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 1475 | Bogotá, D. C., miércoles, 18 de octubre de 2023 | EDICIÓN DE 27 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

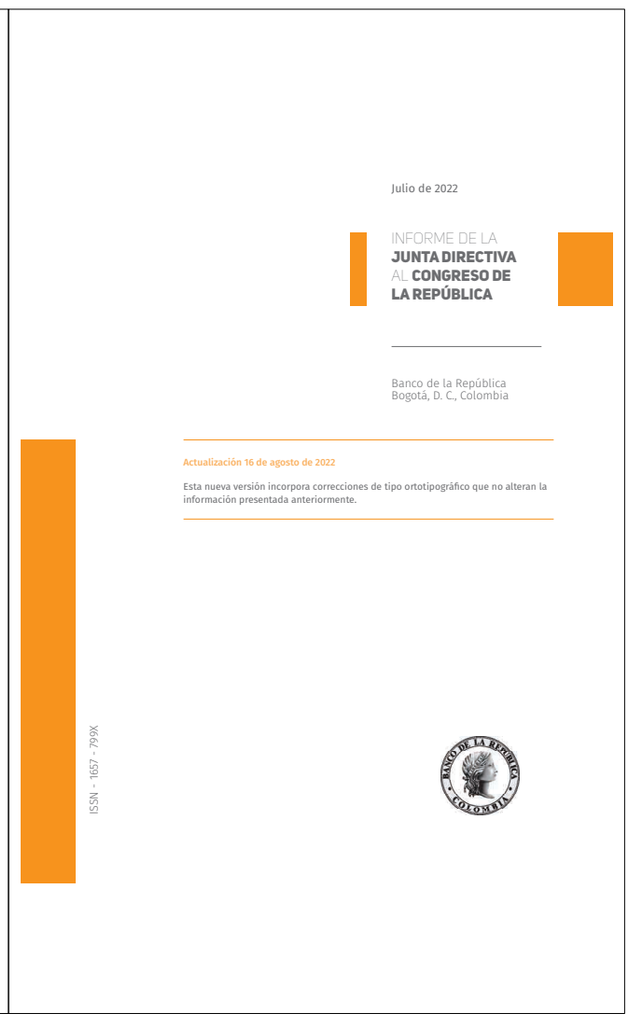
SENADO DE LA REPÚBLICA

## INFORMES

### INFORMES AL CONGRESO JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

(julio 2022)



JUNTA DIRECTIVA

Presidente

José Manuel Restrepo
Ministro de Hacienda y Crédito Público

Directores

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

Gerente General

Leonardo Villar Gómez

Bogotá, agosto 3 de 2022

**Señores**
**PRESIDENTES Y DEMÁS MIEMBROS**
**Honorables Comisiones Terceras**
**Constitucionales permanentes**
**Senado de la República**
**Cámara de Representantes**

Estimados señores:

La Junta Directiva del Banco de la República, de conformidad con lo previsto en el artículo 5° de la Ley 31 de 1992, presenta a consideración del Honorable Congreso de la República su Informe al Congreso en el cual se presentan los resultados macroeconómicos del primer semestre de 2022 y las perspectivas para lo que resta del año. 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 evolución de los pagos en la economía colombiana.

Con un atento saludo,

**Leonardo Villar Gómez**
**Gerente General**

# Contenido

Introducción **9**

1. Resumen ejecutivo **13**
2. Entorno macroeconómico **19**
   **2.1** Evolución y perspectivas del entorno macroeconómico internacional **19**
   **2.2** Evolución y perspectivas de la actividad económica y el mercado laboral **26**
   **2.3** Evolución y perspectivas de la situación fiscal **32**
3. Inflación y decisiones de política monetaria **35**
   **3.1** Evolución y perspectivas de la inflación **35**
   **3.2** Decisiones de política monetaria **37**
4. Evolución y perspectivas de los mercados financieros y de crédito **40**
   **4.1** Mercados financieros locales **40**
   **4.2** Intermediación financiera de los establecimientos de crédito **42**
   **4.3** Exposición al riesgo de mercado del sistema financiero y evolución del portafolio de las instituciones financieras no bancarias **49**
5. Balance externo y reservas internacionales **52**
   **5.1** Evolución y perspectivas de la balanza de pagos de Colombia **52**
   **5.2** Reservas internacionales **55**
6. Situación financiera del Banco de la República **62**
   **6.1** Estado de situación financiera del Banco de la República (balance general) **62**
   **6.2** Estado de resultados (PyG) **64**
7. Los pagos en la economía colombiana **69**
   **7.1** Panorama global de los sistemas de pagos **69**
   **7.2** Evolución y retos de los pagos electrónicos en Colombia **70**
   **7.3** Iniciativas del Banco República en relación con los sistemas de pagos **72**

**Sombreado 1:** La inflación como fenómeno global **74**
**Sombreado 2:** Economía regional **80**
**Sombreado 3:** Base monetaria y M3 **84**
**Sombreado 4:** Principales factores que afectan la rentabilidad de las reservas internacionales **88**
**Sombreado 5:** Participación del Banco de la República en el Banco de Pagos Internacionales **94**
**Recuadro 1:** Nuevo esquema de operaciones de liquidez del Banco de la República **96**
**Recuadro 2:** Plan Estratégico, 2022-2025, del Banco de la República **100**
**Anexo:** Políticas de administración del portafolio de inversión de las reservas internacionales **103**

# Índice de gráficos

**Gráfico 2.1** Revisiones sobre las proyecciones de crecimiento económico mundia **19**
**Gráfico 2.2** Inflación total al consumidor **20**
**Gráfico 2.3** Índice de presiones sobre las cadenas globales de suministro **20**
**Gráfico 2.4** Precios internacionales de algunas materias primas **21**
**Gráfico 2.5** Índice de precios internacionales de los alimenos y proyecciones del Banco Mundial **22**
**Gráfico 2.6** Tasa de interés de política monetaria **23**
**Gráfico 2.7** Indicadores de percepción de riesgo en los mercados financieros internacionales **24**
**Gráfico 2.8** Flujos de portafolio hacia economías emergentes por parte de no residentes **25**
**Gráfico 2.9** Producto interno bruto **26**
**Gráfico 2.10** Población ocupada por dominio geográfico **30**
**Gráfico 2.11** Cotizantes dependientes a pensión (PILA) **31**
**Gráfico 2.12** Tasa de desempleo por dominio geográfico **31**
**Gráfico 2.13** Índice de vacantes de avisos clasificados y Servicio Público de Empleo (SPE) **31**

**Gráfico 3.1** Índice de precios al consumidor (IPC) **35**

**Gráfico 4.1** Prima de riesgo (CDS a cinco años) para algunas economías de la región **40**
**Gráfico 4.2** Índice de tasas de interés en algunas economías de la región **40**
**Gráfico 4.3** Tasas cero cupón TES en pesos por plazo, índice de deuda privada y tasa de política monetaria **40**
**Gráfico 4.4** Tasa de cambio nominal de Colombia vs precios del petróleo **42**
**Gráfico 4.5** Tasa de política monetaria, tasa interbancaria (TIB) e IBR (*overnight*, a 1, 3 y 6 meses) **42**
**Gráfico 4.6** Tasas de interés pasivas **43**
**Gráfico 4.7** Tasas de interés activas **44**
**Gráfico 4.8** Crecimiento anual de la cartera bruta por modalidad **45**
**Gráfico 4.9** Percepción de la demanda de crédito para los bancos **45**
**Gráfico 4.10** Cambio en la oferta de nuevos créditos por modalidad **45**
**Gráfico 4.11** Endeudamiento de los hogares **46**
**Gráfico 4.12** Carga financiera de los hogares **46**
**Gráfico 4.13** Endeudamiento del sector corporativo privado como porcentaje del PIB **46**
**Gráfico 4.14** Indicadores de calidad de cartera **47**
**Gráfico 4.15** Principales depósitos (saldo y variación anual) **47**
**Gráfico 4.16** Rentabilidad de los establecimientos de crédito **48**
**Gráfico 4.17** Indicadores de liquidez de los establecimientos de crédito **48**
**Gráfico 4.18** Indicadores de solvencia total y básica **49**
**Gráfico 4.19** Activo de las instituciones financieras no bancarias **51**
**Gráfico 4.20** Fondos de inversión colectiva (activo y depósitos netos) **51**

**Gráfico 5.1** Composición de las reservas internacionales **57**
**Gráfico 5.2** Composición del portafolio de inversión por sectores **57**
**Gráfico 5.3** Distribución de las inversiones por calificación crediticia **57**
**Gráfico 5.4** Composición cambiaria del portafolio de inversión **58**
**Gráfico 5.5** Tasas de los bonos de gobierno de corto plazo (2 años) **58**
**Gráfico 5.6** Portafolio de inversión **59**
**Gráfico 5.7** Acuerdos recientes de la LCF **60**

**Gráfico 7.1** Número de depósitos de bajo monto y de entidades que ofrecen el producto, 2018-2021 **71**

# Índice de cuadros

**Cuadro 2.1** Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica **27**
**Cuadro 2.2** Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto **28**

**Cuadro 4.1** Saldos de inversiones expuestas a riesgo de mercado de las entidades financieras **50**

**Cuadro 5.1** Balanza de pagos de Colombia **53**

**Cuadro 6.1** Estado de situación financiera del Banco de la República clasificado por criterio económico **63**
**Cuadro 6.2** Estado de resultados (PyG) del Banco de la República, enero-junio **65**
**Cuadro 6.3** Rendimiento de las inversiones de las reservas internacionales **66**
**Cuadro 6.4** Proyección del estado de resultados (PyG) del Banco de la República, 2022 **67**

**Cuadro 7.1** Principales instrumentos de pago en la economía colombiana, 2021 **71**

# Índice de mapas

**Mapa 7.1** Jurisdicciones con sistemas de compensación y liquidación de pagos inmediatos implementados o en proceso de hacerlo **69**



## Introducción

En la actualidad la economía mundial atraviesa por un periodo de elevada incertidumbre, caracterizado por una inflación global alta y persistente, y crecientes temores de una recesión mundial que han generado enorme volatilidad en los mercados financieros y cambiarios. Las restricciones de oferta y las disrupciones en las cadenas globales de suministro se vieron agravadas en el primer semestre por los efectos de la invasión de Rusia a Ucrania, las cuales aumentaron la presión sobre el costo de los insumos agrícolas, materias primas y precios de la energía. Al mismo tiempo, la demanda mundial ha continuado recuperándose, y en algunos países se presenta estrechez de los mercados laborales. En este contexto, la inflación en las economías avanzadas registró niveles históricamente altos, que en el caso de los Estados Unidos llegó al 9,1 % en junio. Para las economías más grandes de América Latina la inflación anual se situó a finales de junio en niveles elevados, los cuales desbordaron ampliamente sus metas, como ocurrió en Chile (12,5 %), Brasil (11,9 %), Colombia (9,7 %), Perú (8,8 %) y México (8,0 %).

Como respuesta a las fuertes presiones inflacionarias, los bancos centrales han implementado ajustes en su política monetaria de forma más rápida y contundente que lo previsto. La Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) aumentó su tasa de interés de política 50 y 75 puntos básicos (pb) en mayo y junio respectivamente, llevándola a un rango entre 1,5 % y 1,75 %[1] Los pronósticos sugieren incrementos adicionales a niveles que la ubicarían entre 3,0 y 3,5 % para finales de 2022. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) aumentó en julio su tasa de interés de política monetaria en 50 pb, para llevarla a un nivel del 0,75 %, luego de haber dado por terminada parte de la compra neta de activos. Igualmente, varias economías emergentes, incluyendo las principales economías de la región, continuaron en el primer semestre con los incrementos de sus tasas de interés que habían iniciado en 2021.

