa de interés interna de mercado es más estable en un régimen flexible, que en uno de tasa de cambio fija.

61 En caso contrario, cuando se tiene una tasa de cambio fija frente a la moneda de un país desarrollado, la política monetaria está supeditada a las decisiones de la autoridad monetaria externa. De esta forma, si los ciclos económicos no están sincronizados, las acciones monetarias del país desarrollado podrían generar efectos adversos sobre el producto y el empleo del país emergente.

62 Los descalces cambiarios surgen cuando un agente tiene sus ingresos en moneda local y parte de sus pasivos en otra moneda sin ningún tipo de cubrimiento. En un régimen flexible, se induce a los agentes a internalizar y limitar la exposición al riesgo cambiario. Si bien en Colombia existe una fuerte regulación de los descalces cambiarios de los intermediarios financieros, la volatilidad de la tasa de cambio genera incentivos para que los agentes del sector real adelanten acciones que les permitan mitigar su exposición a dicho riesgo.

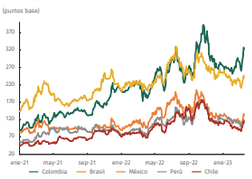
63 La existencia de estos instrumentos les permite a los agentes obtener cobertura de riesgo cambiario a precios competitivos.

Gráfico 4.15
Comportamiento del mercado cambiario de la región



Fuentes: Bloomberg y Data License. Datos al 16 de marzo de 2023.

Gráfico 4.16
Prima de riesgo (CDS a cinco años) para algunas economías de la región



Fuentes: Bloomberg y Data License.

la moneda[64]. De esta manera, el peso colombiano acumuló una depreciación del 40,2 % durante 2021 y 2022[65], cifra superior a las observadas en el resto de los países de la región (Gráfico 4.15).

En la segunda mitad de 2022 se evidenció una reducción de la liquidez en el mercado cambiario[66]; sin embargo, no hubo evidencia de alteraciones en la formación adecuada del precio de la divisa. En lo corrido de 2023, en promedio, la liquidez del mercado ha mejorado marginalmente[67].

En este contexto, durante 2022 el Banco de la República no intervino en el mercado cambiario, teniendo en cuenta que la reciente depreciación se ha explicado por factores fundamentales, tanto globales como locales, y no hay señales de distorsiones en la liquidez del mercado (véase el Recuadro 5). No se observó escasez en la disponibilidad de financiamiento externo para los intermediarios financieros ni perturbaciones en el mercado de derivados. De tal forma, la tendencia y la volatilidad del peso colombiano fue resultado de los choques macroeconómicos observados y los anuncios del Gobierno (véase el Recuadro 4).

4.2.2 Mercados de deuda y accionario

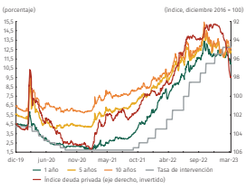
Durante 2022 se registró una alta volatilidad e importantes desvalorizaciones en los mercados financieros locales ante la mayor percepción de riesgo global y local. Durante los primeros meses de 2023 se ha continuado evidenciando una alta volatilidad. En 2022, además de los factores que impactaron las primas de riesgo en los mercados emergentes, en Colombia la mayor percepción de riesgo estuvo asociada, principalmente, con las mayores presiones inflacionarias, los desequilibrios fiscal y externo, y con la incertidumbre en torno al desarrollado de las elecciones legislativas y presidenciales durante el primer semestre del año. Asociado con lo anterior, la incertidumbre frente a la agenda gubernamental de las reformas pudo haber contribuido al comportamiento volátil de los activos locales. Así, el CDS a cinco años de Colombia aumentó 70 pb frente al cierre de 2021 (Gráfico 4.16).

Gráfico 4.17
Índice de tasas de interés en algunas economías de la región



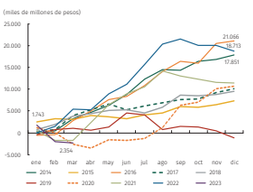
Fuentes: Bloomberg, SEN y Master Trader; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.18
Tasas cero cupón TES en pesos por plazo, índice de deuda privada y tasa de política monetaria



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

Gráfico 4.19
Compras netas acumuladas por año de los inversionistas extranjeros en el mercado al contado de TES (miles de millones de pesos)



Fuente: DCV; cálculos del Banco de la República.

Las tasas de interés de los títulos de deuda pública y privada en Colombia aumentaron en un entorno de mayor percepción de riesgo del país, de presiones inflacionarias globales y de ajuste de la política monetaria. Acorde con lo observado en los títulos de deuda de los Estados Unidos y los demás países de la región, los títulos de deuda colombianos presentaron desvalorizaciones importantes durante el año (Gráfico 4.17). Este comportamiento se explica, en parte, por el ajuste de la tasa de interés de política realizado por el Banco de la República desde septiembre de 2021, y por los factores idiosincrásicos ya mencionados. Estas desvalorizaciones fueron superiores a las observadas en otros países, tanto en los títulos en moneda local (TES, desvalorizaciones promedio de 530 pb frente a 300 pb en los Estados Unidos, y 150 pb en la región) como en moneda extranjera (desvalorizaciones de 290 pb frente a 260 pb en la región). Durante 2023 los TES han continuado presentado un comportamiento más volátil que el de sus pares de la región, asociado con la persistencia de la incertidumbre local. No obstante, estos títulos han presentado valorizaciones, acorde con la mayoría de los títulos soberanos en el nivel global, y como consecuencia de la expectativa de que la inflación haya tocado un techo en Colombia y pronto comience a descender (Gráfico 4.18).

Durante 2022 los inversionistas extranjeros realizaron compras significativas de títulos de deuda pública en moneda local, alcanzando su mayor valor en el tercer trimestre. Sin embargo, en el cuarto trimestre estos agentes registraron ventas asociadas con episodios de incertidumbre sobre el contexto local. 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 unos COP 16.400 mm[68] y COP 820 mm[69] de TES en pesos y UVR, respectivamente. Así, su participación en el mercado de TES presentó un ligero aumento[70]. Las compras totales de TES por parte de estos inversionistas fueron superiores a las realizadas en 2021[71] y fueron las más altas desde 2016[72] (Gráfico 4.19). En lo corrido de 2023 (con información al 16 de marzo) los inversionistas extranjeros han realizado ventas por COP 334 mm[73] de TES en pesos y por COP 1.935 mm[74] de TES en UVR.

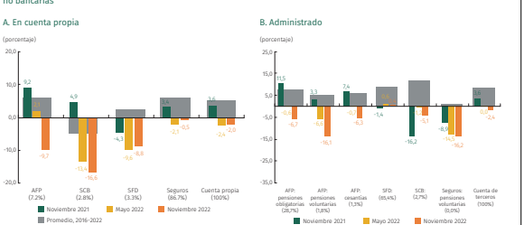
En cuanto al mercado accionario, durante 2022 el índice MSCI Colcap cayó 8,9 %, a diferencia del aumento promedio registrado en la región (4,7 %[75]). En 2023 este índice se ha desvalorizado un 13 % (al 16 de marzo). A inicios de 2022 el índice presentó un comportamiento positivo, soportado en lo local por las ofertas públicas de adquisición (OPA)[76] que se realizaron. Posteriormente, el índice revirtió este comportamiento y presentó una caída significativa en el segundo y tercer trimestre del año, influenciado por los factores externos e idiosincrásicos ya mencionados, los cuales incrementaron la percepción de riesgo local. Adicionalmente, la baja liquidez del mercado exacerbó los movimientos en la segunda mitad del año. Durante lo corrido de 2023 dicho comportamiento ha continuado. Para 2023 el desempeño de los mercados financieros locales dependerá en gran medida del entorno internacional, principalmente de la evolución del ajuste monetario, de la actividad económica y la inflación en un entorno de alta incertidumbre. A nivel local las sendas de ajuste fiscal y externo, así como el diseño, desarrollo e implementación de la agenda de reformas que emprenda el GNC, serán variables importantes para las condiciones financieras locales.

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

En los últimos seis meses las instituciones financieras no bancarias (IFNB)[77] registraron un decrecimiento en términos reales en sus portafolios en cuenta propia y administrado, debido, principalmente, a una mayor volatilidad en los mercados y desvalorizaciones en su portafolio de inversión. El desempeño de las IFNB, que con corte a noviembre de 2022 concentraban el 53,2 % de los activos del sistema financiero, estuvo afectado por las desvalorizaciones y la volatilidad del mercado local y global observadas durante el año. En ese sentido, al cierre de noviembre todos los tipos de IFNB presentaron contracciones reales anuales en su portafolio en cuenta propia. Este comportamiento también se observó en los portafolios administrados, a excepción de los de las sociedades fiduciarias (SFD), los cuales representan el 65,4 % de los activos de terceros administrados por las IFNB, que presentaron una variación positiva (Gráfico 4.20). Acorde con lo anterior, dentro de las IFNB se observó una dinámica heterogénea de rentabilidad en la medida en que las sociedades comisionistas de bolsa (SCB), las administradoras de fondos de pensiones (AFP) y las SFD mostraron una tendencia negativa, mientras que las aseguradoras tuvieron un desempeño positivo, alcanzando, en el caso de seguros de vida, niveles de rentabilidad cercanos a los previos a la pandemia del covid-19.

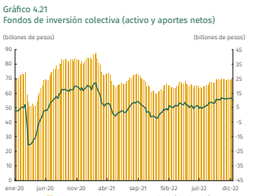
Durante 2022 el valor del activo de los fondos de inversión colectiva sin pacto de permanencia (FIC) aumentó, explicado por mayores aportes. Ello, a pesar de las fuertes desvalorizaciones registradas en los mercados, especialmente durante el segundo semestre del año. El activo de los FIC administrados por las SCB, SFD y sociedades administradoras de inversión (SAI) alcanzó un saldo de COP 65 b y, en contraste con la dinámica presentada durante 2021, a lo largo de 2022 mostró un incremento en los aportes netos, los cuales crecieron a un ritmo más acelerado durante el segundo semestre del año. A pesar de lo anterior, el activo continúa en niveles relativamente estables, lo cual se explica por las desvalorizaciones observadas en el mercado (Gráfico 4.21).

Gráfico 4.20
Crecimiento real del activo de las instituciones financieras no bancarias



Nota: el gráfico incluye la información de las administradoras de fondos de pensiones (AFP); sociedades comisionistas de bolsa (SCB), sociedades fiduciarias (SFD) y compañías de seguros (Seguros). Las series se deflactan empleando el IPC sin alimentos.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.21
Fondos de inversión colectiva (activo y aportes netos)



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

El saldo de deuda pública expuesto a riesgo de mercado en el portafolio total de las IFNB, incluyendo posición propia y administrada, continuó reduciéndose durante el segundo semestre de 2022. La exposición a los mercados de renta fija y renta variable, medida como la inversión en títulos expuestos a riesgo de mercado[78], se concentra principalmente en TES para el sistema financiero colombiano (58,7 % a diciembre de 2022). Al cierre de 2022 se evidenció una reducción respecto al semestre anterior en estos títulos, explicada principalmente por una menor exposición de las SFD en posición de terceros (Cuadro 4.1). Por otra parte, en cuanto a la deuda privada, la cual representa el 23,8 % del saldo expuesto a riesgo de mercado, se observa que al cierre de 2022 se presentó un incremento, explicado principalmente por una mayor participación de las SFD en posición administrada en este instrumento. Finalmente, en el mercado de acciones se registró un incremento, impulsado en especial por el comportamiento de las corporaciones financieras.

64 De acuerdo con algunos modelos de seguimiento internos del peso colombiano. Se destaca que otros factores asociados probablemente con temas locales, que no son explicados por las variables incluidas en el modelo (residual del modelo), como por ejemplo variables de incertidumbre, explican en mayor medida el desempeño del peso.

65 Durante el mismo periodo, el BRL, MXN, CLP y PEN presentaron variaciones de 1,8 %, -2,1 %, 19,7 % y 5,2 %, respectivamente.

66 Se toma como referencia el *bid-ask spread* (BAS) y las medidas de profundidad del mercado. El BAS se calcula como el promedio de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta en la sesión de contado de Set-FX para cada segundo entre las 8:30 *a. m.* y la 1:00 *p. m.* de cada día, dividido por la tasa promedio de Set-FX del día. Un aumento del indicador refleja una menor liquidez. Por su parte, las medidas de profundidad corresponden al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta del peso/dólar, que se extraen del Set-FX cada cinco minutos entre las 8:30 *a. m.* y la 1:00 *p. m.* para las mejores posturas dentro de un rango de +/- $5 y de +/- $10, y el total del mercado. Una disminución del indicador refleja una menor liquidez.

67 En la primera mitad de 2022 (1S22) el BAS promedio se ubicó en 0,052 %, mientras que en el segundo semestre se ubicó en 0,068 %. En 2023 (al 16 de marzo) el BAS promedio ha sido del 0,066 %. Por su parte, las medidas de profundidad a $5, $10 y total se ubicaron en promedio en el primer semestre en USD 9 millones (m), USD 17 m y USD 51,1 m, respectivamente, mientras que en el segundo semestre se ubicaron en USD 5,2 m, USD 9,9 m y USD 41,4 m, respectivamente.

68 Durante 2022 los inversionistas extranjeros compraron en neto en el mercado de contado COP 14.974 mm. En cuanto al mercado a futuro, su posición, mediante contratos *non delivery forwards* (NDF) de TES denominados en pesos, disminuyó en COP 1.426 mm.

69 Durante 2022 los inversionistas extranjeros compraron en neto en el mercado de contado COP 3.739 mm. En cuanto al mercado a futuro, su posición, mediante contratos NDF de TES denominados en UVR, disminuyó en COP 2.919 mm.

70 Al cierre de 2021 los inversionistas extranjeros contaban con una participación del 24,8 % sobre el total de la deuda pública en moneda local. Para 2022 la participación aumentó 1,4 pp, pasando al 26,2 %.

71 En 2021 los inversionistas extranjeros demandaron en neto COP 7.807 mm y COP 3.601 mm de TES en pesos y UVR, respectivamente.

72 En 2016 los inversionistas extranjeros demandaron en neto COP 20.084 mm y COP 351 mm de TES en pesos y UVR, respectivamente.

73 En lo corrido de 2023 las ventas de TES en pesos en el mercado de contado por parte de inversionistas extranjeros han sido de COP 904 mm. En cuanto al mercado a futuro, su posición compradora ha aumentado en COP 569 mm.

74 En lo corrido de 2023 las ventas de TES en UVR en el mercado de contado por parte de inversionistas extranjeros han sido de COP 1.450 mm. En cuanto al mercado a futuro, su posición compradora ha disminuido en COP 485 mm.

75 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).

76 En el primer trimestre de 2022 se realizaron dos OPA y se anunció 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.

77 Incluyen administradoras de fondos de pensiones, aseguradoras, sociedades fiduciarias y sociedades comisionistas de bolsa.

78 Las inversiones en títulos de deuda pueden clasificarse como inversiones al vencimiento, negociables y disponibles para la venta. Para estas dos últimas, variaciones en el precio de las inversiones en el mercado generan cambios del valor de las inversiones, lo que se vería reflejado en los estados de resultado de las entidades. Por tanto, se consideran como inversiones sujetas a riesgo de mercado.

Cuadro 4.1
Saldos de inversiones expuestas a riesgo de mercado de las entidades financieras (saldo en billones de pesos)

Tipo de entidad	TES[a/]	Deuda privada	Acciones	Total	TES	Deuda privada	Acciones	Total
	(saldo en billones de pesos) diciembre 2022				(variación porcentual últimos seis meses)			
Establecimientos de crédito	50,8	5,8	19,5	76,2	-0,2	0,9	12,3	2,8
Bancos comerciales	45,4	5,3	0,0	50,7	0,9	2,1	0,0	1,0
Corporaciones financieras	4,7	0,3	19,5	24,5	-8,6	-9,6	12,3	7,2
Compañías de financiamiento	0,7	0,1	0,0	0,9	-9,3	-3,3	35,5	-7,0
Cooperativas financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-46,0	0,0	-46,0
Instituciones financieras no bancarias (IFNB)	13,4	8,8	7,0	29,3	9,3	-14,0	-7,4	-2,8
Fondos de pensiones: posición propia	0,1	0,4	0,2	0,7	-42,7	-45,0	28,8	-35,4
Sociedades comisionistas de bolsa: posición propia	1,2	0,3	0,1	1,6	82,6	-24,3	-10,9	37,8
Sociedades fiduciarias: posición propia	0,2	0,4	1,1	1,7	-12,5	39,5	5,4	8,3
Compañías de seguros y capitalización	11,9	7,7	5,6	25,3	6,5	-12,4	-10,3	-3,8
Sistema en posición propia	64,3	14,7	26,5	105,5	1,6	-8,7	6,3	1,2
Posición administrada								
Sociedades comisionistas de bolsa: posición de terceros	1,7	8,8	6,5	17,0	-17,6	-6,2	-17,4	-12,0
Sociedades fiduciarias: posición terceros[b/]	92,0	40,5	13,9	146,4	-5,1	11,7	2,9	-0,2
Sistema	157,9	64,0	46,9	268,9	-2,7	3,7	1,3	-0,5

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.

Sombreado 1
Base monetaria y M3

Durante 2022 los depósitos a la vista mostraron una marcada desaceleración tanto en términos nominales como en términos reales. Para los agregados monetarios más amplios, que incluyen los depósitos a plazo (como los CDT), el crecimiento nominal promedio fue más alto que el registrado en 2021 y, en términos reales, la reducción en el ritmo de expansión solo fue pronunciada en el último trimestre.

Para la base monetaria, al cierre de 2022 su saldo se ubicó en COP 154.744 mm, con un incremento en COP 9.362 mm frente al cierre de 2021, resultado del aumento del efectivo en poder del público en COP 7.268 mm y de la reserva bancaria en COP 2.063 mm. En promedio, su crecimiento anual fue del 11,7 % en términos nominales y del 4,3 % en términos reales[1] (vs. 14,2 % y 11,6 %, respectivamente en 2021). Tanto el efectivo como la reserva bancaria mostraron un menor dinamismo frente el observado en los dos años inmediatamente anteriores. En el caso del efectivo en poder del público, principal componente de la base monetaria[2], entre diciembre de 2021 y el mismo mes de 2022 su variación anual en términos nominales pasó de cerca del 14,5 % al 7,0 %, y en términos reales, del 10,7 % al -2,8 %[3]. Cabe señalar que desde 2000 el efectivo solo ha tenido tres periodos en los cuales ha registrado caídas reales anuales. Para la reserva bancaria, su crecimiento anual también se fue reduciendo en el transcurso del año tanto en términos nominales como en términos reales, como reflejo de la desaceleración de los depósitos a la vista (que son los pasivos con el coeficiente de encaje más alto) y de un menor sobreencaje (Gráfico S1.1).

En el año, el Banco de la República realizó las operaciones pertinentes para garantizar el suministro adecuado de liquidez primaria, buscando que las diferencias entre la oferta y demanda de la misma no generaran presiones significativas en el mercado monetario. Así, la principal fuente de expansión de la base monetaria fueron las compras de TES por parte del Banco en el mercado por COP 12.137 mm. Estas operaciones se realizaron como parte de las acciones para regular la liquidez de la economía y compensaron la contracción generada por los vencimientos de títulos que el Banco tenía en su portafolio (COP 4.593 mm incluyendo principal y cupones)[4]. La liquidez otorgada mediante la compra de títulos es percibida como más estable por

Gráfico S1.1
Base monetaria, efectivo y reserva

A. Variación porcentual nominal anual (promedio móvil de 4 semanas)[a/]



B. Variación porcentual real anual (promedio móvil de 4 semanas)[a/ b/]



a/ Datos a viernes.
b/ Deflactado utilizando el IPC sin alimentos.
Fuente: Banco de la República.

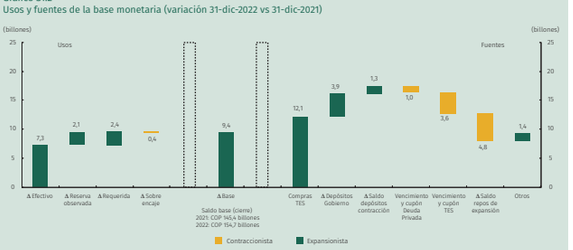
1 En este sombreado se utilizó como deflactor el IPC sin alimentos.

2 La participación del efectivo en poder del público en la base monetaria fue del 74 % en promedio en 2022.

3 En promedio, en términos nominales el crecimiento anual del efectivo pasó del 19,7 % en 2021 al 11,5 % en 2022 y, en términos reales, del 17,0 % al 4,1 %.

4 En particular, durante 2022 el efecto contraccionista de los vencimientos de TES del portafolio (incluyendo principal y cupones) ascendió a COP 3.563 mm y el de los vencimientos de títulos de deuda privada (incluyendo principal e intereses) a COP 1.030 mm. Además, en 2022 el Banco realizó el traslado al Gobierno de las utilidades correspondientes al año 2021 en TES por un monto de COP 556 mm (véase "El Banco de la República entregó al Gobierno Nacional COP 556 mm en títulos de deuda pública TES como pago de las utilidades correspondientes al año 2021", en: https://www.banrep.gov.co/es/banco-republica-obtuvo-utilidad-632-mil-millones-mm-2021).

Gráfico S1.2
Usos y fuentes de la base monetaria (variación 31-dic-2022 vs 31-dic-2021)



Fuente: Banco de la República.

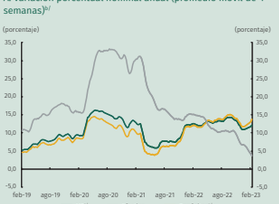
parte del sistema financiero, puesto que permanece por el tiempo restante de la vigencia de dichos títulos o hasta que se vendan (Gráfico S1.2).

Por su parte, las operaciones de liquidez transitoria (repos y depósitos de contracción) con las cuales el Banco ajusta la oferta de base monetaria por periodos cortos, permitieron compensar los efectos sobre la base monetaria de los movimientos de otras cuentas del balance (principalmente de los depósitos del Gobierno en el Banco), en la medida en que estos difirían de los de la demanda de base monetaria y, al cierre del año, constituyeron una menor fuente de liquidez en comparación con lo observado un año atrás[5]. Cabe mencionar que la Junta Directiva decidió ajustar a partir del 4 de abril de 2022 el esquema de las operaciones de liquidez transitoria, retornando, en términos generales, a las condiciones en las que estas se realizaban antes de marzo de 2020[6]. Por último, los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco tuvieron un saldo menor en COP 3.901 mm a lo registrado al cierre de 2021.

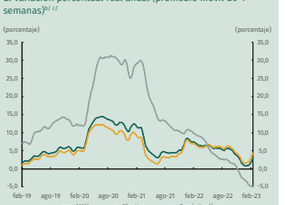
Por el lado del M3, que está compuesto por el efectivo y los depósitos (como las cuentas corrientes, las cuentas de ahorro, los CDT, los bonos y demás pasivos que tienen los establecimientos de crédito con sus clientes)[7], se registró una variación anual promedio del 12,8 % en términos nominales y del 5,3 % en términos reales (vs. 8,8 % y 6,3 % en 2021, respectivamente), y del 13,1 %, respectivamente (vs. 8,8 % y 7,1 % en 2021) y una variación anual real promedio del 5,3 % y del 5,5 % (Gráfico S1.3). Dentro de los depósitos, cuyo crecimiento anual promedio fue del 13,1 % en términos nominales y 5,5 % en términos reales (vs. 7,1 % y 4,7 %, en su orden, en 2021), se presentó un comportamiento opuesto entre los depósitos a la vista, como las cuentas corrientes y los depósitos de ahorro, y los depósitos a plazo, como los CDT y los bonos. Para los primeros, que representaron, en promedio, el 64 % del total de los depósitos, se observó una desaceleración más pronunciada que la del efectivo, al mostrar una reversión parcial de la fuerte preferencia por medios de pago a la vista observada en 2020, tras el inicio de la pandemia y durante 2021. Al cierre del año su crecimiento anual fue casi nulo en términos nominales (lo cual no se observaba desde 2017) y en términos reales se presentó una caída (-9,7 %). Para los segundos, el saldo de los CDT se aceleró de forma sostenida y su aumento estuvo concentrado en los plazos cortos. A pesar de ello, su participación en el total de depósitos no alcanzó los niveles previos a la pandemia[8]. Asimismo, en 2022 las emisiones de bonos por parte de los establecimientos de crédito fueron las más bajas desde que se tiene registro (2008)[9].

Gráfico S1.3
M3 y sus componentes

A. Variación porcentual nominal anual (promedio móvil de 4 semanas)[b/]



B. Variación porcentual real anual (promedio móvil de 4 semanas)[b/ c/]



a/ Se excluyen los CDT y bonos en poder del Banco de la República.
b/ Datos a viernes.
c/ Deflactado utilizando el IPC sin alimentos.
Fuente: Banco de la República.

5 Específicamente, al cierre de 2022 el saldo de repos de expansión fue inferior en COP 4.811 mm al del cierre de diciembre de 2021, mientras que los depósitos de contracción implicaron una menor contracción en COP 1.331 mm (estos valores no incluyen los intereses causados por estos conceptos).

6 Véase https://www.banrep.gov.co/es/nuevo-esquema-operaciones-liquidez-del-banco-republica

7 No incluye los CDT ni bonos en poder del Banco de la República.

8 En promedio, en 2022 la participación de los depósitos a plazo en el total de depósitos fue del 36 %, mientras que en 2019 ascendía al 44,6 %.

9 En 2022 en total se realizaron siete emisiones de bonos, por un total de COP 2.177 mm, cifras inferiores a las presentadas en 2021 (quince emisiones por un total de COP 6.336 mm).

Recuadro 4
La evolución reciente de la tasa de cambio y sus efectos sobre la economía

1. El comportamiento de la tasa de cambio y algunos de sus determinantes

En 2022 el dólar estadounidense se fortaleció frente a las principales monedas de países desarrollados y respecto al promedio de las economías emergentes (Cuadro R4.1). Factores como la incertidumbre sobre el desempeño económico mundial originada por la invasión a Ucrania, el fuerte aumento de la inflación mundial, y una política monetaria más restrictiva por parte de la Reserva Federal aumentaron la demanda por activos refugio menos riesgosos y con mayor rentabilidad, y presionaron al alza la cotización del dólar frente a las principales monedas. En algunas economías emergentes la cotización del dólar también se vio impactada por las caídas de los precios de bienes básicos de exportación hacia la segunda mitad de 2022 (como petróleo y cobre), y por factores idiosincrásicos relacionados con la incertidumbre política y los desbalances macroeconómicos.

Cuadro R4.1
Depreciación de monedas respecto al dólar en 2022

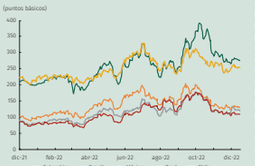
	Promedio (porcentaje)	Fin de (porcentaje)
Colombia	13,7	18,9
Chile	14,8	-0,1
Perú	-1,3	-4,9
Brasil	-4,4	-5,3
México	-0,9	-5,0
Avanzadas[a/]	12,4	8,2
Emergentes[b/]	9,1	5,1

a/ Índice DXY compuesto por el euro, yen, libra esterlina, dólar canadiense, corona sueca y franco suizo.
b/ Índice FXJPEMCS de países emergentes.
Fuente: Bloomberg.

En Colombia, la depreciación del peso frente al dólar alcanzó un 18,9 % en 2022, comportamiento que fue más acentuado en el segundo semestre del año. Esta cifra fue superior a la depreciación registrada por los países emergentes (5,1 % según el FXJPMCS[1]) y por los desarrollados (8,2 % según el DYX[2]), por no mencionar las apreciaciones observadas en varios países de la región. A los factores globales que también afectaron el comportamiento del peso se sumaron otros locales, como la incertidumbre observada en el primer semestre del año frente al resultado de las elecciones presidenciales y, posteriormente, respecto a las políticas económicas que implementaría el Gobierno entrante. Al respecto, al analizar por qué se registró la mayor depreciación del peso colombiano frente a sus pares de la región, un análisis del equipo técnico sugiere que dicho comportamiento se explicó en parte por factores como: un aumento más acentuado de la percepción de riesgo sobre el país, y una mayor incertidumbre y volatilidad de la moneda colombiana.

Los cambios en la percepción de riesgo de un país son uno de los principales factores asociados con el comportamiento de la tasa de cambio. Por ejemplo, en la medida en que una economía sea percibida como más riesgosa, aumenta su probabilidad de insolvencia y, con esto, los inversionistas preferirán reducir la demanda de bonos emitidos por ese país y redireccionarán sus capitales hacia otras economías, ejerciendo presiones al alza sobre la tasa de cambio. Al respecto, existen instrumentos financieros que miden esta valoración de riesgo país y sirven para cubrirse de un posible evento de no pago de un título de deuda en moneda extranjera emitido por un Gobierno. Uno de ellos es el llamado *credit default swap* (CDS)[3], en el cual valores más altos de este instrumento financiero reflejan una mayor percepción de riesgo de un país. Como se muestra en el Gráfico R4.1, comparado con las principales economías de la región, el CDS a cinco años de Colombia es el más alto, y la diferencia se acentúa en el segundo semestre de 2022.

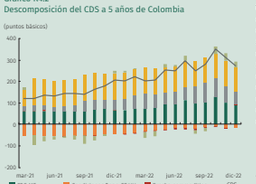
Gráfico R4.1
CDS de 5 años de países de la región
(puntos básicos)



Fuente: Bloomberg.

En términos generales, la prima de riesgo país está influenciada por factores locales y globales. En cuanto a los factores locales, la literatura destaca que aquellos países emergentes con fundamentales macroeconómicos más fuertes y con menor incertidumbre sobre sus políticas e instituciones tienen menores primas de riesgo durante los episodios de estrés en los mercados internacionales. Respecto a los factores globales, algunos autores[4] han encontrado un vínculo estrecho entre la prima de riesgo de países emergentes y distintos sucesos, como las condiciones financieras en las economías avanzadas, las primas de riesgo globales y regionales, y cambios en los precios de las materias primas. Para el caso colombiano, un ejercicio que descompone el CDS a cinco años en sus principales determinantes[5] indica que el mayor nivel registrado en la prima de riesgo durante 2022 estuvo explicado principalmente por un nivel de deuda pública alto, por unas condiciones financieras externas menos holgadas, por una mayor percepción de riesgo de los países emergentes, y por una mayor incertidumbre[6] sobre las políticas económicas locales (Gráfico R4.2).

Gráfico R4.2
Descomposición del CDS a 5 años de Colombia
(puntos básicos)



Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

2. La transmisión de la depreciación nominal a los precios internos y sus efectos sobre otras variables

Las fluctuaciones de la tasa de cambio del peso frente al dólar se transmiten a la inflación al consumidor (variación anual del índice de precios al consumidor: IPC), por lo menos, mediante tres canales: dos directos y uno indirecto[7]. El primero, canal de costos, se refiere al efecto de las fluctuaciones de la tasa de cambio sobre los precios de los insumos importados y, luego, sobre los precios al productor y al consumidor. En efecto, durante 2022 la variación anual del índice de precios al productor (IPP) se mantuvo en niveles altos (20,35 % a diciembre), comportamiento que se explicó, en parte, por factores externos, dentro de los cuales se destaca la depreciación acumulada del peso. El segmento importado del IPP registró una variación anual del 16,4 % a diciembre de 2022.

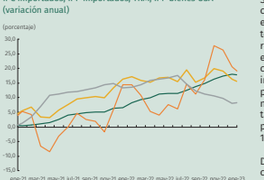
El segundo canal hace referencia al impacto de la tasa de cambio sobre los precios de bienes de consumo importados, que presionan directamente la inflación total. Este canal también se manifiesta mediante el cambio en la demanda por bienes internos, al sustituir los bienes importados que compiten con ellos, lo cual tiene efectos sobre la variación del IPC, en particular sobre los precios de los bienes transables[8]. En efecto, durante 2022, la canasta de bienes del IPC presentó una variación anual del 15 %, comportamiento explicado, en parte, por la transmisión de la depreciación acumulada del peso[9]. Finalmente, el comportamiento de la tasa de cambio también puede afectar indirectamente la inflación, ya que puede acentuar el desempeño de otras variables importantes de la economía que impactan las decisiones de consumo e inversión de los agentes y, por esta vía, afectar a los precios al consumidor. Por ejemplo, aumentos fuertes y persistentes de la tasa de cambio pueden generar incrementos en los precios de los activos, como la vivienda y, por este canal, generar alzas en los arriendos. También pueden incrementar las expectativas de inflación y contribuir a mayores aumentos en los salarios pactados entre trabajadores y empresarios. Estos aumentos en los costos laborales presionarán al alza a la inflación.

Por lo anterior, es importante medir y entender cómo responden los precios de la economía a las fluctuaciones en la tasa de cambio, efecto conocido en la literatura económica como el *pass-through*[10]. Esta estimación es compleja porque los precios internos pueden estar afectados simultáneamente por otros choques que no son fáciles de evaluar de forma aislada. Así mismo, el *pass-through* depende de múltiples factores, como el estado de la economía, la capacidad de sustituir un bien importado por uno local, o la intensidad y duración del fenómeno cambiario. En este sentido, la transmisión puede ser incompleta o darse con rezago debido, por ejemplo, a una baja demanda, a la existencia de algún grado de sustitución entre bienes locales e importados, o porque los agentes pueden percibir como transitorios los movimientos de la tasa de cambio.

En el caso colombiano, las estimaciones disponibles indican que el *pass-through* suele ser incompleto tanto en el corto como en el mediano plazo[11]. Así mismo, sugieren que esta transmisión es significativa, pero no plena, hacia los precios internos de los bienes importados, y es mayor hacia los precios al productor que hacia los precios al consumidor[12]. También se da con rezago y puede variar entre uno y tres meses en el caso del IPP y entre dos y tres trimestres en el caso del IPC. Adicionalmente, se ha encontrado que el traspaso de los choques de la tasa de cambio a los precios depende de las características propias de cada episodio en el cual se da la depreciación. En este sentido, González *et al.* (2010) mencionan que, frente a episodios macroeconómicos considerados como "normales" (inflación cercana a la meta, sin exceso de demanda), el *pass-through* es mayor cuando la economía está en auge y la inflación es alta[13]. Este hallazgo también se habría observado en 2022 y lo corrido de 2023, periodo en el cual se ha registrado un episodio de incremento sostenido de la tasa de cambio, junto con excesos de demanda, elevada inflación y un aumento significativo en los precios de los bienes importados.

En efecto, en 2022 la depreciación sostenida y relativamente alta del peso colombiano fue uno de los factores que explicó el incremento continuo de la inflación al consumidor en Colombia, especialmente en los últimos meses del año. Este hecho viene impulsando con fuerza el componente transable del IPC, en especial el de alimentos procesados y otros bienes, que ha continuado subiendo a pesar de la caída global de los costos de transporte y logística. De hecho, desde dos trimestres atrás los ajustes anuales de los precios del productor de los bienes en los Estados Unidos y otros países vienen cediendo (Gráfico R4.3), dinámica que no se ha transmitido a los precios al consumidor en Colombia. Así lo sugiere el comportamiento de los precios de los bienes importados del IPC, que siguen aumentando anualmente, y que en diciembre de 2022 (18,15 %) alcanzaron el máximo ajuste en lo corrido de este siglo[14]. Esta fuerte alza, pese a la caída de los precios internacionales, se puede explicar por la importante depreciación del peso respecto al dólar desde mediados del año pasado.

Gráfico R4.3
IPC importados, IPP importados, TRM, IPP bienes USA
(variación anual)
(porcentaje)



Fuentes: DANE, Banco de la República y U.S. Bureau of labor statistics.

Si los desbalances macroeconómicos del país (fiscal y de la cuenta corriente) no se reducen y la percepción de riesgo país se mantiene elevada, esto puede generar depreciaciones significativas y persistentes con efectos no deseados sobre otras variables macroeconómicas relevantes. Por ejemplo, puede deteriorar la distribución del ingreso, en la medida en que la depreciación aumenta los precios de una porción importante de la canasta de hogares más pobres y disminuye su ingreso disponible al carecer de mecanismos para protegerse del impuesto inflacionario. En efecto, mientras que los alimentos y bebidas no alcohólicas (grupo del IPC que se ve afectado directamente por la tasa de cambio) tienen una participación del 23,78 % en los hogares pobres y del 22,24 % en los vulnerables, su participación es de un 15,80 % en la clase media y 8,16 % en la de ingresos altos.

Depreciaciones nominales elevadas y persistentes afectan la inflación y sus expectativas y hace más difícil lograr el objetivo de la autoridad monetaria de mantener una inflación baja y estable. Este tipo de choques requiere de un mayor esfuerzo en términos de la tasa de interés de política monetaria, con efectos no deseados sobre la demanda agregada y el empleo. Como se ha mencionado recientemente en los comunicados de la Junta Directiva del Banco de la República, los efectos acumulados de la depreciación del peso sobre los precios han sido uno de los elementos tenidos en cuenta para el incremento de la tasa de interés de política, en la búsqueda de lograr el retorno de la inflación hacia su meta del 3 %.

Otro efecto no deseado de las depreciaciones significativas y persistentes es su impacto sobre los niveles de deuda pública. Si un país ha emitido deuda con el extranjero, la depreciación de la moneda nacional aumenta el costo de la deuda en pesos, ya que el país tiene que pagar más en moneda nacional para honrar el servicio de la misma cantidad de deuda en moneda extranjera. De igual forma, las depreciaciones suelen venir acompañadas de un incremento en la percepción de riesgo y de aumentos en los costos de financiamiento externo. Si los mercados asocian una mayor tasa de cambio con problemas de solvencia o alta incertidumbre en un país, los inversores exigirán tasas de interés más altas para compensar el mayor riesgo percibido, lo que se traduce en un aumento de los costos de endeudamiento para el gobierno. Ambos factores podrían terminar generando presiones de gasto adicionales que refuerzan la percepción de riesgo de los mercados financieros internacionales y reducen el espacio fiscal para una política contracíclica por parte del Gobierno. En Colombia, la participación de la deuda en moneda extranjera ha aumentado recientemente. Mientras que para el último trimestre de 2019 esta representaba el 35,1 % de la deuda financiera total del GNC, en el tercer trimestre de 2022 su participación habría alcanzado un 42,1 %. De acuerdo con cifras consignadas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) en el *Plan Financiero* de 2023, la

---

1 Depreciación de las monedas emergentes frente al dólar según el índice de JP Morgan.

2 Depreciación promedio de países avanzados frente al dólar según el índice de DYX. El "índice dólar estadounidense", conocido también por su sigla: DYX, mide el valor del dólar estadounidense en relación con una canasta de otras monedas, incluidas las de algunos de los principales socios comerciales de Estados Unidos. Las divisas incluidas en esta cesta son el euro (EUR), el yen (JPY), el dólar canadiense (CAD), la corona sueca (SEK) y el franco suizo (CHF).

3 El CDS puede interpretarse como un seguro: a cambio de una tarifa pagada al vendedor, este producto, que es un derivado financiero, proporciona protección a los compradores sobre las pérdidas en las que pueden incurrir al tener un título de deuda pública que presente un evento de crédito (siendo el *default* el más común de ellos).

4 Se destacan, por ejemplo, Ahmed *et al.* (2017), Aizenman *et al.* (2011), Daehler *et al.* (2020), Ertugrul y Ozturk (2014), Fender *et al.* (2012), Gerlach *et al.* (2010), Kocsis y Monostori (2016), Longstaff *et al.* (2011), entre otros.

5 El ejercicio considera factores globales (prima de riesgo en países emergentes, condiciones financieras en los Estados Unidos, precio de las materias primas) y locales (nivel de la deuda pública, incertidumbre política y económica).

6 El indicador de incertidumbre se construye mediante técnicas que analizan el lenguaje de un texto, mediante el conteo de la frecuencia relativa de la palabra "incertidumbre" (o sus relacionadas) en los informes mensuales para Colombia elaborados por *The Economist Intelligence Unit*. Este indicador fue desarrollado inicialmente por Ahir *et al.* (2018) para el agregado del mundo y para 143 países individualmente, incluido Colombia.