Las perspectivas de crecimiento económico global se han deteriorado en un entorno internacional de elevadas tasas de inflación, disminución de los impulsos fiscales, endurecimiento de las políticas monetarias y detrimento de las condiciones geopolíticas. La elevada inflación ha reducido el poder adquisitivo y la confianza de consumidores e inversionistas, con efectos negativos sobre la demanda. Dado lo anterior, el Banco Mundial y la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) revisaron a la baja su proyección de crecimiento mundial para 2022 y 2023[2], y ya se contemplan riesgos de recesión en Estados Unidos y la zona del euro. Teniendo esto en cuenta, el equipo técnico del Banco de la República redujo su pronóstico de crecimiento de los socios comerciales del país para 2022[3].

En este ambiente de creciente incertidumbre mundial y de una política monetaria más restrictiva por parte de la Reserva Federal, el dólar estadounidense se ha for-

1 Al cierre de este informe se conoció que los miembros del Federal Open Market Committee (FOMC) en su reunión del 27 de julio decidieron aumentar la tasa de interés de política monetaria en 75 pb, situándola en un rango entre 2,25% y 2,50%.

2 El Banco Mundial redujo su proyección de crecimiento global para 2022 del 4,1 %, considerada en enero, al 2,9 % en junio. Asimismo, la OCDE revisó su pronóstico de crecimiento mundial para 2022 del 4,5 %, que contemplaba en diciembre pasado, al 3,0 % en junio. Ninguna de las dos instituciones prevé una recuperación de la economía mundial en 2023, cuyo crecimiento se mantendría alrededor del 3,0 %.

3 La proyección de crecimiento del PIB real promedio de los socios comerciales del país para 2022 se redujo del 3,3 % en el *Informe de Política Monetaria* de enero al 2,6 % en el informe de junio.



talecido frente a la mayoría de las monedas de países desarrollados y algunas monedas de emergentes, en vista del incremento de la demanda por activos refugio y de la mayor rentabilidad de las inversiones en dólares. La depreciación de algunas monedas de países emergentes y de la región, incluyendo el peso colombiano, se ha visto acentuada por las recientes caídas de los precios de bienes básicos de exportación, como petróleo y cobre, en medio de las preocupaciones sobre el desempeño de la economía mundial, y por factores idiosincrásicos relacionados con la incertidumbre política y fiscal.

A pesar del deterioro en el entorno internacional, la actividad económica en Colombia durante la primera mitad del año se mantuvo al alza, continuando con la notable recuperación del producto interno bruto (PIB) observada en 2021. Este buen desempeño ha obedecido al fortalecimiento de la demanda interna, impulsada, principalmente, por el consumo de los hogares. Las exportaciones diferentes a las mineras y las de café, al igual que las de servicios, también contribuyeron a mantener el dinamismo de la actividad económica. De esta manera, el crecimiento para el primer trimestre según lo informó el DANE fue del 8,5 %, el cual superó lo esperado por el equipo técnico. Los indicadores disponibles sugieren que el dinamismo del consumo privado habría continuado durante el segundo trimestre, soportado por la recuperación del empleo y la amplia disponibilidad de crédito de consumo. Con ello, dada la baja base de comparación de 2021, los estimativos de crecimiento para el segundo trimestre se ubican en general en dos dígitos. Para lo que resta del año se prevé una moderación en el ritmo de crecimiento en un entorno internacional menos favorable, caracterizado por unas condiciones financieras externas más apretadas y un menor crecimiento de los socios comerciales. Sobre esta base, el equipo técnico pronostica un crecimiento del PIB para 2022 del 6,9 %, similar al que dio a conocer la OCDE para Colombia, lo cual ubicaría al país como la economía de mayor crecimiento entre los miembros de esa organización, como también la de mayor dinamismo entre las economías medianas y grandes de América Latina.

La sostenida recuperación del PIB se ha reflejado en el progresivo fortalecimiento del mercado laboral, el cual continuó recuperándose en los primeros meses de 2022. Con cifras a mayo la población ocupada registró un crecimiento anual del 11,0 % en el agregado nacional y del 10,5 % en las trece principales ciudades, lo cual se reflejó en reducciones anuales importantes de la tasa de desempleo. Según la serie desestacionalizada, el desempleo a nivel nacional se ubicó en el 10,6 % en mayo, por debajo de su nivel prepandemia[4] (11,1 % en febrero de 2020). Adicionalmente, se observa un aumento importante de la demanda de nuevos puestos de trabajo por parte de las firmas, como lo reflejan los índices de vacantes, los cuales registraban máximos históricos en abril. Ello permite anticipar que la tasa de desempleo seguirá descendiendo en el segundo semestre del año, lo cual apunta hacia un mercado laboral cada vez más apretado.

En cuanto al balance externo de la economía, en el primer trimestre de 2022 la cuenta corriente de la balanza de pagos mostró un déficit del 6,4 % como proporción del PIB trimestral, superior al déficit del 4,1 % registrado en el mismo periodo del año anterior. La ampliación de este desbalance refleja el creciente dinamismo de la demanda interna, el cual incidió en un mayor déficit en la balanza comercial de bienes y servicios, a pesar del aumento en los términos de intercambio. Igualmente, se observó un incremento del balance deficitario de la renta de los factores, explicado, principalmente, por la mayor remisión de utilidades al exterior de las empresas con capital extranjero en el país. Los mayores ingresos por remesas de trabajadores compensaron parcialmente la ampliación del déficit externo. La inversión extranjera directa (IED) constituyó la principal fuente de financiamiento

4 El pasado 29 de julio, al cierre de este informe, el DANE publicó los resultados de la GEIH con cifras a junio. De estos resultados se destaca que para dicho mes la tasa de desempleo desestacionalizada se ubicó en el 11,7% tanto para el agregado nacional como para las trece principales ciudades.



externo, la cual se dirigió en especial a los sectores de servicios financieros y empresariales, y de minería y petróleo. Estos recursos se complementaron en un monto importante con préstamos de largo plazo recibidos por el sector privado.

La recuperación de la economía colombiana a partir de 2021 se desarrolló en el contexto de una aceleración de la inflación mundial, y de fuertes desequilibrios macroeconómicos en un entorno de tasas de interés internacionales inusualmente bajas, amplia liquidez y condiciones crediticias globales holgadas que predominaron después de la crisis financiera de 2008-2009. Estos desequilibrios se vieron agudizados por las políticas expansionistas que se implementaron para enfrentar el choque económico causado por la pandemia, las cuales indujeron una rápida recuperación de la demanda mundial que no pudo ser adecuadamente atendida por incrementos de oferta, debido a los daños causados por la pandemia. A raíz de ello surgieron problemas logísticos y de suministro a nivel mundial que presionaron al alza los precios internacionales de los insumos agropecuarios y las materias primas.

En el caso colombiano esto se reflejó en una inflación que pasó del 1,6 % en 2020 al 5,6 % en 2021, y que continuó aumentando en el primer semestre de 2022, hasta alcanzar un 9,7 % en junio. La mayor presión ha provenido de los precios de los alimentos, cuya inflación anual registró un 23,6 % en junio. A esto se sumaron los bloqueos viales en Colombia a mediados de 2021, que acentuaron los incrementos de precios. La invasión de Rusia a Ucrania profundizó los problemas de suministro de materias primas en el mundo, elevando aún más los precios internacionales. Estos aumentos se han visto reforzados por la depreciación acumulada del peso, la cual se empezó a transmitir a los precios internos con mayor intensidad durante el segundo trimestre de 2022. Los precios de los regulados han sido otro rubro de la canasta del consumidor que ha presionado la inflación al alza, a pesar de los escasos aumentos de los precios internos de los combustibles. Al cierre del primer semestre de 2022 la inflación anual de regulados se ubicó en el 9,8 %, presionada por los precios internacionales de algunas materias primas, la tasa de cambio y la activación de mecanismos de indexación, los cuales inciden en las fórmulas tarifarias de los servicios públicos y otros regulados.

La incertidumbre sobre los pronósticos de inflación para el segundo semestre es muy alta, debido a riesgos alcistas que no se pueden descartar ante la posible prolongación de los problemas en las cadenas de suministro, el escalamiento del conflicto bélico en Ucrania, y los rebrotes Covid-19 en China que han generado nuevos cierres en ese país bajo la política de cero tolerancia a la enfermedad. En este contexto, las estimaciones del equipo técnico apuntan a que la inflación se mantendría en niveles superiores al 9,0 % en lo que resta del año, y se reduciría gradualmente desde comienzos de 2023.

La tendencia de la inflación al alza, la consolidación de la recuperación económica a niveles del PIB real que superan los de prepandemia y agotan los excesos de capacidad productiva, y la ampliación del déficit de la cuenta corriente a niveles que reflejan importantes excesos de demanda con respecto a la producción nacional, llevaron a la JDBR a acelerar el proceso de ajuste de la política monetaria durante el primer semestre del año. Fue así como, luego de haber aumentado la tasa de interés de política del 1,75 % en septiembre de 2021 al 3,0 % al cierre del año anterior, en cada una de las sesiones decisorias de enero, marzo y abril, la JDBR aumentó en 100 pb la tasa de interés de política monetaria, llevándola al 6,0 %, y en su sesión de junio decidió aumentarla en 150 pb hasta el 7,5 %[5] La importancia que la JDBR le ha dado a una respuesta vigorosa y oportuna de la política monetaria reafirma su compromiso con el retorno de la inflación hacia la meta del 3,0 % en el mediano plazo, y busca evitar el desanclaje de las expectativas de inflación que pueda desatar

5 Al cierre de este informe la JDBR en su sesión del 29 de julio decidió incrementar en 150 pb la tasa de interés de política monetaria llevándola a 9,0%.

procesos de indexación de precios, los cuales hagan más costoso el retorno de la inflación hacia la meta del 3,0%. La JDBR ha reiterado que la fortaleza que viene mostrando la actividad económica en los últimos trimestres no requiere de una política monetaria expansiva.

Alejarse de la meta de largo plazo del 3,0% anual de manera prolongada tiene costos significativos para la sociedad. Uno de los más importantes es el deterioro en la distribución del ingreso, pues la inflación golpea más severamente a los estratos de ingresos bajos. También distorsiona las señales de precios relativos, hace más difícil el funcionamiento de los mercados de crédito de largo plazo, incluidos el destinado a vivienda de los hogares y a inversión empresarial, y encarece el financiamiento del sector público, incrementando el déficit fiscal, entre muchos otros efectos negativos. De allí la importancia de las decisiones de política monetaria encaminadas a lograr el retorno de la inflación a su meta del 3,0% anual, que reestablezcan la certidumbre sobre el comportamiento futuro de los precios. Ello redundará en una economía más dinámica en el largo plazo y en una importante ganancia de bienestar, ganancias que, con seguridad, más que compensan los costos en que pueda incurrirse para que la inflación retorne a la meta.



# 1. Resumen ejecutivo

### Entorno macroeconómico internacional

La economía mundial se recuperó de forma importante en 2021 gracias a los vigorosos estímulos que los bancos centrales y los gobiernos ofrecieron a sus economías desde el inicio de la pandemia, a través de bajas tasas de interés, amplia liquidez internacional y un significativo aumento del gasto público. La recuperación de la actividad económica también fue favorecida por el relajamiento de los confinamientos, el avance en los programas de vacunación y la mejor adaptación a las condiciones de la pandemia. Como respuesta a ello la demanda se fortaleció, impulsada por el consumo privado y, en alguna medida, por la inversión. El incremento de la demanda mundial se tropezó con un aparato productivo que la pandemia había debilitado, tanto en sus etapas de producción como en sus procesos de comercialización y distribución. Las cadenas de valor se afectaron por cuellos de botella en la producción y en los sistemas de suministro, especialmente el transporte marítimo de mercancías, el cual tuvo grandes disrupciones. En estas circunstancias surgieron excesos de demanda que terminaron por generar una inflación a escala global que el mundo no registraba hacía décadas.