7 Véase el Recuadro 2: "Tasa de cambio nominal e inflación en Colombia", en el *Informe al Congreso* de marzo de 2015, disponible en: https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/7158/ijd_mar_2015.pdf?sequence=1&isAllowed=y

8 Los bienes transables son aquellos con los cuales se puede comerciar o hacer intercambios a nivel nacional e internacional. Por ejemplo, libros, zapatos, maquinaria, etc.

9 El grado de transmisión de estos canales dependerá, entre otros, del poder de mercado que tengan las empresas importadoras y productoras en el mercado local y de cuán rápido y costoso les resulte modificar sus precios.

10 Algunos estudios hechos para estimar la trasmisión de la tasa de cambio a los precios en Colombia son Rowland (2003); Rincón-Castro *et al.* (2005); Rincón-Castro *et al.* (2016); Rincón-Castro *et al.* (2017); Rincón-Castro *et al.* (2021); Parra-Álvarez (2008); Julio-Román (2019); González-Gómez (2008), entre otros.

11 Véase el Recuadro 2 del *Informe sobre Inflación* de septiembre de 2011: "Movimientos de la tasa de cambio y su impacto en la inflación: ¿qué dice el modelo Patacon?".

12 Véase el Recuadro 2 del *Informe sobre Inflación* de marzo de 2016: "Elasticidades de transmisión del tipo de cambio a los precios".

13 También, cuando la tasa de cambio real está sobrevaluada.

14 Entre mayo de 2022 y enero de 2023 el aumento acumulado de precios para esta canasta fue del 12,5 %. En ese periodo el peso colombiano se depreció un 22,7 % con respecto al dólar. En enero y febrero de 2023 la variación anual de esta canasta fue del 12,67 % y 11,57 %, respectivamente.

depreciación observada en 2022 habría generado presiones al alza en los niveles de deuda pública a PIB equivalentes al 3,9% del PIB (COP56,0 billones), mientras que el pago de intereses por deuda externa en 2022 habría alcanzado el 1,1% del PIB (COP17,0 billones), superior en 0,3% del PIB (COP5,8 billones)[15] al valor observado en 2021[16].

15 El más reciente *Plan Financiero* del MHCP proyecta un recaudo adicional de COP20,3 billones gracias a la Ley de Igualdad y Justicia Social para 2023. El aumento estimado del saldo de la deuda es casi tres veces mayor que el recaudo estimado de la reforma. Por su parte, los mayores pagos a los intereses de la deuda externa del GNC en 2022 representan una cifra similar al recaudo proyectado por la Ley.

16 MHCP (2022). *Plan Financiero 2023*, Bogotá, pp. 23 y 27.

Recuadro 5
Consideraciones para intervención en el mercado de divisas por parte del Banco de la República

Desde finales de 2021 el crecimiento de las presiones inflacionarias generadas por una combinación de factores de oferta y demanda ha generado un escenario de endurecimiento de las condiciones financieras internacionales en un entorno de normalización de las tasas de interés de política monetaria y un nuevo ciclo de apreciación del dólar. En este contexto, las economías emergentes han observado presiones de devaluación de sus monedas[1].

Colombia no ha sido ajena a este escenario, y adicionalmente ha estado expuesta a eventos importantes, como la pérdida del grado de inversión en moneda extranjera por parte de dos agencias calificadoras[2], y una alta incertidumbre asociada con el resultado de las últimas elecciones presidenciales y con el futuro de la política económica, además de sus posibles repercusiones desde el punto de vista fiscal. Adicionalmente, los desbalances externos, reflejados en un alto déficit de la cuenta corriente[3], han contribuido a incrementar las preocupaciones de los agentes sobre las necesidades de financiamiento externo del país en un entorno global adverso.

En este recuadro se revisan los principales elementos de la política cambiaria, la cual, desde septiembre de 1999, sigue un esquema de libre flotación, donde el valor del peso relativo al dólar de los Estados Unidos se determina por la oferta y la demanda, esquema que es coherente con el régimen de inflación objetivo. Primero, se presenta una revisión de las ventajas del régimen de flotación, una recopilación de los criterios utilizados por el Banco en torno a la intervención cambiaria, así como de sus costos asociados y, posteriormente, se realiza un análisis de estos criterios en la actual coyuntura.

1. Ventajas del régimen de libre flotación

La flexibilidad cambiaria es deseable en países que con frecuencia enfrentan choques reales. Por ejemplo, fuertes caídas en los términos de intercambio[4] suelen estar acompañadas de depreciaciones nominales que contribuyen a suavizar el impacto de los choques. Así, los movimientos en la tasa de cambio tienden a acomodar los precios relativos de la economía y moderan el impacto de los choques sobre la actividad y el empleo.

Por otra parte, las autoridades de una economía pequeña y abierta con tasa de cambio flexible, como la colombiana, tienen mayor autonomía en su política monetaria, lo cual les facilita alcanzar sus propias metas de inflación y reaccionar a sus propios ciclos económicos. Así, ante choques externos, gran parte del ajuste lo realiza la tasa de cambio, por lo que la tasa de interés interna de mercado tiende a ser más estable, frente a la de una economía con un régimen de tasa de cambio fija. Cuando se tiene una tasa de cambio fija frente a la moneda de un país desarrollado, la política monetaria está supeditada a las decisiones de la autoridad monetaria externa[5]. De esta forma, si los ciclos económicos no están sincronizados, las acciones de política monetaria del país desarrollado podrían generar efectos adversos sobre el producto y el empleo del país emergente.

Con la presencia de un régimen de tasa de cambio flexible, también se desincentiva el surgimiento de descalces cambiarios, como aquellos que surgen ante el crecimiento de pasivos en otra moneda sin ningún tipo de cobertura, lo que representa un riesgo para la estabilidad financiera de un país. En un régimen flexible, donde existe y se permite la volatilidad de la tasa de cambio, se induce a los agentes a internalizar y limitar la exposición al riesgo cambiario y así se promueve el desarrollo de un mercado de coberturas. La profundidad de este último contribuiría a la oferta de productos a precios competitivos. Se destaca que, en Colombia, paralelamente a los mecanismos de cobertura ofrecidos por el mercado, existe una fuerte regulación que previene la concentración de riesgos cambiarios en agentes sistémicos, como los intermediarios financieros[6].

Por último, la tasa de cambio refleja la evolución de factores macroeconómicos y financieros relevantes para la toma de decisiones del sector privado y las autoridades. En este sentido, la tasa de cambio provee una señal oportuna del estado de la economía y genera incentivos para el ajuste real y financiero de la misma ante choques externos.

2. Objetivos de la intervención cambiaria

El Banco de la República como autoridad cambiaria tiene la potestad de intervenir en el mercado de divisas, y desde el comienzo del régimen de flexibilidad cambiaria las principales razones de dichas intervenciones han sido las siguientes:

- Acumular reservas internacionales con el fin de mantener un nivel que garantice los pagos en moneda extranjera y permita solventarlos cuando el país enfrente situaciones externas extremas (*v. g.*: paradas súbitas y grandes de los flujos netos de capitales). La existencia de un nivel adecuado de reservas contribuye en sí mismo a mantener el acceso del país al financiamiento externo.
- Corregir desalineamientos cambiarios que pudieran afectar el logro de los objetivos de inflación y suavización de las fluctuaciones económicas.
- Prevenir o atender fallas temporales en el mercado cambiario *spot* o de derivados que puedan afectar la estabilidad financiera o el correcto funcionamiento de los mercados (necesidades de liquidez de corto plazo ante el cierre al acceso a líneas de crédito externo, baja oferta de un mercado de coberturas financieras [derivados financieros], entre otras).

Acorde con estos objetivos, la intervención del Banco en el mercado cambiario no pretende fijar o alcanzar algún nivel específico de la tasa de cambio. Más aún, la evidencia empírica en este sentido es mixta[7]. De hecho, los trabajos realizados sugieren que un papel activo del Banco de la República en el mercado cambiario, en caso de tener algún efecto significativo, suele ser pequeño y de corta duración.

3. Costos de la intervención cambiaria

Las decisiones de intervención también deben evaluarse a la luz de sus costos asociados. Los costos pueden ser de diversa índole. Unos se asocian con confusión sobre los objetivos de política (*v. g.*: percepciones sobre objetivos de tasa de cambio), generación de expectativas de intervención ante choques que no lo ameritan (riesgo moral), y necesidad de esterilizar la expansión (o contracción) monetaria producto de la acumulación (o desacumulación) de reservas internacionales. Estos últimos pueden ser altos y tener implicaciones cuasifiscales[8].

1 LACI: índice de monedas latinoamericanas, -5,9%; MSCI: índice general de monedas emergentes, 4,2%, y DXY: índice de monedas de países desarrollados, 13,4%.

2 El 20 de mayo de 2021 S&P rebajó la calificación de Colombia de BBB- a BB+ y el 1 de julio del mismo año Fitch tomó la misma decisión.

3 El déficit de la cuenta corriente pasó del 4% en 2021 a cerca del 6,2% a finales de 2022.

4 Relación entre los precios de las exportaciones y el de las importaciones.

5 La trinidad imposible (trilema) establece que una economía no puede tener a la vez una tasa de cambio fija, libre movilidad de capitales y una política monetaria autónoma.

6 El Banrep cuenta con una serie de límites macroprudenciales sobre la exposición cambiaria, total y por moneda que pueden tener los IMC con relación a su patrimonio técnico. Estos límites corresponden al -5% y 20% para el caso de la exposición total y al -40% y 40% para los límites de exposición por moneda.

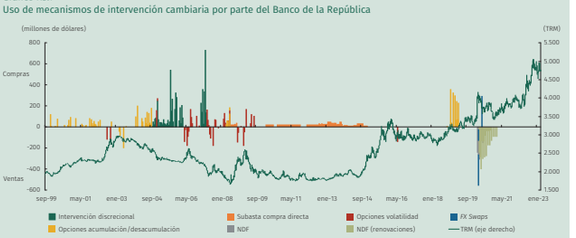
7 Algunos trabajos sobre este tema son Kamil (2008), Echavarría, López y Misas (2009), Rincón y Toro (2010), Murcia y Rojas (2014), Echavarría, Melo y Villamizar (2014), Fuentes *et al.* (2014), Villamizar (2015), Ocampo y Malagón (2015), Echavarría, Melo y Villamizar (2017), Kuersteiner, Phillips y Villamizar (2018), Arango-Lozano *et al.* (2020), entre otros.

8 Los costos pueden afectar el nivel de las utilidades que transfiere el Banco de la República al Gobierno Nacional, particularmente cuando el rendimiento de las reservas es inferior al costo de la esterilización.

4. Historia de las intervenciones en el mercado cambiario

El Banco de la República cuenta con un conjunto amplio de instrumentos cuya conveniencia depende de los objetivos de la política, su efectividad y costos asociados, y de las condiciones macroeconómicas y del mercado. Durante los primeros quince años de flexibilidad cambiaria, los objetivos e instrumentos de la intervención se relacionaban con el logro o mantenimiento de un nivel adecuado de reservas, la contención de presiones fuertes de apreciación o depreciación, y la moderación de la volatilidad cambiaria respecto a su tendencia de un mes en un contexto en el que los mercados de cobertura no se encontraban suficientemente desarrollados. Las principales modalidades de la intervención fueron las opciones de acumulación y desacumulación de reservas internacionales, las opciones de volatilidad, las compras discrecionales de divisas en el mercado y las subastas para la compra de montos fijos diarios de reservas. Recientemente, y como respuesta a los choques generados por el surgimiento del covid-19, el Banco de la República implementó nuevos instrumentos, como las ventas de dólares a través de contratos *FX Swap*[9] y las ventas de dólares a futuro mediante contratos *forward NDF*[10]. Estos nuevos instrumentos fueron exitosos, al proporcionar liquidez al mercado cambiario y mejorar la oferta de coberturas, al tiempo que fueron percibidos como una señal clara del compromiso del Banco de mitigar comportamientos desordenados del mercado cambiario (Gráfico R5.1).

Gráfico R5.1
Uso de mecanismos de intervención cambiaria por parte del Banco de la República



Nota: en el eje principal, las series se muestran como "columnas apiladas".
Fuente: Banco de la República.

5. Pertinencia de la intervención del Banco de la República en la reciente coyuntura

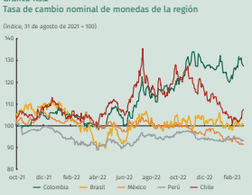
Desde septiembre de 2021 y hasta el 31 de enero de 2023, el mercado ha exhibido una fuerte depreciación del peso colombiano (Gráfico R5.2), atado a un importante incremento de su volatilidad diaria, así como algún deterioro de la liquidez.

La alta volatilidad y tendencia de depreciación del peso colombiano no parecen haber sido explicadas por factores especulativos, sino que coinciden con el fortalecimiento generalizado del dólar estadounidense y el significativo aumento relativo de la prima de riesgo soberano (Gráfico R5.2). Adicionalmente, otros factores, como la mayor sensibilidad relati-

9 Instrumento derivado mediante el cual el Banco vende dólares en el mercado de contado al tiempo que recompra el mismo monto en un momento futuro. El mecanismo tiene un efecto neutro sobre la exposición cambiaria del Banco de la República en la medida en que sustituye un activo en moneda extranjera (efectivo) por otro (dólares a futuro).

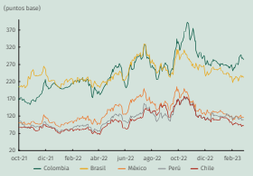
10 Se venden dólares a futuro y se paga la diferencia entre la tasa pactada en el contrato y la tasa de mercado que se forma el día de vencimiento.

Gráfico RS.2
Tasa de cambio nominal de monedas de la región



Fuentes: Bloomberg y Data License.

Gráfico RS.3
Prima de riego (CDS a cinco años) para algunas economías de la región



Fuentes: Bloomberg y Data License.

va del peso, han contribuido a amplificar sus movimientos[11]. En este contexto, se considera que la intervención del Banco tendría poco efecto en la medida en que, por un lado, la sensibilidad de la moneda responde a desbalances macroeconómicos que se corregirían en un horizonte de mediano plazo, y en el caso de la volatilidad, la evidencia empírica estudiada sugiere que las herramientas del Banco no parecen ser especialmente efectivas para moderarla, o al menos a aquellos horizontes que sean particularmente relevantes para los agentes económicos[12].

Por otra parte, el mercado cambiario en general ha funcionado adecuadamente, con solo algún deterioro en la liquidez[13], lo cual ha estado acorde con la evolución de la liquidez de los mercados internacionales. Adicionalmente, no se ha observado evidencia sobre problemas en el proceso de formación de precios en el mercado cambiario[14] ni restricciones en la disponibilidad de instrumentos de cobertura en dicho mercado. Tampoco se han evidenciado señales de restricciones en el financiamiento externo de los intermediarios financieros[15]. Igualmente, no se han observado grandes descalces cambiarios por parte del sector financiero ni real[16] que pongan en riesgo la estabilidad financiera ante una depreciación pronunciada.

11 Al comparar la sensibilidad de la tasa de cambio de Colombia frente a una canasta de monedas de diferentes países (lo que se conoce como beta cambiario) en diferentes periodos, se observa que el nivel del beta para el peso colombiano (COP) es mayor al del promedio de una muestra de países, lo que sugiere que la tasa de cambio suele presentar movimientos más fuertes que otras monedas ante cambios en variables significativas para estas monedas. Esta mayor sensibilidad puede estar explicada por los mayores déficits fiscal y de la cuenta corriente que presenta Colombia frente a otros países emergentes.

12 La evidencia sobre la efectividad de la intervención cambiaria en Colombia es mixta. No obstante, los trabajos realizados sugieren que un papel activo del Banco de la República en el mercado cambiario, en caso de tener algún efecto significativo, sería pequeño y de corta duración. Por ejemplo, de acuerdo con Rincón-Castro *et al.* (2020), la intervención cambiaria, sin importar el tipo o instrumento utilizado, tiene un impacto limitado o nulo sobre la tasa de cambio y, cuando lo tiene, su duración se limita a algunos minutos o máximo a dos días. La literatura también ha encontrado que la efectividad de la intervención cambiaria depende tanto del mecanismo de intervención utilizado como del estado de la economía y de los choques externos que enfrente. Por ejemplo, para el caso de las opciones para el control de la volatilidad, Echavarría, Melo y Villamizar (2014) encuentran que entre 2000 y 2012 fueron efectivas hasta diez días posteriores de realizada la intervención, mientras que Kuersteiner, Phillips y Villamizar (2018) evidencian que las opciones *put* y *call* para el control de la volatilidad tuvieron un impacto sobre la tasa de cambio con una duración de hasta tres y dos semanas después de efectuada la intervención. Sin embargo, Rincón-Castro *et al.* (2020) no encontraron que este tipo de intervenciones tuvieran un impacto estadístico entre 2000 y 2019, e incluso aumentaron la volatilidad cambiaria antes y después de la intervención.

13 El *bid ask spread* (BAS) promedio en 2022 se deterioró con relación a los niveles observados en 2021; no obstante, se encuentra muy por debajo de los niveles observados en marzo de 2020 (promedio 2022: 0,07 % vs. marzo 2020: 0,13 %). El BAS se calcula como el promedio de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta en la sesión spot de Set-FX para cada segundo entre las 8:30 *a. m.* y la 1:00 *p. m.* de cada día, dividido por la tasa promedio de Set-FX del día.

14 Ni en el mercado de contado ni a futuro.

15 De acuerdo con los resultados de la encuesta trimestral de endeudamiento externo y cupos de diciembre de 2022, se observa una mejora en la percepción de disponibilidad de liquidez externa por parte de los intermediarios financieros colombianos, ya que aumentó la proporción de encuestados que reportan que hay entidades externas dispuestas a otorgar nuevos créditos en moneda extranjera, con respecto a los resultados de septiembre de 2022. A pesar de la mejora en la disponibilidad, se siguen observando mayores costos de fondeo. Según las entidades encuestadas, lo anterior se debe a la incertidumbre global y la consecuente volatilidad del mercado.

16 La deuda en moneda extranjera del sector corporativo privado que cuenta con algún mecanismo de mitigación del riesgo cambiario representa la mayor parte de este rubro (69,2 %). Adicionalmente, el Banrep cuenta con una serie de límites macroprudenciales sobre la exposición cambiaria, total y por moneda que pueden tener los IMC con relación a su patrimonio técnico. Estos límites corresponden al -5 % y 20 % para el caso de la exposición total y al -40 % y 40 % para los límites de exposición por moneda.

En ese sentido, no se ha percibido la necesidad de una intervención en el mercado cambiario[17] con el objetivo de evitar problemas de estabilidad financiera.

Finalmente, en un entorno externo muy incierto, como el observado en el periodo reciente, se considera que el uso de las reservas internacionales debe ser especialmente cuidadoso. En particular, los niveles de colchones internacionales de liquidez externa deben mantenerse para ser utilizados solo bajo tensiones severas en las condiciones externas, en la medida en que la presencia de niveles adecuados contribuye a facilitar el acceso del país a financiación internacional.

Con base en las anteriores consideraciones, y teniendo en cuenta las ventajas de la flotación cambiaria, en la actual coyuntura no han sido claros los argumentos a favor de una intervención por parte del Banco de la República para frenar la depreciación del peso, ni para atenuar la volatilidad cambiaria.

Referencias

Arango-Lozano, L; Menkhoff, L; Rodríguez-Novoa, D.; Villamizar-Villegas, M. (2020). "The Effectiveness of FX Interventions: A Meta-Analysis", Borradores de Economía, núm. 1132, Banco de la República.

Echavarría, J. J.; López, E. A.; Misas, M. (2009). "Intervenciones cambiarias y política monetaria en Colombia: un análisis de VAR estructural", Borradores de Economía, núm 580, Banco de la República.

Echavarría, J. J.; Melo, L. F.; Villamizar, M. (2014). "El impacto de las intervenciones cambiarias en Colombia. Un estudio de eventos", *Revista Desarrollo y Sociedad*, vol. 1, núm. 73, pp. 7-31.

Echavarría, J. J.; Melo, L. F.; Villamizar, M. (2017). "The Impact of pre-Announced Day-to-day Interventions on the Colombian Exchange Rate", *Empirical Economics*, vol. 55, núm. 3.

Fuentes *et al.* (2014). "The Effects of Intraday Foreign Exchange Market Operations in Latin America: Results for Chile, Colombia, Mexico and Peru", Bank for International Settlements, BIS Working Papers, núm. 462.

Kamil, H. (2008). "Is Central Bank Intervention Effective Under Inflation Targeting Regimes? The Case of Colombia", IMF Working Paper, núm. 2008/088.

Kuersteiner, G.; Phillips, D.; Villamizar, M. (2018). "Effective Sterilized Foreign Exchange Intervention? Evidence from a Rule-Based Policy", *Journal of International Economics*, vol. 113, núm. 1, pp. 118-138

Murcia, A.; Rojas, D. (2014). "Determinantes de la tasa de cambio en Colombia: un enfoque de microestructura de mercados", Banco de la República, *Revista Ensayos sobre Política Económica*, vol. 32, núm. 74, pp. 52-67.

Ocampo, J. A.; Malagón, J. (2015). "Colombian Monetary and Exchange Rate Policy Over the Past Decade", *Comparative Economic Studies, Palgrave Macmillan; Association for Comparative Economic Studies*, vol. 57, núm. pp. 454-482.

Rincón, H.; Toro, J. H. (2010). "Are capital controls and Central Bank intervention effective?", Borradores de Economía, núm. 625, Banco de la República.

Rincón, H. *et al.* (2020). "Impacto de la intervención cambiaria y su duración", *Ensayos sobre Política Económica*, vol. 98.

Villamizar, M. (2015). "Identifying the Effects Of Simultaneous Monetary Policy Shocks", *Contemporary Economic Policy*, vol. 34, núm. 2.

17 En otros episodios de fuerte iliquidez y funcionamiento deficiente del mercado cambiario, tales como el que se observó en 2020, durante los primeros meses de la pandemia, el Banco de la República intervino con instrumentos derivados que no implicaron pérdidas de reservas internacionales y que contribuyeron a restaurar una operación adecuada del mismo.

05/ Balance externo, mercado cambiario y reservas internacionales

5.1 Evolución y perspectivas de la balanza de pagos de Colombia

Durante 2022 la cuenta corriente registró un déficit de USD 21.446 m, correspondiente al 6,2 % del PIB, e implicó un aumento de USD 3.465 m frente al desbalance externo registrado un año atrás (5,7 % del PIB) (Cuadro 5.1). Esta ampliación del desbalance externo se dio en un entorno de altos precios de las materias primas y de un fuerte dinamismo de la demanda interna. Lo anterior se reflejó en un crecimiento significativo del valor de las exportaciones, principalmente, las asociadas con carbón y petróleo, mejorando el balance comercial, aun con el importante aumento de las importaciones. Por otro lado, las empresas con inversión extranjera directa (IED) aumentaron su remisión de utilidades hacia el exterior, sobrecompensando el efecto positivo de las exportaciones sobre el déficit corriente.

La reducción del déficit comercial de bienes (USD 2.166 m) y servicios (USD 1.287 m) compensó parcialmente las presiones sobre el déficit corriente. El déficit comercial de bienes se redujo con respecto a un año atrás, explicado por un mayor crecimiento en el valor de las exportaciones (USD 17.028 m) frente al de las importaciones (USD 14.862 m). Por un lado, los mayores precios del carbón y el crudo, así como el crecimiento de las exportaciones no tradicionales (17,3 %), explican el incremento de las exportaciones de bienes[79]. Por otra parte, el aumento anual en el gasto de los hogares (9,5 %) y en la formación bruta de capital fijo (11,8 %, en particular en maquinaria y equipo) contribuyó al incremento generalizado de las compras externas de bienes[80], aunque a un menor ritmo que el de las exportaciones. El menor déficit en la balanza de servicios (USD -4.761 m) se explica por la llegada de un número mayor de turistas extranjeros al país, sumado al incremento en los ingresos por otros servicios empresariales, que fueron compensados parcialmente por los mayores egresos por concepto de viajes y fletes.

El incremento en los egresos netos del rubro de renta de los factores (USD 8.486 m) (Cuadro 5.1) explica, principalmente, el mayor desbalance externo. Este resultado estuvo asociado en particular con un aumento de las utilidades de las firmas con IED (USD 16.002 m). El incremento en las utilidades de las empresas con IED fue generalizado en todos los sectores, destacándose el aumento en las firmas que operan en actividades de explotación petrolera y minera, servicios financieros y empresariales e industrias manufactureras. La recuperación de la actividad económica del país y el mayor precio del petróleo y el carbón favorecieron un mejor desempeño de estas empresas y, por tanto, un mayor valor de las utilidades remitidas hacia el exterior. Por su parte, el aumento del saldo de la deuda externa y el incremento generalizado de las tasas de interés generaron mayores egresos por renta factorial del rubro *otra inversión* por USD 1.252 m.

79 El aumento en los ingresos por exportaciones de mercancías (USD 1.287 m) fue generalizado y se originó principalmente por las mayores ventas de carbón (USD 6.637 m), de petróleo y sus derivados (USD 5.525 m), y, en menor medida, en las de productos industriales (USD 2.162 m) y de café (USD 870 m).

80 El incremento en el valor importado de mercancías (USD 14.862 m) fue generalizado y se explicó en especial por las mayores importaciones de insumos y de bienes de capital para la industria (USD 5.489 m), seguidas por las de combustibles y lubricantes (USD 3.248 m), de equipo de transporte (USD 2.600 m) y las de bienes de consumo (USD 2.022 m). Durante el último trimestre de 2022 se registraron caídas importantes de las importaciones, lo que favoreció una reducción del déficit corriente el cual pasó del 7,0% al 6,1% del PIB entre el tercer y el cuarto trimestre del año pasado.

Cuadro 5.1
Balanza de pagos de Colombia

Cuenta corriente (millones de dólares)	2021 (p)	2022 (p)	Variación (millones de dólares)
Cuenta corriente (A + B + C)	-17.981	-21.446	-3.465
Porcentaje del PIB	**-5,7%**	**-6,2%**	
A. Bienes y servicios	-20.032	-16.579	3.453
1. Bienes	-13.984	-11.818	2.166
Exportaciones FOB	42.736	59.764	17.028
Importaciones FOB	56.719	71.582	14.862
2. Servicios	-6.049	-4.761	1.287
Exportaciones	8.081	12.733	4.652
Importaciones	14.129	17.494	3.365
B. Renta de los factores	-8.723	-17.209	-8.486
Ingresos	5.932	6.850	917
Egresos	14.656	24.059	9.403
C. Transferencias corrientes	10.775	12.342	1.567
Ingresos	11.937	13.716	1.779
Egresos	1.162	1.374	212

Cuenta financiera Flujos anuales (millones de dólares)	2021 (p)	2022 (p)	Variación (millones de dólares)
Cuenta financiera con variación de reservas internacionales (A + B + C + D)	-16.513	-20.460	-3.946
Porcentaje del PIB	**-5,2%**	**-5,9%**	
A. Inversión directa (ii-i)	-6.201	-13.327	-7.127
i. Extranjera en Colombia (IED)	9.381	17.048	7.666
Porcentaje del PIB (IED)	**3,0%**	**4,9%**	
ii. Colombiana en el exterior	3.181	3.720	540
B. Inversión de cartera (1+2)	-4.595	265	4.861
1. Sector público (ii-i)	-9.135	-4.447	4.688
i. Inversión extranjera de cartera (a+b)	8.958	4.852	
a. Mercados internacionales (Bonos)	5.825	542	
b. Mercado local (TES)	3.133	4.311	
ii. Inversión de cartera en el exterior	-178	405	
2. Sector privado (ii-i)	4.540	4.713	173
i. Inversión extranjera de cartera (a+b)	-611	-1.973	
a. Mercados internacionales (Bonos)	578	-1.422	
b. Mercado local	-1.189	-551	
ii. Inversión de cartera en el exterior	3.929	2.740	
C. Otros flujos de capital sector público + sector privado	-6.371	-7.969	-1.598
D. Activos de reserva	654	571	-83
Errores y omisiones (E y O)	1.468	986	-481
Memo item:			
Cuenta financiera sin variación de reservas internacionales	-17.167	-21.031	-3.864
Variación de reservas internacionales	654	571	

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

Las presiones sobre el déficit corriente también se vieron compensadas por un aumento en los ingresos netos por transferencias corrientes (Cuadro 5.1). Este aumento (USD 1.567 m) se explica, principalmente, por las mayores remesas de trabajadores (USD 832 m) enviadas desde los Estados Unidos y el Reino Unido, en un entorno de reducción del desempleo en estos países. También aumentaron los ingresos por concepto de otras transferencias, recursos que correspondieron en particular a indemnizaciones recibidas por empresas públicas[81].

La IED se constituyó en la principal fuente de financiamiento externo durante 2022. En este periodo la cuenta financiera registró entradas netas de capital por USD 20.460 m (5,9 % del PIB), superiores a las observadas en 2021, cuando totalizaron USD 16.513 m (5,2 % del PIB) (Cuadro 5.1). Se destacan los recursos recibidos por IED (USD 17.048 m), seguidos de los desembolsos netos por concepto de préstamos externos y otros flujos de capital (USD 13.093 m) y los ingresos por inversiones extranjeras de cartera (USD 2.880 m). Las entradas por IED en 2022 fueron superiores en USD 7.666 m a lo recibido un año atrás. Esta dinámica se observó en la mayoría de las actividades económicas, especialmente en el sector de servicios financieros y empresariales, donde una parte importante de los recursos recibidos se destinaron a la adquisición de acciones de firmas residentes dedicadas a la elaboración de alimentos y bebidas, y de fabricación de minerales no metálicos. También llegaron recursos para las firmas que operan en las actividades de explotación de petróleo y minas, y para transportes y comunicaciones.

La financiación del déficit externo también estuvo soportada en los ingresos netos provenientes de créditos externos y de la inversión extranjera de cartera. En los créditos externos y otros flujos de capital (USD 13.093 m), se destacan los desembolsos netos recibidos por el sector privado (USD 9.320 m) y por el sector público (USD 3.773 m). Por su parte, para el periodo de análisis se estimaron inversiones extranjeras de cartera por USD 2.880 m. Lo anterior fue resultado de compras netas de títulos de renta fija en el mercado local por parte de no residentes (USD 4.311 m), lo que fue compensado, parcialmente, por pagos netos de títulos de deuda de largo plazo en los mercados internacionales (USD 880 m) y por ventas netas de instrumentos de renta variable por parte de no residentes (USD 551 m).

Para 2023 el equipo técnico proyecta una reducción del déficit en la cuenta corriente al 4,0 % del PIB (frente al 6,2 % del PIB en 2022), de acuerdo con la moderación prevista para la demanda interna y con las perspectivas de ajuste fiscal del país. Esta mejora resultaría de unas menores importaciones, resultado de la desaceleración de la economía colombiana, y de las caídas en los costos de los productos importados y del transporte internacional de mercancías, debido, entre otros factores, a la normalización en las cadenas globales de suministro. La tendencia decreciente de las importaciones del último trimestre de 2022 continuó en enero al registrar una reducción del 5,7% de su valor FOB frente al observado un año atrás. Lo anterior, junto con las buenas perspectivas para las exportaciones de servicios asociados con el turismo internacional, determinaría la reducción del déficit comercial del país, a pesar de que se espera una disminución del valor de las exportaciones de bienes por un efecto de menores precios de los principales productos tradicionales de exportación, como el petróleo y el carbón, combinados con niveles de producción relativamente bajos, además de la desaceleración económica del conjunto de los socios comerciales. Al menor déficit corriente también contribuiría la reducción en las utilidades de las empresas con capital extranjero, dentro de las que se destacan las menores ganancias de las firmas que participan en los sectores mineroenergéticos, como consecuencia de la reducción de sus ingresos. Lo anterior sería parcialmente compensado en la balanza del ingreso primario por los mayores pagos de intereses por deuda externa. Por su parte, las transferencias corrientes limitarían la reducción del déficit en la medida en que se espera una moderación de los ingresos por este concepto.

En 2023 la reducción del déficit corriente se reflejaría en unas menores necesidades de financiamiento externo neto del país, las cuales se suplirían con diferentes flujos de capital y en un contexto de condiciones financieras apretadas. En particular, para este año la IED representaría una proporción significativa del déficit en la cuenta corriente, aunque se reduciría frente a 2022 debido a la desaceleración de la economía, los menores precios de las materias primas y una alta base de comparación en 2022, dada por operaciones particulares para la adquisición de empresas colombianas. A su vez, se espera que el sector público adquiera nuevos pasivos externos, aunque en menor medida que lo registrado años atrás, lo que iría en concordancia con el ajuste fiscal esperado este año. Por su parte, de acuerdo con las proyecciones del equipo técnico, en 2023 los costos de financiamiento externo se mantendrían desfavorables en la medida en que las tasas de interés internacionales serían relativamente elevadas y la prima de riesgo local se ubicaría por encima de sus promedios históricos.

Desde el punto de vista macroeconómico el déficit en cuenta corriente refleja un alto desbalance en el sector público. Para el sector público, se estima que el déficit en el balance ahorro-inversión[82] habría pasado de 7,7% del PIB en 2021 a 5,3% del PIB en 2022. Este ajuste, sin embargo, habría sido menor que la reducción del balance ahorro-inversión privado, el cual habría pasado de un superávit de 1,8% del PIB en 2021 a un déficit de 2,8% en 2022. Para 2023 el menor déficit en la cuenta corriente proyectado estaría en línea con el ajuste fiscal esperado, teniendo en cuenta las tendencias de los pronósticos de las finanzas públicas anunciadas por el Gobierno Nacional en su más reciente Plan Financiero. Se resalta que persiste una alta incertidumbre en la proyección del déficit externo, dados los riesgos asociados con la evolución de las condiciones financieras y económicas globales y locales.

5.2 Reservas internacionales

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 sujetará 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[83] 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.

El principal objetivo de las reservas internacionales es proteger al país de choques externos que pueden afectar tanto a los flujos comerciales como a los financieros y, dependiendo de su magnitud, pueden poner en riesgo la estabilidad macroeconómica. Los flujos comerciales se pueden ver afectados, por ejemplo, por una reducción drástica de las exportaciones o un aumento de las importaciones que estreche la situación de liquidez externa; a su vez, los flujos financieros lo pueden ser 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. Las reservas internacionales de un país son un factor determinante en la percepción de la capacidad de pago de los prestatarios nacionales, en la medida en que 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. De esta manera, un nivel adecuado de reservas contribuye a mejorar la percepción de riesgo del país y sus residentes, facilitando el acceso del Gobierno y del sector privado a los mercados internacionales de capitales.

El Banco de la República mantiene colchones de liquidez externa en cuantías que considera suficientes para cumplir con el objetivo mencionado. En esa medida, se reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez en moneda extranjera para prevenir y enfrentar los choques externos teniendo en cuenta diferentes métricas utilizadas a nivel internacional. Por ejemplo, es deseable que el nivel de liquidez externa del Banco de la República cubra el déficit externo, los pagos de deuda externa, así como otros potenciales movimientos de capitales.

Al 31 de diciembre de 2022 las reservas internacionales netas[84] totalizaron USD 57.269,2 millones (m), lo que significa una disminución de USD 1.310 millones (m) durante 2022. El principal factor que explica esta disminución es la rentabilidad negativa obtenida en lo corrido del año, producto de la desvalorización de las inversiones ante aumentos de las tasas de interés de corto y mediano plazos. La desvalorización de otras monedas de reserva frente al dólar de los Estados Unidos también contribuyó a la disminución en el nivel de las reservas. El rendimiento de las reservas internacionales durante 2022, excluyendo el componente cambiario, fue de -1,06 % (-USD 613,5 m). Este rendimiento se explica, principalmente, por la reducción en los precios de las inversiones ante el aumento acelerado de las tasas de interés de los mercados en los que se invierten las reservas internacionales. Este efecto de valoración se presenta 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. El impacto de la reducción en el precio de las inversiones por el aumento de las tasas de interés se compensa con el paso del tiempo con los mayores intereses que reciben las inversiones. El impacto del efecto cambiario en la valoración de las reservas fue el segundo factor que pesó en la disminución en el nivel de las reservas internacionales.

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 (91,14 % y 0,48 % de las reservas, respectivamente). En el Gráfico 5.1 se presenta la composición de las reservas internacionales al 31 de diciembre de 2022.

Gráfico 5.1
Composición de las reservas internacionales
(información al 31 de diciembre de 2022)



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.

Gráfico 5.2
Composición del portafolio de inversión por sectores
(información al 31 de diciembre de 2022)



Fuente: Banco de la República.

5.2.1 Indicadores de reservas

El valor de las reservas internacionales presentó fluctuaciones, acorde con los mercados internacionales, pero desde el segundo semestre se han mantenido en niveles relativamente estables y los diferentes indicadores para evaluarlas muestran un nivel adecuado para el país. Debido a que las reservas internacionales están invertidas principalmente en bonos de países desarrollados, estas presentaron una rentabilidad negativa en 2022 por la reducción en los precios de estos instrumentos[85], lo que se explicó por políticas monetarias más contractivas. Sin embargo, como resultado de inversiones a tasas más altas, se observó una recuperación importante en la rentabilidad de las reservas internacionales en el último trimestre del año.

A pesar de la reducción en el nivel de reservas internacionales, los diferentes indicadores para evaluarlas señalan niveles adecuados para el país. Un indicador ampliamente utilizado internacionalmente para medir el nivel adecuado de reservas internacionales es la metodología denominada *assesing reserve adequacy* (ARA). Esta métrica es propuesta por el FMI y establece que las reservas deben cubrir los principales riesgos de la balanza de pagos en periodos de presión en el mercado cambiario. De acuerdo con el FMI, este indicador busca cubrir riesgos asociados con una pérdida de acceso al financiamiento externo, una pérdida de confianza en la moneda local, una reversión de los flujos de capital, y un posible colapso de la demanda externa[86]. 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 2022, la razón de reservas a nivel adecuado del FMI calculado para Colombia se ubicaba en 1,32. 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 febrero de 2023 estos indicadores sugieren que el nivel de reservas se encuentra en niveles adecuados.

5.2.2 Composición del portafolio de inversión[87]

Al cierre de diciembre de 2022 el portafolio de inversión estaba constituido principalmente por títulos emitidos por gobiernos y entidades relacionadas con gobiernos. En el Gráfico 5.2 se observa la composición del portafolio de inversión a diciembre de 2022, cuando alrededor del 94,32 % estaba invertido en emisiones de dichas entidades.

81 Las indemnizaciones corresponden a las transferencias recibidas por pago de siniestros ocurridos sobre bienes que estaban reasegurados en el exterior.

82 Para 2021, las cifras del balance ahorro-inversión provienen de las cuentas nacionales anuales por sector institucional. Para 2022, la estimación de este balance utiliza las cifras nominales del PIB y sus componentes obtenidas a partir de las cuentas nacionales trimestrales, e incluye proyecciones del equipo técnico para el cálculo del ahorro y la inversión públicos.

83 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.

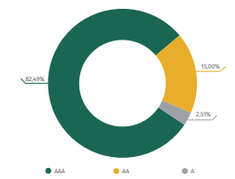
84 Las reservas internacionales netas son iguales al total de las reservas internacionales, o reservas brutas, menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera con agentes no residentes. Las reservas internacionales brutas ascendieron a USD 57.290,1 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron USD 20,9 m.

85 Los precios de los bonos se mueven de forma inversa a las tasas de interés. De esta forma, un aumento de las tasas de interés conlleva a una reducción en los precios de estos títulos.