En el primer semestre de 2022 las presiones inflacionarias se agravaron como resultado de la invasión de Rusia a Ucrania, lo que aumentó los costos de los fertilizantes y otros insumos agrícolas, al igual que los precios del petróleo, el gas y el carbón, acentuando las presiones sobre los precios de los alimentos y de la energía. A esto se le sumaron las restricciones sanitarias en China para contener los rebrotes del Covid-19. Con ello la inflación mundial y sus expectativas continuaron aumentando y adquirieron mayor persistencia.

Como respuesta a las fuertes presiones inflacionarias, los bancos centrales empezaron a incrementar sus tasas de interés de política a mayor ritmo y en montos superiores a lo esperado hasta finales del año anterior. Además, han dado señales de que el endurecimiento de la política monetaria proseguirá en los próximos meses. Por ejemplo, la Fed aumentó su tasa de interés de referencia a un rango entre el 1,5% y 1,75% hacia finales de junio[6], y se pronostica que la ubicaría entre el 3,0% y 3,5% al cierre de 2022. Igualmente, el Banco de Inglaterra ha venido incrementando su tasa de interés, la cual alcanzó el 1,25% a mediados de junio, su nivel más alto en trece años. Asimismo, el BCE aumentó en julio 50 puntos básicos (pb) su tasa de interés para llevarla a un nivel del 0,75%, luego de varios años de haberla mantenido en mínimos históricos. Los bancos centrales de América Latina y de otras economías emergentes también han incrementado sus tasas de interés de política monetaria, continuando con los ajustes que iniciaron en 2021.

Frente a este panorama internacional las perspectivas de crecimiento económico global para 2022 y 2023 se han deteriorado. Diversos factores juegan en contra para mantener el buen ritmo de la actividad económica logrado en 2021. La pérdida de poder adquisitivo y las mayores tasas de interés reducirán el consumo privado, que ha sido hasta el momento el principal motor de la recuperación. El endurecimiento de las condiciones financieras internacionales encarecerá el acceso al financiamiento externo, obligando a muchos países a ajustar sus finanzas públicas. La incertidumbre sobre el rumbo que pueda tener el conflicto en Ucrania, y los rebrotes del Covid-19 en China generan nerviosismo en los mercados. De esta forma, en varias

6 Al cierre de este informe se conoció que los miembros del Federal Open Market Committee (FOMC) en su reunión del 27 de julio decidieron aumentar la tasa de interés de política monetaria en 75 pb, situándola en un rango entre 2,25% y 2,50%.



economías se podría materializar un escenario de estanflación (bajo crecimiento económico y elevada inflación), a lo que se le suman riesgos de recesión en países como los Estados Unidos y los de la zona del euro.

### Actividad económica

Durante el primer semestre del año la economía colombiana consolidó la recuperación iniciada el año anterior, al alcanzar tasas de crecimiento que sorprendieron al alza. De acuerdo con el DANE, el crecimiento anual del PIB en el primer trimestre del año fue del 8,5% en la serie original y del 8,2% con cifras ajustadas por estacionalidad y días calendario. Este resultado superó lo esperado por el equipo técnico (7,2%). El buen desempeño de estos primeros meses del año fue favorecido por el fortalecimiento de la demanda interna, cuya expansión anual, del 13,4%, fue impulsada por el importante aumento del consumo de los hogares (12,0%), en especial en los rubros de servicios (comunicaciones, recreación y cultura) y de bienes semidurables (prendas de vestir y calzado). La formación bruta de capital también se expandió a un ritmo importante en el primer trimestre (18,3%), jalonada por la inversión en maquinaria y equipo como resultado de las compras de equipo de transporte y bienes de capital para la industria. No obstante, la formación bruta de capital aún no alcanza su nivel de prepandemia, debido al rezago en la recuperación de la inversión en vivienda y obras civiles. Las exportaciones de bienes no tradicionales (las diferentes de petróleo y café) al igual que las de servicios también han sido una fuente importante de crecimiento. No obstante, el escaso dinamismo en términos reales de las exportaciones tradicionales y el fuerte crecimiento de las importaciones durante este periodo se tradujeron en una ampliación del déficit comercial y en una contribución negativa al crecimiento de la demanda externa neta. Por el lado de la oferta, las actividades de comercio y servicios presentaron expansiones importantes, destacándose las actividades de entretenimiento y recreación, y de alojamiento y servicios de comida, las cuales se ubicaron en niveles muy superiores a los registrados antes de la pandemia.

Para el segundo semestre de 2022 el equipo técnico del Banco de la República espera una desaceleración del crecimiento económico. Ello se explica por el deterioro en el entorno internacional, caracterizado por unas condiciones financieras externas más apretadas y un menor crecimiento de los socios comerciales. El dinamismo de la demanda interna tenderá a reducirse, como resultado de una moderación en el crecimiento del consumo privado acorde con una política monetaria más ajustada. La inversión mantendría su tendencia de recuperación gradual a medida que aumente la inversión en la construcción de vivienda como respuesta a los programas de subsidio a la vivienda de interés social (VIS) y el avance en obras civiles. Por su parte, las exportaciones deberían sostener altos niveles en 2022, gracias a unos términos de intercambio favorables, que mitigarían la desaceleración estimada de los principales socios comerciales, mientras que las importaciones se mantendrían en niveles altos, aunque con un ritmo de expansión algo menor dada la moderación de la demanda interna. Con todo ello, el equipo técnico espera un crecimiento del 6,9% para 2022. Hacia 2023 se prevé una moderación importante del crecimiento, a tasas más compatibles con la capacidad y los recursos productivos del país.

### Empleo

La sostenida recuperación del PIB ha estimulado la generación de empleo de forma tal que para mayo de 2022 la población ocupada registraba un crecimiento anual del 11,0% en el total nacional y del 10,5% en las trece principales ciudades. Este dinamismo se reflejó en reducciones anuales importantes de la tasa de desempleo, que en el nivel nacional registró un 10,6% en mayo, por debajo del desempleo de prepandemia según la serie desestacionalizada[7] (11,1% en febrero de 2020). La recuperación de la ocupación

7 El pasado 29 de julio, al cierre de este informe, el DANE publicó los resultados de la GEIH con cifras a junio. De estos resultados se destaca que para dicho mes la tasa de desempleo desestacionalizada se ubicó en el 11,7% tanto para el agregado nacional como para las trece principales ciudades.



en el agregado nacional ha sido explicada en mayor medida por el empleo asalariado en los sectores de recreación, agropecuario, transporte y almacenamiento. El mercado laboral también se ha caracterizado durante los últimos meses por el aumento de la oferta, lo que se refleja en un incremento de la tasa global de participación (TGP) tanto en el agregado nacional como en las trece ciudades, luego de permanecer en niveles relativamente estables durante 2021. A pesar del aumento de la participación laboral, el mayor dinamismo en la creación de empleo ha permitido una caída continua de la tasa de desempleo a lo largo del primer semestre. Adicionalmente, los índices de vacantes muestran una recuperación importante de la demanda de nuevos puestos de trabajo por parte de las firmas, lo que refuerza la perspectiva de un mercado laboral más apretado en lo que resta del año.

### Inflación y política monetaria

La presión inflacionaria que actualmente afecta a la mayor parte del mundo, en medio de fuertes tensiones financieras, tiene su origen en los desequilibrios macroeconómicos mundiales que se fueron forjando desde la crisis financiera internacional de 2008-2009, los cuales se vieron agudizados por las respuestas de política que se requirieron ante el choque causado por la pandemia y por la muy rápida recuperación de la demanda en el periodo subsiguiente. Si bien un examen minucioso de este tema desborda los límites de este *Informe*, en esta entrega se quiso profundizar sobre los antecedentes y causas de la inflación actual, dedicándole un capítulo especial del documento, que se complementa con un sombreado sobre el fenómeno global de la inflación.

Como se discute al respecto en el capítulo 3, el entorno de tasas de interés internacionales inusualmente bajas, amplia liquidez y condiciones crediticias globales holgadas que predominaron después a la crisis financiera hasta la aparición de la pandemia en 2020 facilitaron el financiamiento de altos niveles de consumo y de inversión, y permitieron a los gobiernos aumentar el gasto y financiar su deuda pública a costos artificialmente bajos. Ello dio lugar a la aparición o ampliación de desequilibrios fiscales y externos, con riesgos considerables para las economías emergentes. La respuesta de los gobiernos y bancos centrales para enfrentar la crisis generada por el Covid-19 mediante políticas fiscales y monetarias expansivas agravaron los desequilibrios existentes, al ampliar los excesos de demanda y aumentar la deuda pública y externa.

Fue así como la recuperación de 2021 se dio en medio de importantes desajustes económicos, a lo cual se sumó un desborde de la inflación global resultante de las disrupciones en las cadenas de suministro generadas por la pandemia, de restricciones de oferta y del incremento en los precios internacionales de las materias primas, insumos y costos logísticos, en un contexto de rápido crecimiento de la demanda. Durante el primer semestre de 2022 la inflación mundial continuó aumentando, agravada por los efectos de la invasión de Rusia a Ucrania sobre los precios de la energía e insumos agrícolas, y por las restricciones en China para contener los rebrotes del Covid-19 que generaron cierre de fábricas, congestión en puertos y aumento de los tiempos de entrega de mercancías. Como resultado de esta multiplicidad de choques, la inflación ha adquirido un carácter más persistente y sus expectativas han aumentado, lo que dificulta la tarea de los bancos centrales.

En este contexto, la inflación en Colombia se compara con lo que está ocurriendo en muchos países de la región y del mundo, sin ser uno de los casos más agudos. A junio la inflación anual al consumidor en el país se situó en el 9,7%, significativamente por encima de la registrada al cierre de 2021 (5,6%). Una tendencia alcista importante también se ha observado en los diversos indicadores de inflación básica; en particular, la inflación sin alimentos ni regulados que a finales de junio se situó en el 6,1% (frente al 2,5% de diciembre de 2021). El rubro de alimentos (primarios y procesados), que representa el 15,0% de la canasta del consumidor, ha sido el componente más afectado por los problemas logísticos y de suministro, de tal forma que a finales de junio alcanzó una inflación anual del 23,6%, cifra superior a la de finales de 2021 (17,2%). Los bienes y servicios regulados han sido otro componente de la canasta con incrementos sustan-

ciales, al ubicarse en el 9,8 % al cierre del primer semestre de 2022, presionados por la depreciación de la tasa de cambio y la activación de mecanismos de indexación que han incidido en las fórmulas tarifarias de los servicios públicos.

Los pronósticos del equipo técnico apuntan a que la inflación se mantendría en niveles superiores al 9,0 % en el segundo semestre y se reduciría de manera gradual desde comienzos de 2023. Estas estimaciones tienen en cuenta la moderación del crecimiento de la demanda agregada que inducirían los incrementos de la tasa de interés realizados por la autoridad monetaria, lo que ayudaría también a reducir el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación de la meta del 3,0 %. Sin embargo, no se pueden descartar nuevas presiones inflacionarias que pudieran surgir de la depreciación acumulada del peso y de incrementos en los precios internos de los combustibles para acercarlos a los precios internacionales.