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

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

Gráfico 5.3
Distribución de las inversiones por calificación crediticia (información al 31 de diciembre de 2022)



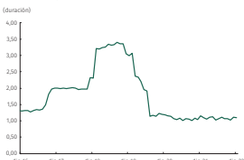
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5.4
Composición cambiaria del portafolio de inversión (información al 31 de diciembre de 2022)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5.5
Duración del portafolio de inversión



Fuente: Banco de la República.

La composición del portafolio por calificación evidencia la alta calidad crediticia de los activos en que se invierte el portafolio. El Gráfico 5.3 muestra que el 82,49 % del portafolio se encontraba invertido en instrumentos con calificación AAA y el 15,00 % 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 5.4 muestra la composición cambiaria que tenía el portafolio de inversión al 31 de diciembre de 2022. Teniendo en cuenta que uno de los objetivos de las reservas internacionales es poder atender los pagos externos del país en momentos de reducción de las fuentes de financiamiento externo, la composición cambiaria de las reservas internacionales de Colombia busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país. De esta manera, las reservas intentan cubrir la volatilidad de los pagos del país en el exterior derivada de los movimientos de las tasas de cambio. 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.

Al 31 de diciembre de 2022 el portafolio de inversión tenía una duración[88] de 1,12, lo cual significa que el valor del portafolio podría reducirse 1,12 % frente a un aumento del 1 % en las tasas de todos los bonos del portafolio. En el Gráfico 5.5 puede observarse la evolución de la duración del portafolio de inversión. La disminución en la duración que se presentó durante 2019 y 2020 se debe a que el Banco ajustó, de forma preventiva, la composición del portafolio para invertir en instrumentos con una sensibilidad menor a aumentos de las tasas de interés, lo cual permitió contener el impacto negativo en la valoración del portafolio a causa del incremento acelerado de las tasas de interés que se evidenció durante 2022.

5.2.3 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 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.

Al 31 de diciembre de 2022 las reservas internacionales presentaron una rentabilidad de -1,06 %[89], debido principalmente, a las desvalorizaciones en las inversiones por el aumento acelerado en las tasas de interés de los mercados en los que se invierten las reservas (factor valorización). Las expectativas de incrementos de las tasas de referencia por parte de los bancos centrales ante las preocupaciones por una tendencia alcista en los datos de inflación hasta niveles superiores a las metas definidas en varios países, y las medidas que tomaron las autoridades monetarias en respuesta a dichos niveles de inflación, llevaron a un aumento acelerado de las tasas de interés en los mercados relevantes para las reservas internacionales. En los Estados Unidos, por ejemplo, las tasas de los bonos del gobierno de dos años aumentaron alrededor de 230 pb durante 2022. Este rápido incremento de tasas de interés afectó negativamente la rentabilidad de las reservas durante la mayor parte del año, generando desvalorizaciones en las inversiones. Por otra parte, los mayores niveles en las tasas de interés externa tuvieron un impacto positivo en la rentabilidad de las reservas internacionales a través de mayores intereses recibidos en las inversiones (factor intereses) durante la última parte del año. Sin embargo, estos no fueron suficientes para compensar las desvalorizaciones observadas en los primeros meses. Dados los componentes globales que explican el comportamiento negativo de los rendimientos en las reservas internacionales, dicho desempeño fue generalizado en varias economías.

Con las tasas de interés en los mercados internacionales en niveles altos frente a los observados en los últimos años, se espera que en 2023 las inversiones de las reservas generen mayores intereses (factor intereses) y que ese sea el principal factor que determine la rentabilidad del año. El desempeño negativo de las reservas internacionales en lo corrido de 2022 se derivó de la materialización de riesgos con baja probabilidad que se manifestaron durante el año y que generaron un impacto principalmente por el efecto del incremento acelerado de las tasas de interés en la desvalorización de los títulos. No obstante, este aumento extraordinario de las tasas de interés internacionales que ocasionó las desvalorizaciones en 2022 se dio en un contexto de niveles históricamente altos de inflación global, muy por encima de las metas de la mayoría de los bancos centrales. Lo anterior incrementará los intereses recibidos por las inversiones en 2023, pero en el mediano plazo. En la medida en que los niveles de inflación a nivel global disminuyan, las tasas de interés de los títulos de deuda soberana tenderán a reducirse, generando tanto valorizaciones de las inversiones, como menores intereses recibidos.

Para 2023 las perspectivas en torno a la rentabilidad de las reservas internacionales son favorables, dado el mayor nivel de intereses que recibirán los activos del portafolio. Adicionalmente, la posibilidad de desvalorizaciones, producto de mayores aumentos de las tasas de interés, parece menor esta vez que en períodos anteriores, teniendo en cuenta que la inflación ha empezado a ceder en las principales economías del mundo y las autoridades monetarias han dado indicios de finalizar en los próximos meses el ciclo alcista de sus tasas de política monetaria.

5.2.4 Medidas para fortalecer la liquidez internacional

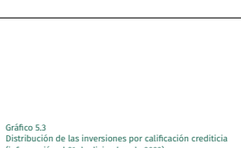
En abril de 2021 el FMI aprobó un nuevo acuerdo por dos años de la línea de crédito flexible (LCF) para Colombia por USD9.800 m. Este acuerdo, que equivale al 350 % de la cuota de Colombia en el organismo, complementa la disponibilidad de liquidez externa del país, constituye un seguro contra riesgos externos y mantiene la confianza de los agentes en la economía colombiana. Todo lo anterior, facilita el acceso del país a los mercados financieros internacionales en condiciones favorables.

La LCF es un instrumento del FMI diseñado para apoyar a países que cuentan con un marco sólido de política monetaria, fiscal y financiera, y un historial favorable de desempeño económico, ante una potencial situación crítica de necesidades de balanza de pagos. El objetivo primordial de la LCF es proveer acceso a liquidez inmediata a los países beneficiarios ante un escenario extremo de riesgos de carácter externo. El panorama actual, caracterizado por una gran incertidumbre y volatilidad global, plantea riesgos relevantes que resaltan la importancia de mantener unos niveles adecuados de liquidez externa.

Colombia ha contado con acceso a la LCF desde 2009. El sólido marco institucional de política macroeconómica y el manejo prudente de la economía le han permitido al país beneficiarse de sucesivos acuerdos del instrumento. Esto ha sido posible dado que el país continúa cumpliendo con los criterios de acceso requeridos[90]. En ese sentido, el organismo ha resaltado la fortaleza de los marcos de política del país, que incluyen 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 línea representa una señal positiva de estabilidad, buen desempeño y resiliencia de la economía colombiana, lo que ha aumentado la confianza internacional hacia el país. Actualmente, México, Colombia, Perú y Chile tienen acuerdos vigentes de este instrumento con el FMI (Gráfico 5.6).

El acceso actual con el que cuenta el país, que reemplazó al acuerdo anterior aprobado en 2020, es manejado por las autoridades colombianas como una línea de financiación de carácter precautorio y de naturaleza temporal; por esta última razón, el país está comprometido con un proceso de salida gradual del mismo, siempre que las condiciones lo permitan. La reducción del acceso del acuerdo actual, equivalente al 350 % de la cuota del país, con respecto al acceso que se mantenía con fines precautorios del acuerdo pasado, cuyo monto equivalía al 417 % de la cuota, es acorde con este proceso de salida y obedece a una disminución esperada de las vulnerabilidades externas. Los cuatro países que tienen acceso vigente a esta facilidad redujeron el monto de acceso en sus acuerdos actuales en relación con sus acuerdos previos[91] (Gráfico 5.6).

Gráfico 5.6
Acuerdos recientes de la LCF



Fuentes: FMI y Banco de la República.

Actualmente, se encuentra en curso la evaluación intermedia de desempeño de Colombia en el marco del acuerdo de la LCF del FMI para garantizar que el país siga cumpliendo con las condiciones de acceso a este instrumento. Un año después de la renovación de la línea, el panorama externo parece ser un poco más favorable, aunque las perspectivas están acompañadas de un alto nivel de incertidumbre. Si bien las condiciones financieras internacionales han mejorado para Colombia, la desaceleración global prevista, junto con las tensiones geopolíticas, hace que los riesgos continúen siendo elevados. Por esta razón, es deseable contar con suficientes colchones externos que complementen la cobertura proporcionada por nuestro nivel de reservas internacionales.

Por otra parte, 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 Fed 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.

88 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.

89 Esta rentabilidad se obtiene al dividir la rentabilidad observada por el promedio del valor de las reservas netas el 31 de diciembre de 2021 y el 31 de diciembre de 2022. Desde 2015 se excluye el impacto del efecto cambiario de la rentabilidad de las reservas.

90 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.

91 Actualmente, México, Colombia, Perú y Chile cuentan con acceso a los recursos de la FCL equivalentes al 400 %, 350 %, 300 % y 800 % de sus respectivas cuotas en el organismo. Sus acuerdos inmediatamente anteriores equivalían al 500 %, 600 %, 600 % y 1000 % de sus cuotas, respectivamente. Es importante mencionar que Chile entre su acuerdo actual y su acuerdo previo de la FCL, canceló el instrumento y lo reemplazó por una línea de liquidez de corto plazo (LLCP) por un monto equivalente al 145 % de su cuota.

Sombreado 2
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 reseñan las actividades más relevantes realizadas ante esa entidad durante los últimos meses. De acuerdo con la autorización conferida, y al momento de la incorporación, el Banco suscribió 3.000 acciones del BPI por un valor de 65.712.000 derechos especiales de giro (DEG), equivalentes a USD 100.978.710, las cuales se mantienen registradas a su costo de adquisición en DEG en el rubro "aportes en organismos y entidades internacionales".

En los últimos meses, las directivas del Banco de la República han participado activamente 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 concentrado en diversos temas, tales como la evolución de las dinámicas de crecimiento y la inflación; las disrupciones de las cadenas globales de valor y el comercio; las implicaciones de las perturbaciones de los precios de las materias primas; los riesgos para la inflación; los desarrollos recientes de las tasas de cambio, y los riesgos de los criptoactivos y la situación actual.

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), el BPI organizó en noviembre de 2022 la Conferencia Anual de Investigación. Esta giró en torno a los cambios estructurales en la dinámica de la inflación y el producto tras la pandemia, y otras perturbaciones. 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 discutió sobre el entorno internacional y los efectos de contagio, el crecimiento e inflación en América Latina y la respuesta de política.

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 octubre de 2022, del informe *API Standards for Data-sharing (Account Aggregator)*[2] del Grupo Consultivo sobre Innovación y Economía Digital (CGIDE, por su sigla en inglés). Asimismo, se destaca la publicación, en julio de 2022, del informe *Incorporating Climate-related Risks into International Reserve Management Frameworks*[3] del Grupo Consultivo de Gestión de Riesgos (CGRM, por su sigla en inglés). A finales del año pasado, se preseleccionaron los temas en los que el CGRM trabajará en 2023. Estos se enfocarán principalmente en modelos de riesgo, apetito de riesgo, riesgos financieros, riesgos cibernéticos, medición del valor añadido de la gestión de riesgos y riesgos de las monedas digitales de bancos centrales (CBDC, por su sigla en inglés). El Banco de la República cuenta con participación en ambos grupos consultivos.

El CCA organizó, a finales del año pasado, la tercera y sexta 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 de crecimiento para la región, las implicaciones de las altas tasas de interés, los retos para los mercados de capitales locales, el ritmo de convergencia de la inflación hacia el objetivo en los países de la región, los riesgos de una inflación elevada, los puntos de referencia para evaluar la estancia de la política monetaria en la región, el comportamiento de las condiciones financieras y las tasas de cambio en los países de la región.

Asimismo, en noviembre de 2022 se celebró una conferencia de alto nivel para conmemorar el vigésimo aniversario de la Oficina de Representación para las Américas. La reunión contó con la participación de dieciséis gobernadores de bancos centrales de la región, incluido el gerente general del Banco de la República. Los temas que se trataron en la conferencia estuvieron enfocados en volver a situar la inflación en la meta, afrontar los retos de la digitalización del sistema financiero y las dinámicas del crecimiento y el comercio.

Por último, representantes del Banco de la República tuvieron la oportunidad de asistir a diferentes encuentros. El Banco participó, entre otros, en: 1) una conferencia sobre *big techs* en finanzas, en la que se discutió las implicaciones para la política prudencial, la estabilidad financiera y la competencia; 2) la tercera edición del *BIS Innovation Summit*, que se enfocó en la innovación tecnológica en tiempos de incertidumbre, y 3) una conferencia de los proveedores de servicios bancarios y de cuentas de custodia del sector oficial (OSSP, por su sigla en inglés) organizada por el BIS y el Banco de México, que tuvo como objetivo capacitar en temas de servicios de cuentas bancarias y custodia, y abordar los retos en temas de reservas y pagos transfronterizos.

1 Esta institución internacional fue creada en 1930 y reúne actualmente a 63 bancos centrales del mundo. Su misión consiste en servir a los bancos centrales en su búsqueda por la estabilidad monetaria y financiera, fomentando la cooperación internacional en esas áreas, así como servir como un 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 la Ciudad de México.

2 El reporte está disponible en: https://www.bis.org/publ/othp56.htm

3 El reporte está disponible en: https://www.bis.org/publ/othp54.pdf

06/ Situación financiera del Banco de la República

6.1 Estado de situación financiera del Banco de la República (balance general)[92]

En 2022 el balance del Banco se expandió de forma significativa. Al cierre de 2022 los activos del Banco registraron un saldo de COP 331.710 mm, superior en COP 39.875 mm (13,7 %) al observado en diciembre de 2021. Por su parte, los pasivos ascendieron a COP 189.609 mm, con un incremento de COP 6.129 mm frente al cierre del año anterior (3,3 %), y el patrimonio totalizó COP 142.101 mm, monto mayor en COP 33.746 mm al de un año atrás (Cuadro 6.1).

El incremento en el activo se explica, en especial, por el efecto del tipo de cambio sobre la valoración de las reservas internacionales en pesos. Las reservas internacionales son el principal activo del Banco de la República. Si bien su saldo en dólares se redujo (USD 1.298 m para las reservas brutas)[93], su saldo expresado en pesos aumentó en COP 42.329 mm (18,1 %) frente al cierre de 2021, producto de la depreciación del peso colombiano frente a las monedas de reserva[94]. Cabe señalar que durante 2022 el Banco no realizó compras ni ventas de divisas en el mercado cambiario. El segundo componente más importante del activo del Banco es el portafolio de inversiones en moneda nacional, el cual se incrementó en COP 3.920 mm debido a las compras de TES realizadas en el mercado secundario a partir de junio (COP 12.137 mm en valor de compra)[95], que compensaron las desvalorizaciones del portafolio, los vencimientos (de TES y de los títulos de deuda privada[96]), y la entrega de TES a precios de mercado al Gobierno Nacional como parte del pago de las utilidades a distribuir del año 2021[97].

El pasivo se incrementó, principalmente, por el aumento de la base monetaria. El principal componente del pasivo es la base monetaria, la cual fue de COP 154.744 mm al cierre de 2022, superior en COP 9.362 mm a la del cierre de 2021[98]. Por su parte, las obligaciones con organismos internacionales (el segundo componente

92 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 331.710 mm y COP 189.609 mm, respectivamente) difieren de los registrados en los Estados Financieros del Banco al 31 de diciembre de 2022 (COP 339.118 mm y COP 197.018 mm).

93 El saldo en dólares de las reservas internacionales cayó, tanto por una desvalorización de los activos que lo componen, como por la apreciación del dólar frente a las demás monedas de reserva (véase el capítulo 5.2: Reservas internacionales).

94 El peso colombiano se depreció frente a las principales monedas de reserva: dólar estadounidense (21 %), won coreano (14 %), dólar australiano (13 %), dólar canadiense (13 %), euro (13 %) y la corona noruega (8 %), entre otros.

95 Véase el sombreado Base monetaria y M3.

96 En el caso de los títulos de deuda privada, se están observando vencimientos de CDT y de bonos emitidos por los establecimientos de crédito, que el Banco adquirió en 2020.

97 En virtud de lo dispuesto en la Ley 2159 de 2021, artículo 26, en marzo de 2022 el Banco de la República entregó TES al Gobierno Nacional por COP 556 mm. Véase https://www.banrep.gov.co/es/banco-republica-obtuvo-utilidad-632-mil-millones-mm-2021

98 Véase el sombreado Base monetaria y M3.

Cuadro 6.1
Estado de la situación financiera del Banco de la República clasificado por criterio económico
(miles de millones de pesos)

Cuentas	Diciembre, 2021		Diciembre, 2022		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	291.835	100,0	331.710	100,0	39.875	13,7
Reservas internacionales brutas	233.247	79,9	275.577	83,1	42.329	18,1
Participación en organismos y entidades internacionales	10.493	3,6	8.722	2,6	-1.771	-16,9
Inversiones	32.187	11,0	36.107	10,9	3.920	12,2
TES	30.989	10,6	35.909	10,8	4.920	15,9
Títulos de deuda privada	1.198	0,4	198	0,1	-1.000	-83,5
Operaciones repo	10.122	3,5	5.297	1,6	-4.825	-47,7
Otros activos netos	5.784	2,0	6.007	1,8	222	3,8
Pasivo y patrimonio	291.835	100,0	331.710	100,0	39.875	13,7
Pasivo	183.480	62,9	189.609	57,2	6.129	3,3
Pasivos M/E que afectan reservas internacionales	33	0,0	26	0,0	-7	-22,5
Base monetaria	145.383	49,8	154.744	46,7	9.362	6,4
Efectivo	108.599	37,2	115.898	34,9	7.298	6,7
Reserva	36.783	12,6	38.847	11,7	2.063	5,6
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	3.349	1,1	2.020	0,6	-1.329	-39,7
Otros depósitos	146	0,1	59	0,0	-87	-59,9
Gobierno Nacional (Dirección del Tesoro Nacional M/N)	10.966	3,8	7.068	2,1	-3.898	-35,5
Obligaciones organismos internacionales	23.603	8,1	25.693	7,7	2.090	8,9
Patrimonio total	108.355	37,1	142.101	42,8	33.746	31,1
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Reservas	764	0,3	744	0,2	-20	-2,6
Superávit	109.253	37,4	149.765	45,1	40.512	37,1
Ajuste de cambio[a/]	108.398	37,1	150.832	45,5	42.434	39,1
Liquidación CEC	453	0,2	453	0,1	0	0,0
Inversión en activos para actividad cultural	334	0,1	356	0,1	22	6,6
Transferencia organismos internacionales	0	-	-1.943	-0,6	-1.943	-
Efecto acumulado cambio contable	67	0,0	67	0,0	0	0,0
Otros resultados integrales (ORI)	-2.088	-0,7	-10.047	-3,0	-7.960	381,2
Resultados	632	0,2	1.771	0,5	1.140	180,4
Resultados del ejercicio	632	0,2	1.506	0,5	875	138,4
Ganancias acumuladas ejercicios anteriores por cambio en el tratamiento contable de las reservas internacionales	0	-	265	0,1	265	-
Resultados acumulados (efecto del cambio en políticas contables)	-188	-0,1	-145	-0,0	42	-22,6
Resultados acumulados por el proceso de convergencia a NIIF	-31	-0,0	0	-	31	

Nota: En este cuadro 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 331.710 mm y COP 189.609 mm, respectivamente) difieren de los registrados en los Estados Financieros del Banco al 31 de diciembre de 2022 (COP 339.118 mm y COP 197.018 mm).
a/ Incluye el ajuste de cambio de las reservas internacionales netas, de los pasivos con el FMI (asignaciones de DEG) y de los pasivos con el FLAR (pesos andinos).
Fuente: Banco de la República.

de mayor participación en el pasivo) aumentaron su saldo en COP 2.090 mm en el año, producto de la variación del tipo de cambio, puesto que su saldo en dólares se mantuvo relativamente constante. Por último, los depósitos en pesos del Gobierno Nacional[99] presentaron una reducción de COP 3.898 mm.

Finalmente, el patrimonio aumentó, en particular por la variación positiva en el ajuste de cambio de las reservas internacionales. Al cierre de 2022, la cuenta de ajuste de cambio tuvo una variación positiva de COP 42.434 mm, contrapartida del aumento del saldo en pesos de las reservas internacionales, y del mayor valor de las obligaciones con organismos internacionales registradas en el pasivo[100]. Lo anterior fue compensado, en parte, por: 1) la cuenta de otro resultado integral (ORI), cuyo saldo cayó en COP 7.960 mm debido a los rendimientos no realizados de los TES en poder del Banco (-COP 6.049 mm) y al cambio en la contabilidad de la valoración de las reservas internacionales, atendiendo el Decreto 2443 de diciembre de 2022 (-COP 1.900 mm)[101]; 2) por la transferencia al Gobierno Nacional de las participaciones en organismos internacionales que no hacen parte de los activos de las reservas internacionales por COP 1.943 mm[102], y 3) la transferencia de las utilidades al Gobierno Nacional por COP 556 mm, con cargo a los resultados de 2021. Los resultados de 2022 ascendieron a COP 1.771 mm, e incluyeron el Resultado del Ejercicio por COP 1.506 m y las ganancias acumuladas de ejercicios anteriores por el cambio en el tratamiento contable de las reservas internacionales por COP 265 mm (Cuadro 6.1)[103].

6.2 Estado de resultados (PyG)

6.2.1 Cierre a diciembre de 2022

Al cierre de diciembre de 2022, la utilidad del Banco de la República ascendió a COP 1.506 mm, producto de ingresos por COP 4.448 mm[104] y egresos por COP 2.942 mm (Cuadro 6.2). Frente al año 2021, la utilidad fue superior en COP 875 mm, explicada por unos mayores ingresos por COP 2.057 mm y unos egresos más altos por COP 1.182 mm. Cabe mencionar que en 2022 se presentó un cambio en el tratamiento contable del rendimiento de las reservas internacionales; por tanto, el resultado del ejercicio de 2022 no es comparable con el de 2021 en lo relacionado con este concepto[105].

Cuadro 6.2
Estado de resultados del Banco de la República, 2022
(miles de millones de pesos)

	Ejecutado a:		Variación	
	2021	2022	Absoluta	Porcentual
I. Total ingresos (A+B+C)	2.391	4.448	2.057	86,0
A. Ingresos monetarios	1.843	3.850	2.007	108,9
1. Intereses y rendimientos	1.534	3.710	2.176	141,8
Reservas internacionales	-413	-332	81	-19,7
Portafolio de inversión de regulación monetaria (TES)	1.511	2.997	1.487	98,4
Operaciones activas de regulación monetaria (Repos)	249	1.005	756	303,6
Operaciones de otros títulos deuda privada	159	40	-118	-74,6
Operaciones de regulación cambiaria	29	0	-29	-100,0
Otras operaciones	0	0	-0	-100,0
2. Diferencias en cambio	299	135	-163	-54,7
3. Otros ingresos monetarios	10	5	-6	-54,9
B. Valor facial de la moneda metálica emitida	309	316	7	2,2
C. Ingresos corporativos	239	282	43	18,2
1. Comisiones	203	241	38	18,7
Servicios bancarios	57	75	18	31,2
Negocios fiduciarios	146	166	20	13,9
2. Otros ingresos corporativos	35	41	5	15,2
II. Total gastos	1.759	2.942	1.182	67,2
A. Gastos monetarios	787	1.805	1.018	129,4
1. Intereses y rendimientos	581	1.643	1.062	182,9
Depósitos remunerados Gobierno (DGCPTN)	493	1.586	1.093	221,7
Depósitos operaciones pasivas de regulación monetaria	39	57	18	47,3
Operaciones de regulación cambiaria	49	0	-49	-100,0
2. Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior	46	48	2	4,2
3. Comisión de compromiso del crédito flexible con el FMI	128	103	-25	-19,4
4. Diferencias en cambio	31	10	-21	-68,9
5. Otros gastos monetarios	1	1	0	9,7
B. Gastos billetes y monedas	273	334	60	22,1
C. Gastos corporativos	699	801	102	14,6
1. Gastos de personal	447	517	71	15,8
2. Gastos generales	128	155	28	21,5
3. Otros corporativos	125	129	4	3,0
D. Gastos de pensionados	0	2	2	n. a.
III. Resultado operacional (I - II)	632	1.506	875	138,4

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

Los ingresos observados en 2022 fueron superiores a los de 2021, principalmente por el rendimiento del portafolio de los TES en poder del Banco. Los ingresos registrados en 2022 presentaron una variación anual de COP 2.057 mm, en especial como resultado de los mayores ingresos monetarios por COP 2.007 mm, producto de: 1) un mayor rendimiento de los TES en poder del Banco (COP 1.487 mm)[106], y 2) mayores intereses por operaciones repo de expansión (COP 756 mm)[107]. Adicionalmente, los ingresos por el valor facial de la moneda emitida fueron de COP 316 mm, y los corporativos de COP 282 mm. Lo anterior, debido al cambio en el tratamiento contable de las reservas internacionales, según Decreto 2443 del 12 de diciembre de 2022. En particular, el rendimiento total de las reservas internacionales fue de -COP 1.967 mm, de los cuales -COP 332 mm se registraron en el PyG y -COP 1.635 mm, correspondientes a los rendimientos no realizados del portafolio bajo el mandato de administración pasiva (portafolio pasivo) de las reservas internacionales, se registraron en la cuenta ORI en el patrimonio del Banco[108].

Por su parte, los egresos fueron mayores a los del año anterior, principalmente por la remuneración de los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco. En 2022, los gastos fueron superiores en COP 1.182 mm, concretamente por el mayor valor de los monetarios (COP 1.018 mm), y en particular por el incremento de los intereses sobre los depósitos del Gobierno en el Banco (COP 1.093 mm)[109], resultado de la mayor tasa de interés de remuneración compensada en parte por el menor volumen promedio de su saldo[110]. Por su parte, los egresos corporativos ascendieron a COP 801 mm, superiores en COP 102 mm a los registrados en 2021 (14,6 %, equivalente al 4,0 % en términos reales). Estos últimos se explican por: 1) los gastos de personal, COP 517 mm, con un aumento anual del 15,8 % (5,1 % real), e incluyeron los relacionados con un plan de retiro, producto de la transformación de seis sucursales en agencias culturales[111]; 2) los gastos generales, COP 155 mm, con un aumento anual del 21,5 % (10,3 % real), y 3) los otros gastos corporativos, COP 129 mm, con variación anual del 3,0 % (-6,5 % real).

6.2.2 Proyección para 2023

El presupuesto para 2023 fue aprobado por la JDBR en diciembre de 2022, 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 2023 se proyecta una utilidad de COP 11.004 mm, muy superior a lo observado durante 2022. Esta proyección sería el resultado de un aumento significativo de los ingresos monetarios, en un entorno internacional de altas tasas de interés, y corresponde a la estimación de ingresos por COP 15.651 mm y de egresos por COP 4.647 mm (Cuadro 6.3).

Cabe advertir que el resultado estimado supone un carácter extraordinario en el nivel esperado de utilidades que, de hecho, corresponde al mayor valor proyectado de resultados del Banco de la República desde 1994. Sin embargo, también es importante advertir que esta proyección está sujeta a los riesgos inherentes derivados del comportamiento de los supuestos considerados en su cálculo, en especial los relacionados con el rendimiento de las reservas internacionales, seguido del ingreso proyectado para las operaciones repo de expansión. En particular, en la medida en que se presenten incrementos en las tasas de interés externas de los títulos en los que se encuentra invertido el portafolio de reservas (adicionales a los ya incorporados en esta proyección)[112], el rendimiento proyectado de estas reservas sería inferior al considerado en esta estimación. Adicionalmente, si el crecimiento de la base monetaria resulta menor al supuesto incluido en esta proyección, el ingreso de repos de expansión también se reduciría. Estos son los principales riesgos que podrían reducir los resultados aquí estimados.

Durante 2023 se espera un incremento significativo de los ingresos del Banco. El presupuesto aprobado para 2023 considera un incremento anual de los ingresos monetarios de COP 11.955 mm (390 %) frente al presupuesto aprobado en 2022, como resultado en especial del mayor rendimiento estimado de las reservas internacionales por COP 9.466 mm[113]. Como se ha mencionado en este *Informe,* esto se derivaría de unas altas tasas de interés en los mercados internacionales como consecuencia de una fuerte respuesta de política monetaria frente al fenómeno inflacionario que enfrenta la economía global. También se presentarían mayores ingresos por intereses de operaciones repo (CP 1.566 mm)[114], y por rendimientos de TES en poder del Banco (COP 1.059 mm)[115]. Por su parte, los ingresos por el valor facial de la moneda metálica emitida tendrían una variación anual de COP 96 mm y los corporativos de COP 38 mm.

Por otra parte, se estima un aumento de los egresos, originado, principalmente, en la remuneración de los depósitos del Gobierno Nacional. En 2023 se proyecta un aumento en los egresos monetarios de COP 1.371 mm, producto principalmente de la mayor remuneración de los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco (COP 1.345 mm)[116]. Por otro lado, se proyecta un mayor egreso por la emisión y puesta en circulación de especies monetarias (COP 163 mm), incluida su divulgación, y por gastos corporativos (COP 65 mm).

6.3 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

99 Estos depósitos son constituidos mediante la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional en el Banco de la República. Incluyen los depósitos remunerados y otros depósitos, como la cuenta cajero, así como los intereses devengados y no pagados por el Banco de la República.

100 Incluye el ajuste de cambio de las reservas internacionales netas por COP 44.689 mm, compensado parcialmente por el ajuste de cambio de los pasivos con el FMI por asignaciones de DEG (COP 2.238 mm) y de los pasivos con el FLAR por pesos andinos (COP 17 mm).

101 Véase el sombreado Cambio en el tratamiento contable de las reservas internacionales.

102 Atendiendo la Ley 1955 de 2019, artículo 50, https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=93970

103 Véase el sombreado Cambio en el tratamiento contable de las reservas internacionales.

104 Para el caso del rendimiento de reservas internacionales, los ingresos monetarios se presentan netos (ingresos – egresos). Para efectos de presentación, un rendimiento negativo de las reservas internacionales se muestra como egreso en el estado de resultados del Banco.

105 Véase el sombreado Cambio en el tratamiento contable de las reservas internacionales.

106 Por mayor volumen promedio y mayor tasa de interés de compra (TIR de compra).

107 El volumen promedio diario de estas operaciones fue de COP 14.343 mm en el período enero-diciembre de 2022 y de COP 11.988 mm en igual período de 2021. Para estas mismas fechas, las tasas anuales promedio de remuneración fueron del 7,25 % y 2,10 %, respectivamente.

108 Véase el sombreado Cambio en el tratamiento contable de las reservas internacionales.

109 Este valor considera la remuneración tanto de los depósitos como de las cuentas cajero remuneradas de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN).

110 Entre enero y diciembre de 2022, el saldo promedio fue de COP 22.533 mm y la tasa de interés promedio para la remuneración de estos depósitos fue del 7,29 %, en comparación con COP 25.556 mm y 1,95 %, respectivamente, en el mismo período de 2021.

111 Las sucursales transformadas fueron Ibagué, Montería, Pasto, Riohacha, Quibdó y Leticia. Al descontar este plan de retiro de los gastos corporativos y de personal, los incrementos nominales anuales fueron del 10,5 % y 9,5 %, respectivamente.

112 Para esta proyección se tomaron las curvas de rendimiento al 31 de octubre de 2022 de los Estados Unidos, Australia, Canadá, Nueva Zelanda, Noruega y Corea, y se consideró una probabilidad del 100 % de aumento de las tasas de interés externas de 25 pb a finales de 2022 y a finales de 2023, para un aumento de 50 pb en los dos años.

113 Se aclara que, como se mencionó, el criterio para el cálculo del rendimiento de las reservas internacionales es diferente para el presupuesto de 2023, comparado con el de 2022, por el cambio en el tratamiento contable de este rendimiento (véase el sombreado Cambio en el tratamiento contable de las reservas internacionales).

114 Originados por la mayor tasa de interés de remuneración y por el mayor volumen promedio proyectado para estas operaciones.

115 Resultado de la mayor tasa de interés promedio.

116 Tanto por mayor tasa de interés como por incremento en su saldo promedio.

Cuadro 6.3
Presupuesto del Banco de la República, 2023
(miles de millones de pesos)

	Presupuesto aprobado		Variación	
	2022 (A)	2023 (B)	Absoluta	Porcentual
I. Total ingresos (A+B+C)	3.562	15.651	12.089	339,4
A. Ingresos monetarios	3.066	15.020	11.955	390,0
1. Intereses y rendimientos	2.943	14.998	12.055	409,6
Reservas internacionales	-931	8.535	9.466	n. a.
Portafolio de inversión de regulación monetaria (TES)	2.661	3.720	1.059	39,8
Operaciones activas de regulación monetaria (Repos)	1.176	2.742	1.566	133,2
Operaciones de otros títulos de deuda privada	37	1	-36	-97,0
2. Diferencias en cambio	118	17	-101	-85,7
3. Otros ingresos monetarios	4	5	1	21,2
B. Ingresos en moneda metálica emitida	241	337	96	40,1
C. Ingresos corporativos	256	294	38	14,8
1. Comisiones	235	253	18	7,6
Servicios bancarios	77	76	-1	-0,9
Negocios fiduciarios	158	177	19	11,7
2. Otros ingresos corporativos	21	41	20	95,4
II. Total gastos (A+B+C+D)	3.053	4.647	1.595	52,2
A. Gastos monetarios	1.815	3.186	1.371	75,6
1. Intereses y rendimientos	1.581	2.965	1.385	87,6
Depósitos remunerados Gobierno (DGCPTN)	1.522	2.867	1.345	88,4
Depósitos operaciones pasivas de regulación monetaria	59	98	39	66,8
2. Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior	80	93	13	16,4
3. Comisión de compromiso del crédito flexible con el FMI	104	114	10	9,5
4. Diferencias en cambio	42	8	-34	-81,0
5. Otros gastos monetarios	8	6	-2	-26,4
B. Gastos billetes y monedas	327	490	163	49,7
C. Gastos corporativos	901	966	65	7,2
1. Gastos de personal	550	584	35	6,3
2. Gastos generales	182	219	37	20,1
3. Otros corporativos	165	158	-7	-4,3
4. Disponibilidad presupuestal flexible	4	5	0	7,2
D. Gastos pensionados	9	5	-4	-43,3
III. Resultado del ejercicio (I - II)	510	11.004	10.494	2.059,0

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

reservas estatutarias, será de la Nación. Como se mencionó, los resultados del año 2022 ascendieron a COP 1.771 mm, e incluyeron el resultado del ejercicio del año 2022 por COP 1.506 m y las ganancias acumuladas de ejercicios anteriores por el cambio en el tratamiento contable de las reservas internacionales por COP 265 mm (Cuadro 6.4).

Cuadro 6.4
Distribución de utilidades
(miles de millones de pesos)

	Distribución de utilidades en 2023
A. Resultados 2022	1.771
Resultados del ejercicio año 2022	1.506
Ganancias acumuladas ejercicios anteriores por cambio en el tratamiento contable de las reservas internacionales	265
B. Más utilización de reservas patrimoniales	0
C. Menos constitución de reservas patrimoniales	0
D. Menos otras deducciones	162
Inversión neta en bienes para la actividad cultural	17
Pérdida por adopción NIIF 9 (cambio política contable sobre TES en poder del BR)	145
Resultado neto a favor del Gobierno Nacional: A + B - C - D	1.609

Fuente: Banco de la República.

Con base en este resultado, el proyecto de transferencia de utilidades al Gobierno puesto a consideración de la JDBR en febrero de 2023 tuvo en cuenta los siguientes puntos:

1. De acuerdo con la Ley 31 de 1992 y con los Estatutos del Banco[117], no fue requerida la utilización ni la constitución de reservas patrimoniales.
2. El valor de la inversión neta en activos culturales en 2022 ascendió a COP 17 mm que, de acuerdo con el parágrafo del artículo 62 de los Estatutos del Banco[118], deben ser descontados de la utilidad a transferir al Gobierno Nacional.
3. La transferencia del valor neto de las ganancias acumuladas de ejercicios anteriores por COP 120 mm. Este valor tuvo en cuenta la distribución de COP 265 mm, originados por el cambio en el tratamiento contable de las reservas internacionales ya mencionado, y el cobro de COP 145 mm de la pérdida pendiente generada por la reclasificación contable del portafolio de TES de intervención monetaria realizada en 2018[119].

De acuerdo con lo anterior, en febrero de 2023 la JDBR aprobó el proyecto de distribución de utilidades, y a finales de marzo el Banco trasladó al Gobierno Nacional COP 1.609 mm, en su mayoría en TES.

117 Expedidos mediante Decreto 2520 de 1993.

118 De acuerdo con este artículo, la utilidad a transferir o la pérdida que resulte a cargo del Gobierno se define como el resultado de restar de los ingresos del Banco, tanto los egresos, incluyendo la depreciación, como los egresos destinados a atender el funcionamiento e inversión del Banco para el cumplimiento de sus funciones de carácter cultural y científico.

119 En 2018 el portafolio de TES en poder del Banco fue reclasificado de la categoría de "valor razonable con cambios en resultados" al de "valor razonable con cambios en ORI". Esto originó una pérdida acumulada de ejercicios anteriores por COP 512 mm, de los cuales el Banco ha descontado COP 366 mm de la transferencia de utilidades realizada entre 2019 y 2022.

Sombreado 3
Cambio en el tratamiento contable de las reservas internacionales

Diagrama S3.1
Activos de reservas internacionales



a/ Al descontar el valor de los pasivos de reservas internacionales por COP 11 b, el saldo de las reservas internacionales netas ascendió a COP 275 b (USD 57.269 m) al 31 de diciembre de 2022. En esta misma fecha, los convenios de pago y crédito recíproco suscritos en el marco de la Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi), que también forman parte de los activos que constituyen reservas internacionales, no presentaron saldo.
b/ Contiene derivados tales como *forwards* de monedas y futuros de bonos y tasas de interés.
Fuente: Banco de la República.

En el Diagrama S3.1 se presentan los principales rubros que a 31 de diciembre de 2022 conformaron los activos que constituyen las reservas internacionales y su participación dentro del total:

El portafolio de inversión de las reservas internacionales, que es el que tiene una mayor participación, se caracteriza por estar disponible para uso inmediato. Los aportes al Fondo Monetario Internacional (FMI) y al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) permiten mantener el acceso de Colombia a sus líneas de crédito de contingencia. Los convenios de pago y crédito recíproco suscritos en el marco de la Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi) facilitan el comercio entre los países miembros.

El Banco de la República prepara sus estados financieros con base en los principios establecidos en las normas internacionales de información financiera (NIIF) vigentes en Colombia, de conformidad con el marco contable establecido por la Contaduría General de la Nación, salvo en los siguientes aspectos que constituyen excepciones a la aplicación de las NIIF:

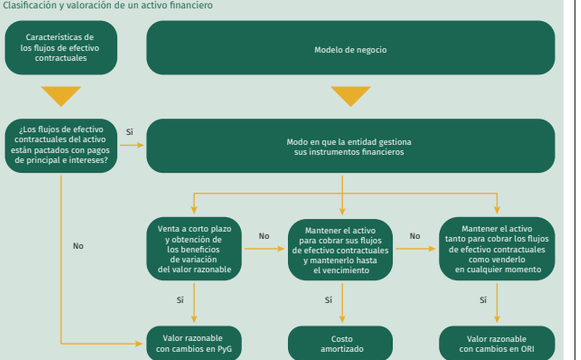
1. Los aspectos que resulten contrarios a su régimen especial contenido en la Ley 31 de 1992 y en sus estatutos, expedidos mediante Decreto 2520 de 1993 y sus modificaciones, en particular lo relacionado con:
   a. El tratamiento contable del ajuste de cambio de las reservas internacionales ocasionado por las fluctuaciones en la tasa de cambio del peso con respecto a las monedas en que se encuentran representadas.
   b. El tratamiento contable de la moneda metálica emitida.
2. Lo dispuesto en la NIIF 9, Instrumentos Financieros, respecto del tratamiento de la cartera de créditos y su deterioro, para lo cual se aplican las normas técnicas especiales que sobre la materia expida la Superintendencia Financiera de Colombia.