La política monetaria llevada a cabo por la JDBR a lo largo de esta compleja coyuntura ha seguido el patrón contracíclico que ha caracterizado la respuesta de política de muchos bancos centrales, adaptada a las condiciones de la economía colombiana. Fue así como para mitigar los efectos económicos de la pandemia la JDBR redujo la tasa de interés de política en 250 pb, desde un nivel inicial del 4,25 % en febrero de 2020 a 1,75 % en septiembre de ese mismo año, lo que se complementó con una amplia batería de instrumentos, como se explicó en los dos Informes al Congreso de 2021. A pesar de los incrementos de la tasa de inflación que empezaron a observarse a partir de mayo de 2021, la JDBR mantuvo la tasa de interés en su mínimo histórico del 1,75 % hasta septiembre de dicho año, para permitir que el estímulo monetario actuara plenamente sobre la economía. Los resultados de esta política fueron contundentes. La economía se expandió un 10,6 % en 2021, y ha mantenido un elevado dinamismo durante el primer semestre de 2022, apoyada por un flujo de crédito abundante y accesible, que fortaleció la demanda interna, y en particular el consumo de los hogares. Cuando se comprobó que la actividad económica había alcanzado el impulso que se buscaba, y para contener las presiones inflacionarias que se venían acentuando, la JDBR inició un ajuste progresivo de la política monetaria en el último trimestre del año hasta llevar la tasa de política al 3,0 % al cierre de 2021.

La agudización de las presiones inflacionarias durante el primer semestre de 2022, por las razones anotadas, requirió que la JDBR acelerara el ritmo de ajuste de la política monetaria desde incrementos de 50 pb que había adoptado en sus dos últimas sesiones de 2021 a aumentos de 100 pb en sus sesiones de enero, marzo y abril, y de 150 pb en su sesión de junio, para llevar la tasa de interés de política al 7,5 % al finalizar el primer semestre del año[8]. Un ajuste más vigoroso de la política monetaria reafirma el compromiso de la JDBR de lograr la convergencia de la inflación a su meta del 3,0 % en el mediano plazo y tiene como objetivo inmediato evitar que las presiones inflacionarias originadas en factores externos o en problemas sectoriales de oferta puedan generalizarse a través de efectos indirectos sobre otros productos y sectores, que desaten procesos de indexación de precios, los cuales hagan más difícil y costoso el retorno de la inflación hacia la meta del 3,0 %. La decisión de acelerar el ajuste de la política monetaria no compromete la recuperación de la economía que se ha venido expandiendo a un ritmo elevado, pero sí busca que la tasa de crecimiento económico sea compatible con la capacidad de respuesta del aparato productivo, a fin de moderar los excesos de demanda que le dan empuje a la inflación. Se busca, así, un crecimiento económico más sostenible y que continúe favoreciendo la creación de empleo.

Haber alcanzado en 2009 la meta de largo plazo del 3,0 % de inflación anual, luego de una década de operación del esquema de inflación objetivo que rige la política monetaria que lleva a cabo la JDBR, fue un logro valioso para la sociedad colombiana por los grandes beneficios que ofrece una inflación baja y estable. Entre ellos sobresale la certidumbre sobre el comportamiento futuro de los precios, lo cual contribuye a crear un clima de confianza y permitir el acceso a un crédito con tasas de interés bajas que incentivan la inversión, el consumo y el crecimiento económico. En contraste, alejarse de la meta de largo plazo del 3,0% anual de manera prolongada tiene costos significativos para la sociedad. Uno de los más importantes es el deterioro en la distribución del ingreso, pues la inflación golpea más severamente a los estratos de ingresos bajos. También distorsiona las señales de precios relativos, hace más difícil el funcionamiento de los mercados de crédito de largo plazo, incluidos el destinado a vivienda de los hogares y a inversión empresarial, y encarece el financiamiento del sector público, incrementando el déficit fiscal, entre muchos otros efectos negativos. De allí la importancia de las decisiones de política monetaria encaminadas a lograr el retorno de la inflación a su meta del 3,0% anual, que reestablezcan la certidumbre sobre el comportamiento futuro de los precios. Ello redundará en una economía más dinámica en el largo plazo y en una importante ganancia de bienestar, ganancias que, con seguridad, más que compensan los costos en que pueda incurrirse para que la inflación retorne a la meta.

8 Al cierre de este informe la JDBR en su sesión del 29 de julio decidió incrementar en 150 pb la tasa de interés de política monetaria llevándola a 9,0%.



### Balanza de pagos

En el primer trimestre de 2022 la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un déficit de USD 5.367 millones (m), superior en USD 2.282 m al observado en el mismo trimestre del año anterior. Como proporción del PIB trimestral dicho déficit aumentó del 4,1 % al 6,4 % entre dichos periodos. La ampliación del desbalance externo es un reflejo del fuerte dinamismo de la demanda interna, que aumentó el desequilibrio comercial de bienes debido al rápido crecimiento de las importaciones, jalonadas principalmente por el mayor gasto de los hogares y por el incremento de la inversión en maquinaria y equipo. Las exportaciones de bienes aumentaron, aunque a menor ritmo, favorecidas por los mayores precios del crudo, la recuperación de los principales socios comerciales y el crecimiento de las exportaciones no tradicionales. El déficit de la balanza de servicios también se incrementó, impulsado por el mayor flujo de viajeros al exterior, y los mayores pagos por concepto de fletes. La recuperación de la llegada de turistas extranjeros al país y de los ingresos por otros servicios empresariales contribuyó a que este desbalance no fuera mayor.

Del mismo modo, el balance negativo de la renta de los factores aumentó debido a la mayor remisión de utilidades de las empresas con IED en Colombia. Esto se explica por el buen desempeño de la actividad económica y por los mayores precios del petróleo y del carbón, que contribuyeron a expandir las utilidades de este grupo de empresas y su consiguiente remisión hacia el exterior. El incremento de los beneficios de las firmas fue generalizado en todos los sectores económicos, destacándose los buenos resultados de aquellas que operan en actividades de explotación petrolera y minera, transporte y comunicaciones, y servicios financieros y empresariales.

Las presiones sobre el déficit corriente se vieron parcialmente compensadas por un aumento en los ingresos netos por transferencias corrientes. Esto obedeció, principalmente, a las mayores transferencias de recursos recibidas por empresas públicas, el Gobierno, organismos no gubernamentales e instituciones sin ánimo de lucro. También aumentaron las remesas de trabajadores enviadas desde los Estados Unidos, América Latina y España, en un entorno de reducción del desempleo y de aumento nominal de los salarios en esos países.

La IED constituyó la principal fuente de financiamiento externo durante este periodo, al registrar entradas netas de capital por USD 4.718 m (5,6 % del PIB), superiores a las entradas netas por USD 2.430 m (3,2 % del PIB) contabilizadas durante el mismo periodo del año anterior. La buena dinámica de la IED se observó en la mayoría de las actividades económicas, en especial en los sectores de servicios financieros y empresariales, minero-energético, transporte y comunicaciones e industria manufacturera. La financiación del desbalance externo se complementó con los recursos provenientes de créditos externos, entre los que se destacan los préstamos de largo plazo recibidos por el sector privado, y con los flujos recibidos por concepto de inversión extranjera de cartera.



Para 2022 el equipo técnico proyecta una reducción del déficit en la cuenta corriente al 5,1% del PIB frente a su nivel del 5,7 % del PIB registrado en 2021. La reducción prevista del desbalance externo está asociada con la mejora de los términos de intercambio del país, dado el incremento de las cotizaciones internacionales del petróleo, el carbón, el café, y los productos agroindustriales, entre otros. El financiamiento de este déficit se daría en unas condiciones menos holgadas, caracterizadas por mayores tasas de interés globales y alta volatilidad en los mercados internacionales.

### Reservas internacionales

A finales de junio de 2022 las reservas internacionales netas totalizaron USD 57.164,4 m, lo cual significa una disminución de USD 1.415,6 m frente a su nivel observado a finales de 2021. El principal factor que explica esta disminución del monto de reservas es la rentabilidad negativa obtenida en lo corrido del año, producto de la desvalorización de las inversiones causada por los aumentos de las tasas de interés internacionales de corto y mediano plazos. El rendimiento de las reservas durante 2022, excluyendo el componente cambiario, ha sido del -1,37 % (-USD 792,6 m). Este rendimiento se explica 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, la cual implica que 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 externas se compensa, con el paso del tiempo, con los mayores intereses que reciben las inversiones. En lo que resta de 2022 se espera que estos mayores intereses permitan compensar parte de las desvalorizaciones observadas. El impacto del efecto cambiario en la valoración de las reservas, asociado con la fuerte depreciación que sufrieron frente al dólar las demás monedas en las que se invierten las reservas (el euro, la libra esterlina, el yen, el dólar canadiense, el dólar australiano, etc.) fue el segundo factor que pesó en la disminución en el valor en dólares estadounidenses de las reservas internacionales.

El nivel actual de las reservas internacionales es satisfactorio al evaluarlo desde distintas métricas. 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 sobre la balanza de pagos, teniendo en cuenta variables macroeconómicas en periodos de presión en el mercado cambiario. La metodología considera que una economía mantiene niveles adecuados de reservas si la razón de reservas observadas a ese nivel adecuado se ubica entre 1,0 y 1,5. Con cifras a mayo de 2022, dicho coeficiente se ubicaba en 1,34.

Otros indicadores usados para evaluar el nivel de las reservas internacionales incluyen 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 mayo de 2022 estos indicadores sugieren que el nivel de reservas se encuentra en niveles adecuados.

### Utilidades del Banco de la República

Durante el primer semestre de 2022, las pérdidas del Banco de la República ascendieron a COP 2.077 miles de millones (mm), como resultado de ingresos por -COP 921 mm y egresos por COP 1.156 mm. El comportamiento negativo de los ingresos se explica fundamentalmente por las pérdidas de las inversiones de las reservas internacionales, debido a su desvaloración a precios de mercado. Esto fue compensado parcialmente por el rendimiento de los títulos en moneda nacional en poder del Banco (TES y deuda privada) y de los repos de expansión. A pesar de lo anterior, para todo 2022 se proyecta una utilidad de COP 966 mm, superior a la registrada en 2021. Como se mencionó, la principal razón para ello surge de que el impacto inmediato de valoración del portafolio de las reservas internacionales que se generó por el aumento en las tasas de interés en el primer semestre del año se irá compensando gradualmente por una mayor causación de intereses.

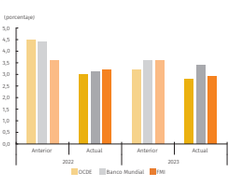


## 2. Entorno macroeconómico

### 2.1 Evolución y perspectivas del entorno macroeconómico internacional

**Para 2022 y 2023 los organismos internacionales proyectan un menor crecimiento económico mundial.** Durante el primer semestre de 2022 la economía mundial enfrentó nuevos choques que estarían afectando su recuperación. En particular, la invasión de Rusia a Ucrania añadió presiones inflacionarias y ha tenido impactos negativos sobre la economía y la percepción de riesgo a escala global[9]. A lo anterior se suman las fuertes medidas de aislamiento implementadas en China para controlar el rebrote por Covid-19, lo que ha resultado en una mayor persistencia de las disrupciones en las cadenas globales de suministro. En este entorno, y como se expone más adelante, el aumento de la inflación mundial y de sus expectativas ha llevado a un endurecimiento generalizado de la política monetaria. Dado todo lo anterior, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y la OCDE revisaron a la baja su proyección de crecimiento para 2022 y 2023 a una tasa alrededor del 3 %[10] (Gráfico 2.1). A su vez, el equipo técnico del Banco de la República revisó a la baja las perspectivas de la demanda externa para Colombia[11]. De esta forma, en varias economías se podría materializar un escenario de estanflación (bajo crecimiento económico y elevada inflación), a lo que se le suman riesgos de recesión en países como los Estados Unidos y los de la zona del euro.

Gráfico 2.1
Revisiones sobre las proyecciones de crecimiento económico mundial
(variación anual)




Fuentes: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos.

**En el primer semestre de 2022 la inflación mundial y sus expectativas continuaron aumentando y reflejan una mayor persistencia de las presiones inflacionarias.** Para los países del G20 la inflación total anual a mayo fue del 8,85 % y para los países de la OCDE del 9,65 %. De acuerdo con el Banco Mundial, estos resultados se dieron en un entorno de incremento de los precios de las materias primas, la persistencia de las

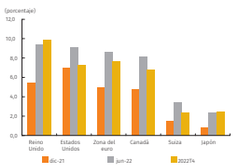
9 Véase el "Recuadro 1. Invasión de Rusia a Ucrania: consideraciones sobre el contexto económico internacional" del *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de marzo de 2022.