1. Análisis de la clasificación de los activos de reserva conforme a la NIIF 9, Instrumentos Financieros

La clasificación y valoración de un activo financiero debe considerar dos criterios principales (Diagrama S3.2):

1. La existencia y características de flujos de efectivo contractuales de los activos financieros (pago de principal e intereses).
2. El modelo de negocio de la entidad para la gestión de tales activos.

Diagrama S3.2
Clasificación y valoración de un activo financiero



Fuente: Banco de la República.

Como se desprende del diagrama, existen tres categorías para la clasificación contable de los activos financieros:

Valor razonable con cambios en resultados (PyG) para los activos financieros que se mantienen para venderlos a corto plazo y así obtener los beneficios resultantes de la variación del precio de mercado. Las variaciones de sus precios de mercado se registran en el PyG, y estas corresponden a la causación de intereses y a las fluctuaciones derivadas de las variaciones de los precios de mercado por cambios en las tasas de interés.

Costo amortizado para los activos financieros que se mantienen hasta el vencimiento. El rendimiento de intereses se reconoce periódicamente en el PyG con base en la tasa de interés pactada al momento de su compra (tasa interna de retorno [TIR] de compra).

Valor razonable con cambios en el rubro otro resultado integral[1] (ORI) para los activos financieros cuyo modelo de negocio tiene como objetivo tanto cobrar los flujos de efectivo contractuales a lo largo de la vida del activo, como su venta en cualquier momento por razones diferentes a las de obtener los beneficios resultantes de la variación del precio de mercado. En esta categoría, los activos financieros se miden a precios de mercado y sus efectos se tratan contablemente de la siguiente manera:

a. En el PyG se registra el rendimiento de intereses calculado bajo la metodología de costo amortizado.
b. En el patrimonio (ORI) se contabilizan las fluctuaciones netas de los precios de mercado[2]. En caso de baja de estos instrumentos antes de su vencimiento, cualquier ganancia o pérdida acumulada se realiza y, por tanto, se reclasifica de ORI a resultados en el PyG.

2. Gestión del portafolio de inversión de las reservas internacionales

El portafolio de inversión de las reservas internacionales se divide en tres tramos: corto plazo, mediano plazo y oro. En cuanto a los dos primeros tramos:

1 Nueva categoría, vigente a partir de 2018, incorporada por la versión más reciente de la NIIF 9.

2 Equivale a la diferencia entre la variación total del precio de mercado (valor razonable) del activo menos los rendimientos por intereses a costo amortizado (TIR de compra).

1. El tramo de corto plazo tiene como propósito cubrir las necesidades potenciales de liquidez de las reservas hasta en doce meses.

2. El tramo de mediano plazo se ejecuta con un plazo y un perfil de rentabilidad esperado superior al del tramo de corto plazo, bajo la restricción de que el rendimiento esperado en dólares estadounidenses sea positivo, con una probabilidad del 95% en un horizonte de tres años.

En el caso del Banco, con el fin de reflejar los distintos horizontes de inversión de los tramos del portafolio de las reservas internacionales, se definen índices de referencia diferentes para el tramo de corto plazo y para el de mediano plazo.

La gestión de las reservas internacionales frente al índice se puede realizar de dos maneras, cada una de las cuales tiene lineamientos de inversión que delimitan las desviaciones permitidas frente al índice, a saber:

1. Un manejo pasivo mediante el cual se busca replicar la composición del índice de referencia. Las inversiones de este tipo de manejo se hacen principalmente en títulos emitidos por los emisores que componen el índice de referencia. A este componente se le denomina portafolio bajo mandato de administración pasiva (portafolio pasivo).

2. Un manejo activo mediante el cual se busca obtener una rentabilidad mayor a la del índice de referencia. Dentro de un marco de riesgo controlado, se definen estrategias de inversión en las que la composición de los portafolios administrados difiere de la del índice de referencia, buscando así aumentar la rentabilidad de las reservas en el largo plazo. A este componente se le denomina portafolio bajo mandato de administración activa (portafolio activo).

3. Tratamiento contable de las reservas internacionales

Las reservas internacionales se valoran diariamente a precios de mercado y el tratamiento contable de los cambios de valor originados tanto por las variaciones en la tasa de cambio como por las variaciones en los precios de las inversiones atienden las disposiciones contenidas en la Ley 31 de 1992 y en los Estatutos del Banco de la República. El ajuste de cambio de las reservas internacionales originado por fluctuaciones del peso frente a las monedas en que se encuentran invertidas se contabiliza en la cuenta de superávit en el patrimonio, sin afectar el PyG[3].

Con respecto a las variaciones generadas por cambios en los precios de las inversiones, el 12 de diciembre de 2022 el Gobierno Nacional expidió el Decreto 2443 mediante el cual se modificaron los Estatutos del Banco, adicionando, en particular, el parágrafo 4.º al artículo 62, al establecer que:

Las variaciones de las reservas internacionales generadas por cambios en los precios de las inversiones de las que trata el numeral 4 del presente artículo, podrán registrarse en "Otro Resultado Integral-ORI" en el patrimonio, de acuerdo con la política contable que defina el Banco de la República, en concordancia con la Ley 31 de 1992, estos Estatutos y los principios y estándares contables internacionalmente aceptados.

Antes de esta modificación, todos los cambios en los precios de las inversiones, originados por variaciones de las tasas de interés, se registraban en el PyG.

La modificación mencionada fue el resultado de la revisión del marco contable del Banco frente a las prácticas de otros bancos centrales y a los estándares internacionales de contabilidad. En conclusión, se consideró procedente que el Banco pudiera reconocer y clasificar los instrumentos financieros que componen las reservas internacionales en concordancia con las tres categorías para el reconocimiento y medición[4] de los instrumentos financieros establecidas en las NIIF, en particular la NIIF 9. Antes de esta modificación, el Banco solo podía registrar las variaciones de las reservas internacionales generadas por cambios en los precios de las inversiones en dos categorías: 1) valor razonable con cambios en resultados y 2) costo amortizado. Con la modificación de sus estatutos, en los registros contables del Banco las variaciones de las reservas internacionales generadas por cambios en los precios de las inversiones constituirán ingresos o egresos del Banco desde el momento en que se generan, o cuando se realizan si su contabilización se ha efectuado en la cuenta Otro resultado integral (ORI) en el patrimonio.

Cabe resaltar que este tratamiento contable aplica para las inversiones en moneda nacional en poder del Banco, en particular TES y títulos de deuda privada.

De acuerdo con lo anterior, y para efectos de presentar las modificaciones en el tratamiento contable de las reservas internacionales originadas con la expedición del decreto mencionado, en el Cuadro S3.1 se presenta el registro contable de este rubro antes de 2022 y a partir de 2022, con las siguientes clasificaciones:

- Valor razonable con cambios en resultados: *VR* a *PyG*
- Valor razonable con cambios en ORI: *VR* a *ORI*
- Costo amortizado: *CA*

Como se observa, el cambio en el tratamiento de las reservas internacionales establecido en dicho decreto aplica para el registro del rendimiento del portafolio bajo el mandato de administración pasiva. Lo anterior, teniendo en cuenta que su modelo de negocio es el cobro de flujos de caja contractuales, basado en los objetivos de replicar el índice de referencia, así como en los parámetros de riesgo prudente orientados a la preservación de capital y estar disponibles para la venta en cualquier momento. De acuerdo con la información presentada en el Diagrama S3.2, la categoría apropiada es "valor razonable con cambios en otro resultado integral – (ORI)". El registro contable del rendimiento de los demás componentes de los activos que constituyen reservas internacionales no se modificó.

4. Registro contable del rendimiento de las reservas internacionales en 2022

De acuerdo con lo anterior, a partir del 1 de enero de 2022 el portafolio de reservas internacionales bajo el mandato de administración pasiva se clasifica en la categoría "valor razonable con cambios en otro resultado integral –(ORI)", que hasta el diciembre 31 de 2021 se registró en la categoría "valor razonable con cambios en resultados".

En la aplicación del cambio en el tratamiento contable de las reservas internacionales se presentaron dos efectos en el registro del rendimiento de estas reservas en 2022:

1. Aplicación de la nueva clasificación: impacto en el registro contable del portafolio bajo mandato de administración pasiva al 1 de enero de 2022.

   Como se mencionó, el portafolio de reservas internacionales se valora diariamente a precios de mercado. El registro contable del activo no presenta modificaciones. Sin embargo, en su aplicación en forma prospectiva, como se determinó en el decreto señalado, se requirió valorar el portafolio bajo el mandato de administración pasiva vigente al 31 de diciembre 2021 con la TIR de compra[5]. Este último resultado fue superior en COP 265 mm (USD 74 m) al valor de este portafolio a precios de mercado registrado en el activo, reflejando pérdidas no realizadas por fluctuaciones de los precios de las inversiones mantenidas por el Banco bajo esta clasificación de portafolio al 1 de enero de 2022.

   En el Cuadro S3.2 se presenta el registro contable del Banco, según el cual se reconoció una disminución en la cuenta ORI al inicio del año 2022 por COP 265 mm y su contrapartida correspondió a otra cuenta del patrimonio denominada "Ganancias acumuladas de ejercicios anteriores", sin efecto neto en el patrimonio del Banco.

2. Registro del rendimiento de las reservas internacionales del Banco en 2022

   De acuerdo con lo mencionado, el nuevo tratamiento contable de las reservas internacionales no modificó el registro contable en los activos. El cambio se originó en el registro de las ganancias o pérdidas no realizadas del portafolio bajo mandato de administración pasiva, originadas por fluctuaciones de los precios de las inversiones que se encuentran en este portafolio. Antes de 2022 este rendimiento se reconocía en el PyG; a partir de 2022 este registro debe realizarse en la cuenta de ORI en el patrimonio.

   Con base en lo anterior, el rendimiento total de las reservas internacionales en 2022 fue negativo en COP 1.967 mm, como resultado de la desvalorización de su saldo por aumentos en las tasas de interés externas que redujeron los precios de las inversiones y que compensó el rendimiento por intereses de estas inversiones reconocido en el PyG.

   En el Cuadro S3.3 se presenta de manera esquemática el registro contable de este rendimiento bajo el tratamiento contable anterior y se compara con el actual, establecido en el Decreto 2443 del 12 de diciembre de 2022.

Cuadro S3.1
Tratamiento contable de las reservas internacionales

Componente del activo que constituye reservas internacionales	Tratamiento contable: Clasificación según la medición posterior[a/]		Modificación
	Anterior a 2022	A partir de 2022	
Efectivo	*VR a PyG*	*VR a PyG*	No
Portafolio de inversiones bajo administración directa y externa distinto de derivados:			
Portafolio pasivo	*VR a PyG*	*VR a ORI*	**Sí**
Portafolio activo	*VR a PyG*	*VR a PyG*	No
Derivados: forwards de monedas y futuros de bonos y de tasas de interés	*VR a PyG*	*VR a PyG*	No
Oro	*VR a PyG*	*VR a PyG*	No
Aportes a FMI	*CA*	*CA*	No
Aportes a FLAR	*VR a PyG*[b/]	*VR a PyG*	No
ALADI	*CA*	*CA*	No

a/ Independientemente de la clasificación en las tres categorías, la medición inicial siempre será a precios de mercado.
b/ En este caso, el mejor referente del valor razonable corresponde a su costo de adquisición.
Fuente: Banco de la República.

Cuadro S3.2
Registro contable en la cuenta ORI
(miles de millones de pesos)

Activo		Patrimonio	
Portafolio bajo mandato de administración pasiva	**No se modifica**	ORI	**- COP 265**
		Ganancias acumuladas de ejercicios anteriores	**+ COP 265**

Fuente: Banco de la República.

Cuadro S3.3
Rendimiento total de las reservas internacionales
(miles de millones de pesos)

Rendimiento total de las reservas internacionales: - COP 1.967			
Tratamiento contable anterior		Tratamiento contable actual	
PyG	- COP 1.967	PyG	- COP 332
		ORI	- COP 1.635

Fuente: Banco de la República.

3 Literal c) del artículo 27 (numeral 4) de la Ley 31 de 1992 y numeral 4 del artículo 62 de los Estatutos.

4 Proceso de determinación de los importes monetarios por los que se reconocen y llevan contablemente los elementos de los estados financieros.

5 El portafolio final al 31 de diciembre de 2021 es igual al portafolio inicial del 1 de enero de 2022.

07/ Gestión cultural del Banco de la República

El Banco de la República contribuye a la actividad cultural del país mediante cuatro líneas de trabajo: la Red de Bibliotecas, los Museos del Oro, las colecciones de arte, numismática y filatelia, y la labor musical[120]. El Banco tiene presencia cultural en 29 ciudades de Colombia, las cuales interactúan en red y desarrollan las líneas de trabajo definidas para las colecciones patrimoniales que circulan en el nivel nacional. La colección bibliográfica se gestiona desde la Biblioteca Luis Ángel Arango, 21 bibliotecas y 6 centros de documentación regional. La colección arqueológica y etnográfica se divulga en el Museo del Oro en Bogotá y seis museos regionales. La colección de arte se exhibe en el Museo de Arte Miguel Urrutia (MAMU), el Museo Botero y la Casa Gómez Campuzano. La colección numismática se preserva en el Museo Casa de Moneda, y la colección filatélica se encuentra en la sucursal de Medellín. El espacio insignia de la labor musical es la Sala de Conciertos de la Biblioteca Luis Ángel Arango.

En 2022 la actividad cultural se reactivó por completo de forma presencial, y se mantuvo la oferta de programación virtual. Con los cambios adoptados debido a la emergencia sanitaria generada por el covid-19, más de cinco millones de usuarios accedieron a los espacios y servicios. Estos usuarios disfrutaron de la programación de bibliotecas, museos y actividad musical en el nivel, nacional mediante un modelo accesible e incluyente, con una oferta de actividades presenciales y virtuales para todos los públicos.

Imagen 7.1
Comunidad de escucha del podcast *Cuando el río suena* en Santa Marta



Foto: Sección de Divulgación de la Subgerencia Cultural del Banco de la República.

Los contenidos digitales producidos por la Subgerencia Cultural continúan alimentando el universo virtual. Se completó una colección de 3.133 registros de conferencias disponibles en el canal de YouTube de Banrepcultural, el cual cuenta con un poco más de 50.000 suscriptores. En cuanto a producción sonora, se lanzó el podcast *Cuando el río suena* (Imagen 7.1) que, con 16 capítulos, invita a la reflexión sobre la importancia de las fuentes hídricas y la profunda relación que tienen estas con los seres vivos. El podcast *La paz se cuenta* completó 29 episodios con voces comprometidas con la construcción de paz desde los más diversos lugares, y *La música se habla* se compone de 95 entrevistas, 11 reseñas de discos y 12 listas de reproducción, con los que se busca acercar a públicos amplios al conocimiento musical. Por otro lado, las visitas al portal cultural superaron los siete millones, y las redes sociales, con 751.887 seguidores, se convirtieron en uno de los canales más efectivos para mediar las colecciones con públicos digitales.

Las iniciativas para favorecer la inclusión y accesibilidad se fortalecieron con diversos proyectos, como el lanzamiento del libro infantil *Hamamelis y el secreto*, la segunda obra colombiana adaptada a lengua de señas. Se divulgó el Kit Na-

120 La Ley 31 de 1992 (artículo 25) determinó que el Banco podrá continuar cumpliendo únicamente con las funciones culturales y científicas que venía realizando en el momento de expedición de dicha ley.

Imagen 7.2
Uso del Kit Navarro de musicografía braille



Foto: Sección de Divulgación de la Subgerencia Cultural del Banco de la República.

Imagen 7.3
Taller del proyecto *La Paz se toma la palabra* en la Biblioteca Pública Cárcel Distrital



Foto: Sección de Divulgación de la Subgerencia Cultural del Banco de la República.

Imagen 7.4
Mediación en la exposición *Cocinas del Pacífico. Saberes y recorridos* en Pasto



Foto: Sección de Divulgación de la Subgerencia Cultural del Banco de la República.

varro de musicografía braille (Imagen 7.2), una herramienta didáctica de aprendizaje musical para personas en situación de discapacidad visual. Se realizaron procesos con personas privadas de la libertad en el Complejo Carcelario de Picaleña, en Ibagué, y en la Biblioteca Pública Cárcel Distrital de Bogotá (Imagen 7.3). Adicionalmente, el área técnica de la Biblioteca Luis Ángel Arango fue sede de la práctica laboral de jóvenes con discapacidad cognitiva. También se desarrolló una amplia programación para grupos de interés, como docentes, mediadores y guías de turismo.

Los proyectos temáticos con alcance nacional fortalecieron el intercambio cultural y la representación de las regiones. El programa de mediación de lectura *Leer el Caribe* cumplió 19 años generando diálogos y reflexiones sobre la obra y el contexto de escritores regionales en Cartagena, Montería, Sincelejo, Barranquilla, Santa Marta, Riohacha, San Andrés y Valledupar. Con este modelo, se completó la segunda versión de *Leer el Pacífico* en los centros culturales de Quibdó y Buenaventura. Por otro lado, con el interés de generar reflexiones en torno a los oficios ancestrales, inició la itinerancia de la exposición *Cocinas del Pacífico. Saberes y recorridos* en Pasto (Imagen 7.4) y continuará su recorrido en Buenaventura, Popayán, Ipiales, Quibdó y Cali. También, se realizó la primera temporada de *Oficios que crean patrimonio: expresiones vivas de Colombia*, dedicada a la elaboración de sombreros en Manizales, Tunja, Montería, Villavicencio y Neiva. Además, para dar continuidad a los ciclos *Colombia en un bambuco* y *Colombia en una décima*, se realizó *Colombia en una música campesina*, la cual reflexiona sobre la riqueza cultural de este género musical, con una programación de conferencias y talleres en Manizales, Buenaventura, Ibagué, Montería y Villavicencio.

Durante 2022 se fortaleció la actividad cultural en las sedes del Banco que se transformaron de sucursales a agencias culturales (Ibagué, Leticia, Montería, Pasto, Quibdó y Riohacha). La agencia cultural de Ibagué, comprometida con brindar una programación de calidad, desarrolló *Músicaminos* sobre composiciones de la región. En Leticia se ha reforzado el trabajo con investigadores de la colección del Museo Etnográfico. En Montería, gracias al proyecto *El río: territorios posibles*, se ha trabajado con población ribereña que representa los oficios y saberes tradicionales. Además, se iniciaron las actividades para la apertura de la nueva biblioteca, la cual contará con una sala general de lectura y una sala infantil. En Pasto se realizó el *Encuentro de investigadores del Pacífico colombiano*, con la intención de divulgar los trabajos sobre contextos geográficos, históricos, políticos y socioculturales de la región. En Quibdó se emprendieron procesos de promoción de lectura para niños y niñas de comunidades afro e indígenas en la sala infantil (Imagen 7.5), y en Riohacha se realizan actividades con la comunidad wayuu desde una perspectiva multilingüe y pluriétnica.

La actividad editorial de la Subgerencia Cultural continúa contribuyendo al análisis y difusión del patrimonio cultural colombiano. En 2022 se destacaron dos ediciones del *Boletín Cultural y Bibliográfico*, números 101 y 102, y los catálogos de las exposiciones: *Escarabajos. Un país descubierto a pedalazos*; *Cocinas del Pacífico. Saberes y recorridos*; *Tipo, lito, calavera: historias del diseño gráfico en Colombia en el siglo XX*; *Voces de una cultura milenaria. Cerámicas del Museo Nacional de Corea*; *Cecilia Vicuña: Veroír el fracaso iluminado* (Imagen 7.6) y *Mapa Teatro. Laboratorio de la imaginación social, 40 años*.

Imagen 7.5
Taller en la sala infantil de la biblioteca de Quibdó



Foto: Sección de Divulgación de la Subgerencia Cultural del Banco de la República.

Imagen 7.6
Catálogo de la exposición *Cecilia Vicuña: Veroír el fracaso iluminado*



Foto: Sección de Divulgación de la Subgerencia Cultural del Banco de la República.

Imagen 7.7
Maletas viajeras en la vereda Babilonia, Sincelejo



Foto: Sección de Divulgación de la Subgerencia Cultural del Banco de la República.