10 En su informe de junio, el Banco Mundial proyecta una expansión del producto global del 3,1 % en 2022 y del 3,4 % en 2023. Esto representa una revisión a la baja frente lo reportado en el informe anterior (4,4 % en 2022 y el 3,6 % en 2023). Por su parte, en su informe de junio la OCDE pronostica un crecimiento del 3,0 % en 2022 y del 2,8 % 2023, los cuales, frente a su estimación de diciembre de 2021, representan una revisión a la baja de 150 puntos básicos (pb) y 40 pb, respectivamente. El Fondo Monetario Internacional en julio actualizó sus proyecciones de crecimiento del informe de abril, con una revisión a la baja para 2022 del 3,6% al 3,2% y para 2023 del 3,6% al 2,9%. Además, Según la Organización Mundial Comercio en su informe de abril, para el presente año el crecimiento volumen del comercio global de mercancías fue revisado a la baja 4,7 % al 3,0 %.

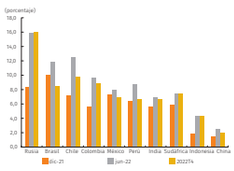
11 Para 2022 el supuesto del equipo técnico del crecimiento del PIB real promedio de los socios comerciales del país pasó del 3,3 % en enero al 2,4 % en el informe de julio. Para 2023 se espera una expansión del 2,0 % frente al 2,6 % del informe de inicios de año.

Gráfico 2.2
Inflación total al consumidor

A. Algunas economías avanzadas




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




Fuente: Data License, Bloomberg.

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.

disrupciones en la oferta, la recuperación de la demanda y la estrechez de los mercados laborales en algunos países. Los datos más recientes muestran que en junio la inflación total en las economías avanzadas registró tasas históricamente altas (Gráfico 2.2, panel A), destacándose el caso del Reino Unido (9,4 %), los Estados Unidos (9,1 %), la zona del euro (8,6 %) y Canadá (8,1 %). Por su parte, en junio para los principales países emergentes se dio un incremento generalizado de la inflación anual frente a lo observado a comienzos de año (Gráfico 2.2, panel B), y en especial, fue bastante elevada en Turquía (78,6 %) y Argentina (64,0 %). Asimismo, las inflaciones permanecieron considerablemente por encima de su meta para las economías más grandes de la región, tales como Chile (11,5 %), Brasil (11,9 %), Colombia (9,7 %), Perú (8,8 %) y México (8,0 %). En el caso de China (2,5 %) y algunos países de Asia[12], para el mismo mes la inflación aumentó frente a lo observado a finales de 2021, aunque en algunos casos sigue estando contenida. De esta forma, en la mayoría de las economías que han adoptado esquemas de inflación objetivo la inflación total anual al consumidor se sitúa en niveles superiores a su meta. En general, las expectativas de inflación mundial han aumentado y sugieren que las presiones inflacionarias serían más persistentes. De esta forma, los organismos internacionales esperan que para 2022 la inflación mundial sea superior a lo observado en 2021, pero que disminuya en 2023[13].

**Las restricciones de oferta y las disrupciones en las cadenas globales de suministro han sido más persistentes.** Según la Reserva Federal de Nueva York, entre marzo y abril de 2022 se interrumpió temporalmente la tendencia decreciente del índice de presiones sobre las cadenas globales de suministro. En los meses siguientes este indicador presentó una mejora, aunque se ubicó en niveles relativamente elevados frente su comportamiento histórico[14] (Gráfico 2.3). Las nuevas afectaciones en las cadenas globales de suministro se dieron en gran medida como consecuencia de la invasión de Rusia a Ucrania. A esto se le sumaron las restricciones sanitarias en China para contener los rebrotes del Covid-19, las cuales generaron cierre de fábricas, congestión en puertos y aumento de los tiempos de entrega de mercancías. En este contexto, el Banco Mundial señala que la globalización podría verse afectada por las fuertes tensiones geopolíticas, las cuales, si se intensifican, podrían afectar la integración de los países de forma más persistente y, con ello, se generaría el riesgo de fragmentación de

12 Entre diciembre de 2021 y junio de 2022 la inflación anual en Filipinas pasó del 3,1 % al 6,1 %, en Corea del Sur del 3,7 % al 6,0 %, en Tailandia del 2,2 % al 7,7 %, en Indonesia del 1,9 % al 4,4 %, en Taiwán del 2,6 % al 3,6 %, en Vietnam del 1,8 % al 3,4 % y en Japón del 0,8 % al 2,4 %

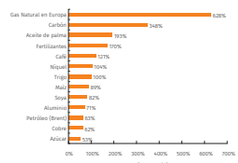
13 La OCDE revisó al alza sus proyecciones de inflación para el promedio del 2022 para el grupo países que la componen de 4,2 % en diciembre del 2021 al 8,5 % en junio del 2022. Para 2023 este cambio fue del 3,0 % al 6,0 %. Por su parte, el FMI en su informe de julio revisó al alza la proyección de inflación para el promedio de 2022 en las economías avanzadas del 5,7 % al 6,6 % y en economías emergentes del 8,7 % a 9,5 %. Para el promedio de 2023 la proyección de inflación promedio en economías avanzadas es del 3,3 % y para economías emergentes del 7,3 %.

14 En junio de 2022, los costos de transporte de contenedores mostraron una reducción importante frente a lo registrado al cierre de 2021, pero se mantienen por encima de lo observado antes de la pandemia.

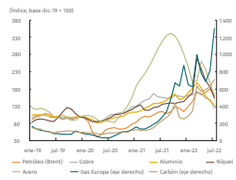


Gráfico 2.4
Precios internacionales de algunas materias primas

A. Variación frente al promedio del 2019
(crecimiento entre promedio ene-jun 2022 y promedio 2019)




B. Índice de precios energéticos y metales




C. Índice de precios bienes agrícolas
(índice, base dic.-19 = 100)




Nota: Para los fertilizantes se toma el índice de precios de fertilizantes de Norteamérica de Green Markets.
Datos observados al 18 de julio de 2022.
Fuentes: Data License, Bloomberg y Datastream.

las redes comerciales y financieras globales[15]. A su vez, según la OCDE[16], una reconfiguración de las cadenas globales de valor y del comercio mundial materializada en una relocalización de proveedores, que puedan resultar más costosos para asegurar el suministro, podría afectar la eficiencia derivada del proceso de globalización, el cual se ha reflejado en mejoras en la productividad y en reducción de costos de producción.

**En la primera mitad de 2022 los precios internacionales del petróleo y de otras materias primas se incrementaron en medio de la incertidumbre sobre la duración y los efectos de la invasión de Rusia a Ucrania.** En el primer semestre de 2022 las cotizaciones internacionales de diversas materias primas aumentaron de manera significativa (Gráfico 2.4), debido a la participación relativamente alta que tienen estos dos países en la oferta internacional de varios *commodities*[17]. En el caso del petróleo, para el segundo trimestre del año el precio internacional de la referencia Brent presentó alta volatilidad y se ubicó en promedio cerca a los USD 112 bl. Esta dinámica se explica, principalmente, por la disminución observada y esperada de la producción rusa de hidrocarburos, como consecuencia de las sanciones que se ha impuesto al sector petrolero de ese país[18]. A lo anterior se suma la permanencia de los recortes a la producción por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+), y el rezago en la recuperación de la extracción en otros países productores de petróleo[19]. En cuanto a la demanda por crudo, las medidas de aislamiento social en China para contener los rebrotes del Covid-19 y las perspectivas de menor crecimiento mundial han mitigado las presiones al alza sobre los precios actuales y sus proyecciones. No obstante, el mercado sigue estando muy ajustado, con niveles bajos de inventarios comerciales para países de la OCDE. Teniendo en cuenta lo anterior, la Administración de Información Energética de los Estados Unidos (EIA, por su sigla en inglés) en su informe de julio proyectó una tendencia decreciente para el precio del petróleo Brent, con un promedio de USD 104 bl en 2022 y de USD 94 bl en 2023. No obstante, la incertidumbre y volatilidad es alta debido a los múltiples choques que afectan este mercado. Como muestra de lo anterior, en lo corrido hasta mediados de julio las cotizaciones internacionales del crudo y algunos otros productos básicos registraron una reducción importante frente a junio (Gráfico 2.4 paneles B y C), en medio de las preocupaciones sobre el desempeño de la economía mundial. En general, los altos precios del petróleo y otras materias primas, como el

15 Banco Mundial. Perspectivas Económicas Mundiales. Junio de 2022.

16 OCDE (2022). *Perspectivas económicas* de la OCDE, junio de 2022.

17 Véase el Recuadro 1: "Invasión de Rusia a Ucrania: consideraciones sobre el contexto económico internacional" del *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de marzo de 2022.

18 A la prohibición de importación de petróleo por parte de los Estados Unidos y los anuncios de varias empresas de no prolongar sus operaciones en Rusia, se suman las restricciones por parte del Reino Unido y la Unión Europea a la compra de crudo proveniente de Rusia.

19 En este contexto, la Agencia Internacional de la Energía (IEA, por su sigla en inglés) acordó la liberación de aproximadamente 183 millones de barriles (mb) de sus reservas estratégicas.

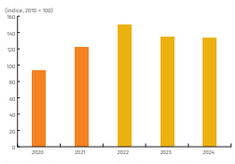


Gráfico 2.5
Índice de precios internacionales de los alimenos y proyecciones del Banco Mundial
(índice, base 2010 = 100)

A. Índice de precios internacionales de los alimentos




B. Proyecciones índice de precios internacionales de los alimentos




Fuente: Banco Mundial; proyecciones Commodity Markets Outlook de abril de 2022.

gas y el carbón, han contribuido a incrementar las presiones inflacionarias en el mundo. De hecho, en mayo el componente de energía del IPC (incluye combustibles) para los países de la OCDE registró un aumento anual del 35,4 %, donde el grupo de países de Europa mostró los mayores incrementos, lo que ha derivado en una crisis energética.

**En el primer semestre de 2022 los precios internacionales de los alimentos alcanzaron niveles históricamente altos.** Para el promedio enero-junio el índice de precios de los alimentos del Banco Mundial registró un crecimiento anual del 25,6 %[20] y en mayo alcanzó el valor máximo del año (Gráfico 2.5, panel A). En dicho periodo se observó un aumento importante en los precios de varios productos, y los que más aportaron al incremento de este índice de alimentos fueron el trigo y el aceite de palma. En junio este indicador presentó una reducción mensual cercana al 5 %, aunque se mantuvo en niveles elevados. El alto precio internacional de los alimentos en el primer semestre de 2022 obedeció, en gran medida, al impacto de la invasión de Rusia a Ucrania sobre la oferta mundial de algunos de estos productos. Además, factores como las disrupciones logísticas, fenómenos climáticos y los altos costos de los insumos también habrían contribuido a tal incremento. Lo anterior derivó en presiones inflacionarias a escala global, con lo cual en mayo la inflación anual de alimentos para los países de la OCDE fue del 12,6 %, cifra superior a la inflación básica del 6,4 % (sin alimentos ni energía-combustibles). Según proyecciones del Banco Mundial, los precios de los alimentos podrían disminuir en lo que resta de este año y el siguiente (Gráfico 2.5, panel B), en un contexto de menor crecimiento económico mundial y posibles mejoras en la oferta de algunos productos. En efecto, en lo corrido hasta mediados de julio, los precios internacionales de algunos alimentos muestran una reducción frente a junio, pero siguen siendo bastante altos comparados con lo registrado antes de la pandemia (Gráfico 2.4, panel C). La dinámica futura de estos precios está sujeta a una elevada incertidumbre, debido a que se desconoce la persistencia de los choques que actualmente afectan estos mercados.

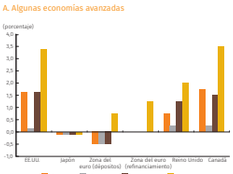
**Como respuesta a las fuertes presiones inflacionarias, los bancos centrales han implementado ajustes en su política monetaria.** En el primer semestre del año, el rápido incremento de la inflación y de sus expectativas ha llevado a que la normalización de la política monetaria en varias de las principales economías avanzadas se esté dando de forma más acelerada que lo previsto a finales del año pasado, y a que se generen expectativas de un mayor endurecimiento de la política monetaria (Gráfico 2.6, panel A). Con ello finalizaría el largo periodo de tasas de interés relativamente bajas registrado luego de la crisis financiera internacional de 2008. En efecto, en mayo y junio de este año la Fed aumentó su tasa de interés de referencia 50 pb y 75 pb, respectivamente. Este último es su mayor incremento desde 1994. De esta forma, la tasa de interés de política se sitúo en un rango entre el 1,5 % y 1,75 %, y las

20 En promedio entre enero y junio de 2022 el índice de precios de bebidas del Banco Mundial (café, té y cacao) se incrementó anualmente en un 27 %, impulsado principalmente por la cotización internacional del café.

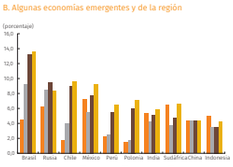


Gráfico 2.6
Tasa de interés de política monetaria

A. Algunas economías avanzadas




B. Algunas economías emergentes y de la región




Fuente: Data License, Bloomberg.

proyecciones sugieren incrementos adicionales a niveles superiores a la tasa de interés de largo plazo[21]. A su vez, en junio la Fed inició la reducción gradual de su hoja de balance. Por su parte, entre abril y julio el Banco Central Europeo (BCE) finalizó la compra neta de activos en el marco de sus programas PEPP y APP[22] e inició su fase de reinversión. Asimismo, en julio realizó el primer incremento de sus tasas de interés de referencia (50 pb), luego de varios años de mantenerlas en mínimos históricos, y anunció ajustes adicionales en sus próximas reuniones, acorde con las expectativas del mercado. Por último, en esta reunión aprobó la creación del Instrumento para la Protección de la Transmisión (TPI, por su sigla en inglés)[23]. En lo corrido del año, para otras economías avanzadas las tasas de interés de política monetaria y sus perspectivas también aumentaron[24]. Como se señala más adelante, también se ha observado un aumento de las tasas de interés en los mercados financieros internacionales y de la percepción de riesgo global, lo que genera condiciones de financiamiento externo más estrecho y preocupaciones, particularmente, para las economías que registran altos niveles de endeudamiento.

**Los bancos centrales de los países de la región y de otras economías emergentes han venido incrementando sus tasas de interés de política monetaria de forma significativa (Gráfico 2.6, panel B).** Durante la primera parte de 2022 continuó el ajuste al alza de la tasa de interés de política monetaria, proceso que en varias economías emergentes inició en 2021. En particular, en un contexto de aumentos de la inflación y de sus expectativas, de mayores tasas de interés externas y heterogeneidad en la recuperación económica, los bancos centrales de las principales economías de la región han elevado su tasa de interés de política a niveles superiores a los observados en diciembre de 2019[25]. Los incrementos registrados entre el mínimo alcanzado el año anterior y hasta junio de 2022 fue-

21 Las proyecciones realizadas por los miembros del Comité de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) de la Fed señalan que para finales de 2022 y de 2023 la mediana de la tasa de interés de política monetaria se ubicaría en un 3,4 % y 3,8 %, respectivamente.

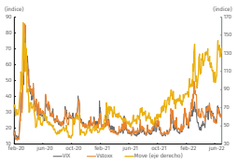
22 A partir de abril el BCE finalizó sus compras netas de activos en el marco del Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP, por su sigla en inglés). Además, a partir del 1 de julio finalizó la compra neta de activos en el marco del programa de compra de activos (APP, por su sigla en inglés).

23 Mientras sigue el proceso de normalización de la política monetaria, este instrumento tiene como objetivo asegurar su transmisión a todos los países de la zona del euro. En particular, "puede activarse para contrarrestar dinámicas de mercado no deseadas o desordenadas que constituyan una seria amenaza para la transmisión de la política monetaria".

24 Entre marzo y junio de 2022 la tasa política monetaria en Nueva Zelanda pasó del 1,0 % al 2,0 %, en Canadá del 0,5 % al 1,5 %, en Reino Unido del 0,75 % al 1,25 %, en Suecia del 0,0 % al 0,75 %, en República Checa del 4,5 % al 7,0 %, en Israel del 0,1 % al 0,75 % y en Corea del Sur del 1,25 % al 1,75 %. En general, la mediana de la encuesta de Bloomberg señala sendas futuras de tasas de interés más elevadas frente a lo esperado a inicios de año.

25 Para diciembre de 2019 la tasa de interés de política monetaria fue del 4,5 % en Brasil, 1,75 % en Chile, 7,25 % en México y 2,25 % en Perú.

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




Fuente: Data License, Bloomberg.

ron los siguientes[26]: Brasil pasó del 2 % en febrero de 2021 al 13,25 % en junio de 2022, Chile pasó del 0,5 % en junio de 2021 al 9 %[27] un año después, México pasó del 4 % en mayo de 2021 al 7,75 % en junio de 2022 y Perú pasó del 0,25 % en julio de 2021 al 5,5 % en junio de 2022. Para lo que resta del año, las expectativas del mercado señalan ajustes adicionales en la política monetaria. Dentro del grupo de economías emergentes, una excepción a esta tendencia ha sido China, en donde se han desplegado nuevas medidas de estímulo monetario en un contexto de importantes afectaciones sobre el crecimiento económico, estrictas medidas de confinamiento y una inflación relativamente baja.

**Durante lo corrido de 2022 la mayoría de los mercados financieros internacionales se han deteriorado ante la persistencia de las presiones inflacionarias y los temores de una posible recesión económica global.** Estas presiones inflacionarias han incidido sobre las expectativas de una política monetaria más contractiva de la prevista a inicios del año, las cuales se han visto reflejadas en unas mayores tasas de interés a nivel global y en el aumento de la probabilidad de una recesión económica en las principales economías. Esto también ha impactado de manera negativa a los índices bursátiles. Lo anterior, junto con las medidas de confinamiento adoptadas por el gobierno chino y la persistencia de la invasión de Rusia a Ucrania, conllevó a una menor demanda por activos riesgosos y a un fortalecimiento del dólar en el mundo. Así, los indicadores de percepción de riesgo internacional, como el Vix[28], el Vstoxx[29] y el Move[30], aumentaron en medio de una alta volatilidad y el *credit default swap* (CDS) a cinco años promedio de los países de la región (Brasil, México, Chile y Perú) se incrementó en 66 pb frente al cierre de 2021, mientras que el CDS promedio de una muestra de países emergentes[31] aumentó en 151 pb (Gráfico 2.7). En Colombia, el CDS ha aumentado en 89 pb durante lo corrido de 2022, influenciado también por algunas fuentes de incertidumbre local (véase la sección 3.1 de este *Informe*).

**Durante 2022 las tasas de interés han continuado aumentando en el mundo en un contexto de menor liquidez de los mercados de deuda.** La curva de los Tesoros de los Estados Unidos se ha invertido temporalmente durante dos ocasiones en lo corrido del año ante los aumentos de alrededor de 230 pb de las tasas de los títulos de corto plazo, por encima de los incre-

26 El mes de 2021 que se referencia para cada país corresponde al mes previo al primer incremento de tasas de interés, luego de las bajas tasas de interés observadas posterior al comienzo de la pandemia.

27 En México y Chile el ritmo de ajuste de la tasa de interés de referencia se incrementó hasta 150 pb.

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

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

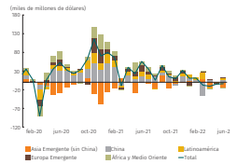
30 El Move es la volatilidad implícita esperada en las opciones a treinta días sobre los Tesoros de los Estados Unidos.

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



mentos de cerca de 160 pb de las tasas de los títulos de largo plazo[32]. El deterioro del desempeño de estos títulos se explica por las presiones inflacionarias que se han evidenciado desde el año pasado y, asociado a lo anterior, por la materialización de una senda de política monetaria menos expansiva por parte de la Fed. En el caso de los Tesoros de largo plazo, el deterioro de sus precios se ha visto contenido, en parte, por las expectativas de que la economía presente una desaceleración importante o incluso pueda entrar en recesión, lo que llevaría a la Fed a desacelerar o revertir el actual ciclo de normalización monetaria. De manera análoga a lo observado en los Estados Unidos, en un contexto de retiro del estímulo monetario por parte de los bancos centrales de los países de la región, los títulos de corto plazo de Brasil, México, Chile y Perú se han desvalorizado más que los títulos de largo plazo[33].

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




Fuente: IIF.

**En lo corrido del año los flujos de capital de portafolio hacia las economías emergentes, salvo América Latina, se han venido debilitando por una mayor percepción de riesgo por parte de los inversionistas.** De acuerdo con cifras preliminares publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por su sigla en inglés), en lo corrido de 2022 (a junio) se han observado salidas netas de inversión extranjera de portafolio hacia los mercados emergentes por USD 5,8 miles de millones (mm), explicadas por entradas de USD 29,4 mm al mercado de deuda y salidas por USD 35,2 mm del mercado accionario[34]. Latinoamérica fue la única región que presentó entradas netas, mientras que China presentó las segundas mayores salidas netas de portafolio[35], principalmente en marzo (USD 37,4 mm, las mayores salidas mensuales registradas con los datos disponibles), posiblemente impulsadas 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 (Gráfico 2.8).

**En el caso de América Latina, los flujos de capital de portafolio han estado soportados principalmente por el buen comportamiento de los precios de los *commodities* y por algunos factores idiosincráticos.** Durante lo corrido del año Latinoamérica presentó entradas netas por un total de USD 33,3 mm, de las

32 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.

33 Mientras que los títulos de corto plazo se han desvalorizado en promedio 240 pb (en moneda externa) y 190 pb (en moneda local), los títulos de largo plazo se han desvalorizado en promedio 215 pb (en moneda externa) y 135 pb (en moneda local).

34 En tanto que durante el segundo semestre de 2021 se presentaron entradas netas de inversión extranjera de portafolio hacia los mercados emergentes por USD 141,3 mm, explicadas por entradas de USD 120,4 mm y USD 20,9 mm al mercado de deuda y mercado accionario, respectivamente.

35 Asia emergente (sin China) ha presentado las mayores salidas netas durante 2022, por un total de USD 17,1 mm.



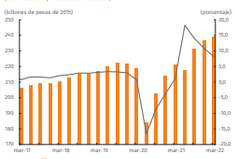
cuales USD 21,2 mm y USD 12,1 mm corresponden a entradas al mercado de renta fija y renta variable, respectivamente. Según varios analistas, la guerra en Ucrania pudo favorecer temporalmente los flujos hacia esta región, dada la lejanía geográfica y comercial con la zona del conflicto, lo que pudo implicar que los inversionistas revaluaran su exposición hacia los activos de otros países emergentes.

**En lo corrido de 2022 el dólar estadounidense se ha fortalecido frente a la mayoría de las monedas de países desarrollados y algunas monedas de emergentes.** Este fortalecimiento estuvo asociado con la mayor demanda por activos refugio y con las expectativas y materialización de una política monetaria más restrictiva por parte de la Fed como respuesta a las presiones inflacionarias. En este contexto, el DXY[36] aumentó un 9,4 % y alcanzó su nivel más alto en veinte años. Algunas de las monedas de los países emergentes[37] y de la región, incluyendo el peso colombiano, también se depreciaron, influenciadas además por factores idiosincráticos, dentro de los que se destacan la incertidumbre política y fiscal.