7.1 Red de Bibliotecas

La Red de Bibliotecas mantuvo una nutrida oferta de actividades presenciales y virtuales para todos los públicos, y el programa de maletas viajeras amplió su cobertura. La Biblioteca Luis Ángel Arango y las bibliotecas de Armenia, Bucaramanga, Valledupar, Neiva, Medellín, Cartagena, Sincelejo, Leticia, Pasto, Manizales, Santa Marta, Buenaventura, Riohacha, Ipiales, Ibagué, Cúcuta, Honda y Girardot se vincularon a eventos como el Festival de Libros para Niños y Jóvenes, con la realización de actividades, entre las que se destacan conversatorios, clubes de lectura para diferentes edades, talleres y tertulias. Las maletas viajeras (Imagen 7.7) contienen colecciones de libros que, a través del préstamo gratuito a docentes y mediadores, llegan a comunidades remotas para compartir experiencias lectoras según las edades de los usuarios, las áreas del conocimiento o los intereses específicos. En 2022 este servicio llegó a 15.142 usuarios en 67 municipios y 41 veredas y corregimientos, en 30 departamentos.

La biblioteca Luis Ángel Arango inició el proceso de adecuación de espacios para favorecer nuevos usos y la autonomía de los usuarios. Con el fin de responder de manera eficiente a los públicos actuales y potenciales, se adelanta la reorganización de espacios y colecciones teniendo en cuenta la demanda histórica de usuarios, la oferta de servicios y la importancia de contar con espacios remodelados, agradables y eficientes.

Se desarrollaron alianzas con instituciones que apoyaron los servicios y programas culturales. Es el caso del *Laboratorio de ciudadanía y democracia*, en alianza con el Instituto Colombo-Alemán para la Paz (Capaz), que favoreció el trabajo con organizaciones juveniles en Buenaventura, Quibdó, Riohacha, Florencia, Montería, Bogotá, Tumaco y La Ceja (Antioquia), y que contó con 183 participantes. También, se desarrolló la Semana de la Cultura Digital en Contexto Público en alianza con BibloRed y el Centro de Estudios en Periodismo (Ceper) de la Universidad de los Andes, que abordó la mediación de las colecciones culturales en el contexto de la cultura digital. Por último, el documental *Escarabajos: la ciencia detrás del ciclismo* (Imagen 7.8), realizado en alianza con el Ministerio de Ciencia, Tecnología e Innovación, ganó el galardón al Mejor Programa de Ciencia y Tecnología de los premios de Televisión Pública de América Latina (TAL).

La herramienta tecnológica *Descubridor* entró en operación, facilitando el acceso y búsqueda en las colecciones culturales. Los usuarios de la Red de Bibliotecas acceden a 2.693.469 títulos, a bases de datos electrónicas y a colecciones digitales. La nueva herramienta permite una búsqueda integral por todos estos recursos, así como por las colecciones de arte, numismática, filatelia y arqueología para obtener más y mejores resultados.

Imagen 7.8
Documental *Escarabajos: la ciencia detrás del ciclismo*



Foto: Sección de Divulgación de la Subgerencia Cultural del Banco de la República.

Imagen 7.9
Visita al jardín arqueobotánico del Museo del Oro Quimbaya



Foto: Sección de Divulgación de la Subgerencia Cultural del Banco de la República.

Imagen 7.10
Exposición *Hilos que nos conectan con el pasado* en la Sala El Exploratorio del Museo del Oro



Foto: Sección de Divulgación de la Subgerencia Cultural del Banco de la República.

7.2 Museos del Oro

El Museo del Oro en Bogotá, junto con sus seis museos regionales, conservan y exhiben una de las más importantes colecciones prehispánicas. Estos espacios mantuvieron su función como referentes culturales y de identidad en Bogotá y en las regiones. Las colecciones arqueológicas y etnográficas ascienden a 34.285 piezas de orfebrería y 19.553 piezas cerámicas, talladas en piedra y conchas, entre otros materiales.

Se avanzó en los proyectos de renovación arquitectónica y técnica del Museo del Oro Zenú (Cartagena) y del Museo del Oro Quimbaya (Armenia). Su reapertura hará parte de la celebración de los 100 años del Banco de la República.
El renovado Museo del Oro Zenú da cuenta de una investigación que conjugó la arqueología, la biología, la bioacústica y la música, entre otras disciplinas. Es un museo del siglo XXI para pensar la rica diversidad actual del Caribe, con extraordinarios objetos y atractivas historias de un pasado milenario. Por otro lado, la reapertura del Museo del Oro Quimbaya, que concluirá en 2023, fue concebida como un proyecto integral que incluye un centro de documentación regional virtual, una sala de exposiciones temporales, una sala infantil y un jardín arqueobotánico (Imagen 7.9).

La exhibición *The Golden Worlds: The Portable Universe of Indigenous Colombia* se constituyó en la exposición internacional número 215 del Museo del Oro. Esta muestra, que reúne más de 400 piezas, se presentó en Los Angeles County Museum of Art (Lacma) entre mayo y octubre de 2022. Allí 96.281 visitantes apreciaron las cosmovisiones ancestrales, la diversidad cultural y las producciones en oro, arcilla, piedra, textiles y otros materiales de las sociedades prehispánicas de Colombia. Desde noviembre de 2022 y hasta abril de 2023 se presenta en el Museo de Bellas Artes de Houston (MFAH) y, posteriormente, continuará su itinerancia en el Museo de Bellas Artes de Montreal, en Canadá. Estos proyectos divulgan el patrimonio cultural y dejan en alto la imagen de nuestro país en el mundo.

Los proyectos de apropiación del patrimonio arqueológico evidenciaron que los objetos de la colección son una fuente de inspiración. *Hilos que nos conectan con el pasado* (Imagen 7.10) fue una innovadora convocatoria realizada a través de redes sociales, para que los seguidores bordaran piezas inspiradas en la colección arqueológica. Se recibieron 123 bordados de todo el país que se expusieron en el Museo entre mayo de 2022 y febrero de 2023. En la Embajada de Colombia en Nueva Delhi se realizó la exposición *De la ritualidad a la meditación: una mirada al Yoga desde el Museo del Oro de Colombia*, conformada por una serie de fotografías en las que se comparan las posturas contemplativas de las piezas arqueológicas con las del yoga.

Las maletas viajeras incorporaron nuevos temas que amplían la difusión del patrimonio arqueológico y etnográfico. Las maletas viajeras son recursos didácticos que contienen réplicas de piezas de orfebrería y cerámica precolombina. *Nariño, arte y pensamiento* es el título de la nueva maleta, que junto con doce más se prestan gratuitamente a docentes y mediadores culturales para promover, mediante la mirada al pasado, la reflexión sobre el presente y futuro de nuestra sociedad. Estas llegaron a 79.654 usuarios en lugares remotos.

Imagen 7.11
Exposición *Mapa Teatro. Laboratorio de la imaginación social, 40 años*, en el tercer piso del MAMU



Foto: Sección de Divulgación de la Subgerencia Cultural del Banco de la República.

Imagen 7.12
Taller de curaduría participativa en Manizales



Foto: Sección de Divulgación de la Subgerencia Cultural del Banco de la República.

Imagen 7.13
Pantalla 360° en el aeropuerto El Dorado



Foto: Sección de Divulgación de la Subgerencia Cultural del Banco de la República.

7.3 Los museos de arte y numismática

La colección de arte del Banco de la República cuenta con 6.533 obras representativas del arte colombiano, latinoamericano e internacional que datan del siglo XV hasta la actualidad.

Varias exposiciones temporales recibieron reconocimientos nacionales e internacionales. *Mapa Teatro. Laboratorio de la imaginación social, 40 años* (Imagen 7.11), que se exhibe en el Museo de Arte Miguel Urrutia (MAMU) desde octubre de 2022 hasta marzo de 2023, fue elegida entre las diez mejores exposiciones del mundo, según la revista londinense de arte contemporáneo Frieze. Además, esta muestra, junto con *Huellas de desaparición. Los casos de Urabá, Palacio de Justicia y territorio Nukak*, que se presentó entre diciembre de 2021 y abril de 2022, y *Tipo, lito, calavera. Historias del diseño gráfico en Colombia en el siglo XX* exhibida en la Casa Republicana desde septiembre de 2022 hasta septiembre de 2023, fueron seleccionadas entre los mejores proyectos expositivos de 2022, según *El Tiempo*.

La curaduría participativa ha favorecido el acercamiento de los públicos a la colección de arte. A partir de la exposición *Ires y venires: diálogos en torno a la colección* realizada de marzo de 2021 a julio de 2022, se puso en marcha, junto con los centros culturales de Manizales, Santa Marta y Pasto, un proyecto de investigación para reinterpretar la muestra desde visiones regionales (Imagen 7.12). En el caso de Manizales, se trabajó con líderes de la población LGBTIQ+, cuyo resultado es una exposición que será exhibida próximamente.

El proyecto de renovación arquitectónica y técnica del Museo Casa de Moneda, cuya reapertura se tiene prevista para julio de 2023, será un evento insignia de la celebración de los 100 años del Banco de la República. El Museo Casa de Moneda está ubicado en un claustro colonial, una de las primeras edificaciones que existieron en Bogotá y en donde, en 1621, se iniciaron las primeras labores de acuñación de monedas. Desde 1961 resguarda la colección numismática del Banco que actualmente cuenta en su acervo con 19.787 piezas. En 2021 inició el proceso de renovación curatorial y museográfica que permitirá contar la historia económica de Colombia desde el pasado prehispánico hasta el presente con nuevos relatos y perspectivas, en diálogo con piezas arqueológicas, artísticas y documentales.

El proyecto Volarte (Imagen 7.13) en el aeropuerto El Dorado ha permitido divulgar contenidos relacionados con la colección en pantallas digitales de 360°. Esta intervención se une a

otras iniciativas del Banco de la República para llevar el arte y la cultura a diversos escenarios y públicos, en este caso, los millones de viajeros que transitan las instalaciones del Aeropuerto anualmente, mediante pantallas que permiten mantener una resolución de contenidos 3D en grandes formatos.

7.4 Labor musical

El Banco desarrolla su labor musical mediante una programación en las 29 ciudades que conforman su red cultural. Esta labor tiene como objetivo permitir el acceso y la apropiación de la música por medio de conciertos, talleres, clases magistrales, conciertos didácticos, salas de ensayo y prácticas musicales en Bogotá, Buenaventura, Ibagué y Pasto.

Imagen 7.14
Taller previo al concierto del ensamble Amir Amiri en Quibdó



Foto: Sección de Divulgación de la Subgerencia Cultural del Banco de la República.

La Temporada Nacional de Conciertos número 56 trajo de vuelta la música en vivo. Tras dos años de programación virtual, se realizaron 136 conciertos presenciales. De los 48 realizados en Bogotá se destaca el del pianista ruso Sergei Sichkov, en el que se estrenó el nuevo piano de cola Steinway & Sons Modelo D. Entre los 88 conciertos realizados en otras ciudades sobresalen el del ensamble iraní Amir Amiri (Imagen 7.14), en Buenaventura y Quibdó; los recitales del trío alemán Sitkovetsky, en Manizales y Pereira; el ensamble suizo Concerto di Margherita en Valledupar y Riohacha, y la presentación de la soprano colombiana Betty Garcés en Cúcuta y Medellín. Además, se trasmitieron 18 conciertos virtuales desde las plataformas digitales.

La permanencia de los programas de obras comisionadas y conciertos retrospectivos son un referente en la historia de la música en Colombia. El Banco desarrolla programas para el fortalecimiento de la escena musical y la preservación del patrimonio musical colombiano. Desde 1965 el Banco ha patrocinado la composición de obras musicales originales de manera periódica. En 2022 se estrenaron *Octaedro*, obra encargada al compositor Rodolfo Acosta, e interpretada por el Ensamble Aventure y *La ruta de la mariposa*, obra encargada en 2019 a Damián Ponce de León e interpretada por el violonchelista Santiago Cañón-Valencia.

Imagen 7.15
Concierto retrospectivo de Amparo Ángel en la Sala de conciertos de la Biblioteca Luis Ángel Arango

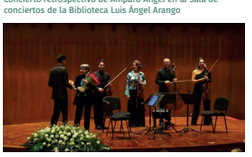


Foto: Sección de Divulgación de la Subgerencia Cultural del Banco de la República.

Por otro lado, desde 1998 el Banco de la República ha invitado a compositores colombianos a construir un recital con sus obras de cámara para retratar su trayectoria y evolución. En 2022 los conciertos retrospectivos celebraron la vida y obra del compositor colombo-catalán Moisés Bertran y de la pianista y compositora payanesa Amparo Ángel (Imagen 7.15).

Las convocatorias de *Jóvenes Intérpretes* y *Jóvenes Compositores* se suman a los esfuerzos del Banco de la República por contribuir en los procesos de formación artística en el país. La convocatoria de Jóvenes Intérpretes, dirigida a músicos de repertorio clásico, tradicional y popular colombiano, se ha consolidado como una de las grandes plataformas que existen en el país para impulsar la carrera de jóvenes músicos. Como complemento, desde 2021 se desarrolla la convocatoria de Jóvenes Compositores, que busca promover el desarrollo profesional a través de un proceso de talleres, asesorías, revisión y ajuste de obras, con el fin de presentarlas en concierto y que sean grabadas por un ensamble instrumental profesional.

7.5 Programa de becas para posgrados en el exterior en música y artes

Como parte de su política cultural, el Banco de la República estimula la especialización de los artistas colombianos por medio de la promoción de estudios en el exterior con el concurso anual *Jóvenes Talentos*. De manera intercalada, en un año apoya a un estudiante en el campo de la música y en el siguiente a uno de las artes plásticas. Desde 1986 se cuentan 34 beneficiarios (19 en música y 15 en artes plásticas).

7.6 Celebración 100 años

Los libros ***Memorias del Banco de la República en su primer Centenario*** y ***Banco de la República: cien años de patrimonio y cultura***, junto con la reedición de nueve títulos económicos, relatan la contribución del Banco en los ámbitos económico, social y cultural del país, y dan cuenta de la evolución de la institución. Como complemento, tres documentales hacen un recorrido por la historia, el presente y el futuro del Banco de la República, y destacan el impacto de su labor para el bienestar de colombianos y colombianas.

Imagen 7.16
Detalle del Museo del Oro Zenú



Foto: Sección de Divulgación de la Subgerencia Cultural del Banco de la República.

Los renovados **Museo del Oro Zenú** (Imagen 7.16), en Cartagena, y **Museo del Oro Quimbaya,** en Armenia, ofrecerán al público nuevas formas de apreciar la colección arqueológica, de orfebrería y cerámica. **La apertura de la Biblioteca en la agencia de Montería** permitirá ampliar los servicios que desde hace 35 años se ofrecen a través del *Centro de Documentación Regional Orlando Fals Borda*. El renovado **Museo Casa de Moneda,** que exhibe la colección numismática, enfatizará en el concepto del valor que se le da a los objetos y servicios de intercambio a lo largo de la historia de Colombia. Como complemento, el libro ***Tesoros de la Casa de Moneda*** divulgará una selección de piezas e historias de la colección de billetes y monedas.

Por último, la **Temporada Nacional de Conciertos** incluirá tres presentaciones con obras comisionadas por el Banco y un concierto internacional. Adicionalmente, se realizará una **emisión filatélica conmemorativa** y una exposición sobre el proceso de gestión documental del **archivo histórico fotográfico del Museo del Oro.**

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, seguridad 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. 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 rápido.

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 mediante fondos. Históricamente, el porcentaje de los emisores con estas calificaciones que ha experimentado incumplimientos de sus pagos en el año siguiente es cercano al 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 acotar 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 en los que 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. Aquí 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[1]. Si no se cuenta con dicho contrato, la calificación mínima es A+.

2. Tramos del portafolio de inversión

El portafolio de inversión está conformado por tres tramos: el 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 2022 el valor del tramo de corto plazo era USD 28.128,8 m, de los cuales USD 1.225,9 m corresponden al capital de trabajo y USD 26.902,8 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[2]. El portafolio pasivo está invertido en múltiples monedas y en instrumentos que son acordes con los de un índice de referencia que 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, al preservar 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 la del índice de referencia[3]. A diciembre de 2022 el valor del tramo de mediano plazo ascendía a USD 24.194,3 m.

El último tramo corresponde a las inversiones de las reservas internacionales en oro. Este metal 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 2022 el valor de mercado del tramo del oro en las reservas ascendía a USD 272,4 m.

Los títulos valores del portafolio de inversión se encuentran depositados en entidades financieras conocidas como custodios[4]. 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[5] 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 como se construyen los dos índices de referencia.

Para construir el índice del tramo de corto plazo[6] 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[7] 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[8]. Se busca que las monedas diferentes al dólar se aprecien en periodos 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 periodos en los que el valor en dólares de los pagos externos disminuye. A diciembre de 2022 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 plazo 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,

1 El contrato marco establecido por 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 En la próxima sección se explica el concepto y la composición del índice de referencia.

3 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.

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

5 En los mercados de capitales un índice de referencia hace alusión a una canasta de activos con ponderaciones predeterminadas de acuerdo con ciertas reglas que definen su composición. En general, un índice intenta replicar de una manera amplia el comportamiento de un mercado de activos financieros y sirve como indicador del desempeño de otros portafolios de inversión en ese mismo mercado. Por ejemplo, algunos de los índices de referencia más conocidos en los mercados accionarios son el 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).

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

7 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.

8 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.

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 2022 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 0,79 y del tramo de mediano plazo de 1,50. El Gráfico A1.1 muestra los índices de referencia aprobados para los tramos de corto y mediano plazos[9].

4. Programa de administración externa

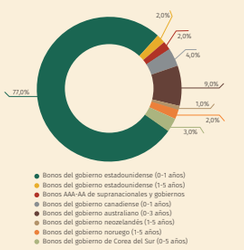
El Banco de la República gestiona directamente el tramo de corto plazo, una porción del tramo de mediano plazo y el tramo del oro. El resto de los recursos del tramo de mediano plazo es gestionado por administradores externos de portafolios. Al finalizar diciembre de 2022 la porción del portafolio de inversión administrada internamente corresponde a USD 37.919,8 m (72,10 % del portafolio de inversión), mientras que el programa de administración externa ascendía a USD 14.675,7 m (27,90 % 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 para definir estrategias de inversión y para capacitar los funcionarios del Banco en la gestión de inversiones internacionales, siendo este último otro objetivo del programa de administración externa.

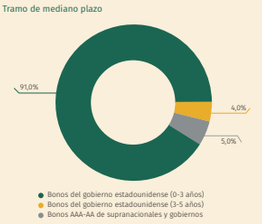
Las firmas privadas que participan en el programa son escogidas mediante procesos competitivos y son evaluadas permanentemente. De acuerdo con los resultados obtenidos por cada administrador desde su contratación, se modifica el monto administrado o se revisa su continuidad en el programa. En la actualidad, las firmas privadas que participan en el programa de administración externa son: Goldman Sachs Asset Management, L.P., J.P. Morgan Asset Management (UK) Limited, Pacific Investment Management Company LLC, State Street Global Advisors Trust Company, UBS Asset Management (Americas) Inc. y Wellington Management Company LLP. (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[10].

Gráfico A1.1
Composición de los índices de referencia de los tramos de corto y mediano plazo
(información al 31 de diciembre de 2022)

A. Tramo de corto plazo

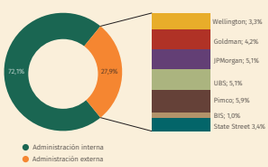


B. Tramo de mediano plazo



Fuente: Banco de la República.

Gráfico A1.2
Administración del portafolio de inversión
(información al 31 de diciembre de 2022)



Fuente: Banco de la República.

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

10 En la actualidad se invierte en un fondo de títulos emitidos por el gobierno de China (USD 286,41 m) y un fondo de títulos emitidos por corporaciones no financieras (USD 262,37 m).

Este *informe* fue coordinado, editado y diagramado por la Sección de Gestión de Publicaciones del Departamento de Servicios Administrativos, con carácteres Fira Sans de 10 puntos.