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

### 2.2.1 Actividad económica

Gráfico 2.9
Producto interno bruto[a/]
(trimestral y variación anual)




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

**En el primer semestre del año la economía colombiana continuó creciendo a tasas anuales altas, consolidando así la recuperación iniciada el año anterior.** En el primer trimestre de 2022 el PIB se expandió a una tasa anual del 8,5 %. En series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario, esta tasa fue del 8,2 % (Gráfico 2.9), que es alta en términos históricos, pero menor que la observada en la segunda mitad del año pasado. Por el lado de la oferta, en el primer semestre las actividades de comercio y servicios continuaron con expansiones importantes (Cuadro 2.1), destacándose las actividades de entretenimiento y recreación, y el alojamiento y servicios de comida, los cuales se ubicaron en niveles muy superiores a los registrados antes de la pandemia. Para el segundo trimestre de 2022, el equipo técnico del Banco espera que el PIB mantenga un alto ritmo de crecimiento en términos anuales.

36 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 %.

37 Al 30 de junio de 2022, las monedas de países emergentes se depreciaron 4,1 % 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, en paréntesis se muestra la depreciación de sus respectivas monedas durante el periodo analizado: Argentina (21,88 %), Brasil (-5,66 %), Chile (7,79 %), China (5,40 %), Colombia (4,36 %), República Checa (7,87 %), Egipto (19,61 %), Hungría (16,53 %), India (6,24 %), Indonesia (4,49 %), Corea (9,16 %), Malasia (5,80 %), México (-2,00 %), Perú (-4,34 %), Filipinas (7,81 %), Polonia (11,08 %), Qatar (-0,06 %), Rusia (-27,94 %), Arabia Saudita (-0,08 %), Sudáfrica (2,14 %), Taiwán (7,47 %), Tailandia (6,30 %), Turquía (25,51 %), Pakistán (15,62 %), Emiratos Árabes Unidos (0,00 %) y Kuwait (1,46 %).



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

| | 2021 | | | | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | I trim. | II trim. | III trim. | IV trim. | Año completo | I trim. |
| Agropecuario, silvicultura, caza y pesca | 3,0 | 4,5 | 1,9 | 2,8 | 3,1 | -2,4 |
| Explotación de minas y canteras | -14,8 | 7,5 | 4,2 | 7,3 | 0,2 | 1,0 |
| Industria manufacturera | 8,5 | 30,4 | 18,4 | 11,6 | 16,4 | 9,1 |
| Electricidad, gas y agua | -0,5 | 9,5 | 6,9 | 5,1 | 5,1 | 4,8 |
| Construcción | -6,6 | 24,5 | 2,6 | 6,8 | 5,7 | 4,4 |
| Edificaciones | -1,1 | 24,0 | 11,2 | 14,6 | 11,6 | 9,6 |
| Obras civiles | -21,1 | 30,3 | -9,8 | -3,7 | -4,6 | -3,5 |
| Actividades especializadas para la construcción | -4,5 | 24,3 | 3,9 | 6,9 | 6,6 | 5,4 |
| Comercio, reparación, transporte y alojamiento | -1,5 | 40,3 | 34,4 | 19,2 | 20,9 | 15,0 |
| Información y comunicaciones | 2,1 | 10,4 | 12,8 | 20,6 | 11,4 | 19,5 |
| Actividades financieras y de seguros | 4,9 | 3,3 | 2,1 | 3,5 | 3,4 | -3,2 |
| Actividades inmobiliarias | 2,3 | 2,8 | 2,4 | 2,6 | 2,5 | 2,1 |
| Actividades profesionales, científicas y técnicas | 0,3 | 14,7 | 13,7 | 11,4 | 9,8 | 9,3 |
| Administración pública y defensa, educación y salud | 4,8 | 9,7 | 9,1 | 6,9 | 7,6 | 6,2 |
| Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación | 8,8 | 72,8 | 31,8 | 32,0 | 33,1 | 35,4 |
| Subtotal valor agregado | 1,1 | 17,7 | 13,6 | 10,5 | 10,4 | 7,9 |
| Impuestos menos subsidios | 1,5 | 23,7 | 17,3 | 13,9 | 13,6 | 11,3 |
| PIB | 1,2 | 18,2 | 13,9 | 10,8 | 10,7 | 8,2 |

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Aunque no se conoce aún el estimativo oficial del DANE, a la fecha de entrega de este informe se estima que habría sido superior al 11 %.

**El buen desempeño de la actividad económica continuó siendo explicado por una demanda interna robusta, y en particular por el consumo privado.** En el primer trimestre de 2022 el gasto interno total creció un 13,4 % con respecto al mismo periodo de 2021, cifra superior a la expansión anual del PIB (8,2 %) (Cuadro 2.2). Por componentes, el consumo privado creció a una tasa anual del 12,0 %, con los rubros del consumo de servicios, bienes durables y bienes semidurables aumentando a tasas de dos dígitos, lo que les permitió situarse en niveles muy superiores a los observados antes de la pandemia. Por otra parte, el consumo público también contribuyó de manera importante al crecimiento, al aumentar un 8,6 % anual en los primeros tres meses del año. Este componente habría sido impulsado, sobre todo, por las contrataciones de empleados públicos y los mayores gastos asociados a programas de transferencias monetarias. Para el segundo trimestre, los indicadores disponibles sugieren que el consumo privado se sostendría en niveles altos y con crecimientos anuales significativos. El buen desempeño del consumo de los hogares, en la primera mitad del año, sigue soportado por la recuperación del empleo, por una amplia disponibilidad de crédito a tasas de interés que en términos reales siguen siendo relativamente bajas, y por las transferencias del gobierno a los hogares, entre otros factores. Lo anterior, y la recuperación estimada

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

| | 2021 | | | | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | I trim. | II trim. | III trim. | IV trim. | Año completo | I trim. |
| Gasto de consumo final | 2,7 | 23,2 | 19,3 | 12,2 | 13,9 | 11,7 |
| Gasto de consumo final de los hogares | 2,1 | 25,7 | 20,5 | 13,3 | 14,8 | 12,0 |
| Bienes no durables | -0,4 | 6,6 | 8,1 | 4,1 | 4,5 | 4,1 |
| Bienes semidurables | 8,4 | 109,3 | 51,7 | 28,3 | 40,9 | 32,7 |
| Bienes durables | 12,1 | 49,5 | 22,4 | 13,2 | 22,0 | 11,8 |
| Servicios | 0,7 | 29,0 | 23,8 | 16,4 | 16,7 | 15,2 |
| Gasto de consumo final del gobierno general | 7,6 | 12,2 | 13,7 | 7,9 | 10,3 | 8,6 |
| Formación bruta de capital | -2,8 | 30,2 | 8,1 | 18,5 | 12,2 | 18,3 |
| Formación bruta de capital fijo | -4,6 | 35,1 | 11,5 | 9,9 | 11,2 | 8,1 |
| Vivienda | 12,7 | 36,6 | 19,1 | 26,0 | 22,6 | -2,0 |
| Otros edificios y estructuras | -20,6 | 24,0 | -4,0 | -0,1 | -3,0 | -2,7 |
| Maquinaria y equipo | 6,7 | 49,9 | 19,6 | 9,2 | 19,1 | 25,6 |
| Recursos biológicos cultivados | 9,1 | 5,0 | 1,0 | -0,5 | 3,7 | -10,4 |
| Productos de propiedad intelectual | -2,9 | 13,4 | 16,3 | 15,8 | 10,3 | 15,8 |
| Demanda interna | 1,6 | 24,3 | 17,8 | 12,8 | 13,6 | 13,4 |
| Exportaciones | -10,6 | 15,7 | 25,6 | 35,6 | 14,8 | 16,7 |
| Importaciones | -2,5 | 46,9 | 41,9 | 36,9 | 28,7 | 38,6 |
| PIB | 1,2 | 18,2 | 13,9 | 10,8 | 10,7 | 8,2 |

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

para la inversión, harían que el dinamismo de la demanda interna se mantenga durante el segundo trimestre, de modo que en todo el primer semestre este agregado también habría crecido a una tasa anual superior a la del producto.

**La inversión continúa recuperándose, pero a un ritmo lento, en especial por un desempeño modesto del componente de construcción.** Pese a haber registrado un aumento en el primer trimestre frente al cierre de 2021 y un crecimiento anual del 8,1 %, similar al del PIB, la formación bruta de capital fijo siguió sin alcanzar los niveles previos a la pandemia. Sus principales segmentos presentaron comportamientos mixtos: mientras la inversión en construcción (vivienda y otros edificios y estructuras) registró una escasa recuperación, la inversión en maquinaria y equipo se ubicó en máximos históricos, con una tasa de expansión anual significativa (25,6 %), impulsada en buena medida por el gasto en equipo de transporte. Para el segundo trimestre se espera que la inversión continúe mostrando un dinamismo modesto, de la mano de una muy lenta recuperación del sector de la construcción, la cual tomaría impulso solo a partir de la segunda mitad del año.

**Las exportaciones diferentes a las mineras y las de café también han sido una fuente importante de crecimiento, favorecidas por la recuperación de la mayoría de los socios comerciales y por precios altos.** En el primer trimestre, pese a haber retrocedido un poco frente a los altos niveles del cuarto trimestre de 2021, las exportaciones se expandieron a una tasa anual importante (16,7 % en pesos constantes), favorecida, en parte, por una baja base de comparación. Los renglones más dinámicos en los primeros meses del año fueron las exportaciones no tradicionales y las de servicios[38]. Esta es una tendencia que se viene observando desde 2021 y se habría prolongado durante el segundo trimestre del año, según las cifras preliminares del DANE y la DIAN. En el caso de las ventas externas no tradicionales, su desempeño estaría favorecido, entre otros factores, por la recuperación de los socios comerciales más importantes y también, en alguna medida, por la mayor actividad comercial con Venezuela[39] (desde niveles casi nulos en los últimos años). Las exportaciones de servicios habrían sido impulsadas por el turismo de no residentes. Por su parte, las ventas externas de materias primas tuvieron un comportamiento heterogéneo, con el ferroníquel presentando tasas de crecimiento anual importantes en el primer semestre; el petróleo, con una expansión moderada (alrededor del 5 %); el carbón estancado, y el café y el oro cayendo de manera importante. En la mayoría de estos casos, los niveles continuaron siendo inferiores a los observados antes de la pandemia.

**El fuerte dinamismo de la demanda interna ha venido acompañado por un aumento en el déficit comercial.** El buen desempeño del consumo privado y de parte de la inversión ha impulsado el crecimiento de las importaciones, las cuales presentaron un fuerte dinamismo en el primer trimestre, al crecer un 38,6 % en términos anuales y un 10,6 % en términos trimestrales. El componente más dinámico de las importaciones fue el de bienes de capital, y dentro de ellas las compras de equipo de transporte, en parte, relacionadas con la inversión pública. Este hecho, aunado a unas exportaciones tradicionales, en buena medida estancadas, ha llevado a una ampliación del déficit comercial, que en el primer trimestre representó un 13,0 % del PIB (en pesos constantes). Lo anterior, a pesar del favorable comportamiento de las exportaciones no tradicionales y de servicios. Las cifras disponibles del segundo trimestre sugieren una pausa en el crecimiento de las importaciones y una aceleración del de las exportaciones, lo que implicaría que el déficit comercial se habría reducido un poco frente a los niveles del primer trimestre, aunque seguiría mostrando niveles históricamente altos.

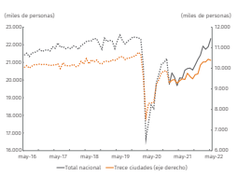
**Para el segundo semestre de 2022 y para 2023 se espera una moderación en el ritmo de crecimiento de la actividad económica.** El equipo técnico del Banco de la República espera una desaceleración del crecimiento desde el segundo semestre, lo que se corresponde con un entorno internacional menos favorable, caracterizado por unas condiciones financieras externas más apretadas y un menor crecimiento de los socios comerciales. Esto, sumado a los efectos del proceso de ajuste de la política monetaria iniciado por la JDBR desde finales de 2021, el cual debe llevar la demanda interna a niveles sostenibles en el largo plazo y compatibles con el cumplimiento de la meta de inflación. Dicho ajuste se inició desde niveles muy expansivos y actúa con rezago sobre el crecimiento del gasto. El principal canal mediante el cual debe actuar el aumento de la tasa de interés de política monetaria es el del crédito. Así, este pronóstico supone una moderación en el crecimiento del consumo privado y un ajuste en el frente fiscal, teniendo en cuenta las tendencias de las proyecciones sobre las finanzas públicas presentadas en el más reciente *Marco Fiscal de Mediano Plazo* (MFMP). Para la inversión se espera que continúe la tendencia de recuperación gradual de la mano de la construcción de vivienda, dada la evolución de los programas de subsidio a la vivienda de interés social (VIS) por parte del Gobierno y a los altos volúmenes de ventas registradas en 2021. Algo similar se espera para las otras edificaciones y obras civiles gracias a la ejecución de los proyectos del Gobierno Nacional y, en especial, de aquellos de las administraciones locales y regionales, muchos de los cuales cuentan con financiamiento asegurado. Por su parte, las exportaciones deberían sostener altos niveles en 2022,

38 En pesos constantes, las exportaciones de servicios crecieron a una tasa anual del 59,5 % en el primer trimestre. Aunque no existen cifras en pesos constantes para las exportaciones no tradicionales, el índice de cantidades de este grupo creció un 11,2 % en términos anuales en el primer trimestre.

39 En lo corrido de 2022 las exportaciones no tradicionales en dólares a Venezuela han crecido un 119,0 % anualmente, lo que representan un 3,3 % del total de las exportaciones no tradicionales.



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




Nota: las líneas punteadas representan la serie empalmada y desestacionalizada del DANE, por su parte, las líneas continuas corresponden a la información del Marco GEIH 2018.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

favorecidos por unos términos de intercambio favorables, que mitigarían la desaceleración estimada de los principales socios comerciales. Las importaciones se mantendrían en niveles altos, aunque con un ritmo de expansión menor hacia la segunda mitad del año, dada la moderación que exhibiría la demanda interna. De esta forma, el desbalance externo debería empezar a corregirse. Con todo ello, el equipo técnico espera un crecimiento que se situaría cerca del 7 % para 2022. Los efectos del ajuste de la política monetaria requerido para conducir la inflación a la meta se seguirán sintiendo en 2023. Esto, junto con el ajuste fiscal mencionado y un contexto externo menos favorable, hará que el crecimiento económico tienda a ser menor que lo observado hasta el primer semestre de 2022. Así las cosas, el equipo técnico prevé una moderación importante del crecimiento hacia 2023, a tasas más compatibles con la capacidad y los recursos productivos del país. La magnitud del ajuste de los desbalances fiscal y externo, y la evolución de la economía internacional son fuentes de incertidumbre importante y generan riesgos que pesan sobre las perspectivas de desempeño de la actividad económica.

### 2.2.2 Mercado laboral[40]

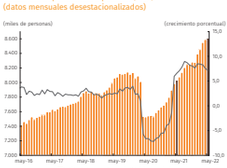
**En los primeros meses de 2022 el mercado laboral continúo recuperándose, con un crecimiento más sostenido del empleo urbano.** De acuerdo con las cifras mensuales desestacionalizadas de la *Gran Encuesta Integrada de Hogares* (GEIH), la generación de puestos de trabajo en el agregado nacional mostró un buen ritmo de crecimiento durante los últimos meses de 2021 y la primera mitad de 2022. Con respecto a lo observado en diciembre de 2021, en mayo se registró un incremento del empleo nacional en 5,6 % (cerca de 1,2 millones de empleos) (Gráfico 2.10). Este comportamiento se explicó, principalmente, por una mayor creación de puestos de trabajo en las zonas urbanas, las cuales crecieron un 6,8 % (alrededor de 664.000 empleos) en dicho periodo. Con respecto a mayo de 2021, la ocupación tuvo un crecimiento anual del 11,0 %, jalonado en mayor medida por las actividades de recreación, agropecuarias y de transporte y almacenamiento, las cuales, en conjunto, contribuyeron en 5,3 puntos porcentuales (pp) a la variación anual.

**Las distintas fuentes de información muestran un mayor dinamismo del empleo asalariado.** De acuerdo con las estadísticas de la GEIH, durante la primera mitad de 2022 la recuperación del empleo en el agregado nacional estuvo jalonada, en mayor medida, por el segmento asalariado, que registró un crecimiento anual del 11,3 % en mayo, dado el crecimiento

40 El análisis del mercado laboral presentado en este informe se realizó con base en los resultados de la GEIH marco 2018, cuya recolección de información inició de manera simultánea en enero de 2021. Para un mayor detalle de los cambios metodológicos de la encuesta y sus implicaciones sobre los niveles y el comportamiento de los principales agregados del mercado laboral, lo invitamos a consultar el *Reporte de Mercado Laboral* del Banco de la República, núm. 22, disponible en https://www.banrep.gov.co/es/reporte-mercado-laboral.



Gráfico 2.11
Cotizantes dependientes a pensión (PILA)
(datos mensuales desestacionalizados)



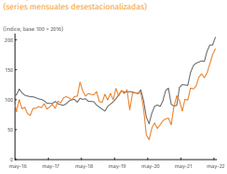

Fuente: Ministerio de Salud y Protección Social (PILA); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.12
Tasa de desempleo por dominio geográfico
(series mensuales desestacionalizadas)




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

Gráfico 2.13
Índice de vacantes de avisos clasificados y Servicio Público de Empleo (SPE)
(series mensuales desestacionalizadas)




Fuente: Arango (2013), SPE y Morales y Lobo (2021); cálculos del Banco de la República.

sostenido del empleo asalariado privado[41] que contribuyó con 5,8 pp al crecimiento anual de la ocupación total de mayo. Si bien en este periodo también se observan ganancias en el empleo no asalariado (10,7 % frente a mayo de 2021), en los últimos meses este segmento perdió protagonismo como impulsor del crecimiento del empleo total. La información proveniente de distintos registros administrativos confirma estas tendencias. Por ejemplo, en el caso de la Planilla Integrada de Aportes (PILA), el número de empleados dependientes que cotiza a pensión supera los niveles prepandemia desde junio de 2021 (Gráfico 2.11). Resultados similares se observan para el caso de los cotizantes afiliados a riesgos profesionales (ARL) y cajas de compensación familiar (CCF).

**La oferta laboral también registró una importante recuperación durante los últimos meses. Sin embargo, este crecimiento fue menor al de la ocupación, lo cual ha dado lugar a reducciones sostenidas en la tasa de desempleo (TD).** Después de un periodo de relativa estabilidad durante 2021, la tasa global de participación (TGP) registró un crecimiento, tanto en el agregado nacional como en las trece ciudades. Con cifras mensuales desestacionalizadas, la TGP nacional a mayo se ubicó en 63,9 % en el agregado nacional y 65,1 % en las trece principales ciudades, niveles superiores en 1,7 pp y 2,6 pp a los observados en diciembre de 2021. A pesar del crecimiento de la participación laboral, el mayor dinamismo en la creación de empleo ha permitido una caída continua de la tasa de desempleo (TD) en ambos dominios geográficos. Bajo la serie desestacionalizada, en mayo la TD se ubicó en 10,6 % para el total nacional y 11,3 % en las trece principales ciudades (Gráfico 2.12). Estos niveles son inferiores a los observados en diciembre de 2021 en 1,5 pp y 0,9 pp, respectivamente, y son cercanos a los registrados antes de la pandemia.

**En general, los distintos indicadores de demanda sugieren un mercado laboral que estaría más apretado que en 2021. Se estima que la TD nacional continúe descendiendo gradualmente y que en 2022 su promedio se acerque al de 2019.** La *Encuesta Mensual de Expectativas Económicas* (EMEE) del Banco de la República y la *Encuesta de Expectativas de Empleo* de Manpower señalan un incremento importante en las expectativas de contratación por parte de las firmas, ubicándose en niveles históricamente altos desde el cuarto trimestre de 2021. Este comportamiento es acorde con la dinámica observada en los indicadores de vacantes, calculados a partir de avisos clasificados y de ofertas del Servicio Público de Empleo (SPE), que reflejan desde 2021, y especialmente en los últimos meses, una expansión históricamente alta en la demanda de nuevos puestos de trabajo (Gráfico 2.13). Por otro lado, la información derivada de la EMEE también muestra un incremento importante en los cuellos de botella para la contratación en las empresas, con un mayor porcentaje de empresas que expresa tener dificultades a la hora de contratar personal. Lo anterior, junto con la reducción de las tasas de desempleo, sugeriría que en la primera mitad de 2022 el mercado laboral

41 El empleo asalariado, según la definición del DANE, se compone por los obreros y empleados particulares (asalariados privados) y los obreros y empleados del gobierno.

estaría más apretado que lo observado en 2021. Hacia adelante, los pronósticos sugieren que la TD nacional continuará descendiendo gradualmente en lo que resta del año y que su nivel promedio se acerque al de 2019, lo que apunta a un mercado laboral cada vez más apretado.

### 2.3 Evolución y perspectivas de la situación fiscal

**El cambio abrupto en las condiciones macroeconómicas generado por la pandemia del Covid-19 implicó un esfuerzo fiscal extraordinario que se reflejó en un deterioro de las finanzas públicas y en un aumento significativo del endeudamiento.** La pandemia afectó profundamente la actividad económica, al generar desequilibrios sobre las variables externas, las cuentas fiscales, la inflación y la producción nacional. Estos desequilibrios imponen retos importantes a la política económica, en general, y a la fiscal, en particular. Las cuarentenas y los cierres generalizados durante el periodo más crítico de la pandemia condujeron inevitablemente a la contracción de la producción y a la pérdida de una parte del recaudo por impuestos. Para tratar de moderar el impacto social y económico de la crisis sanitaria, así como atender los gastos del sistema de salud que buscaban minimizar los efectos negativos sobre la salud de la población, el Gobierno Nacional Central (GNC) optó por expandir el gasto público con el respaldo financiero del Fondo de Mitigación de Emergencias (FOME), creado para este propósito. La caída del recaudo y la expansión del gasto estatal llevaron el déficit fiscal y la deuda del GNC a niveles elevados. En efecto, al final de 2020 el déficit fiscal del GNC se ubicó en el 7,8% del PIB, mientras que la deuda bruta alcanzó el 64,7% del PIB, lo que representa una variación de 14,4 pp con respecto al valor registrado en 2019. Estas cifras reflejan la magnitud del choque sufrido, que trajo consigo un significativo deterioro de las finanzas públicas.

**El mayor crecimiento económico observado en 2021, reflejo de la recuperación de la demanda interna, impulsó los ingresos tributarios al alza, corrigiendo a la baja el déficit fiscal y la deuda como porcentaje del PIB**. En 2021 se inició un proceso de recuperación de la actividad económica, apoyado por una política monetaria y fiscal contracíclicas. La recuperación económica favoreció el recaudo tributario, lo cual permitió un descenso del déficit fiscal del GNC, que al cierre de 2021 se ubicó en 7,1% del PIB, en tanto la deuda bruta se situó en un 63,8% del PIB, porcentajes inferiores a los de 2020, pero muy superiores a los promedios históricos. A pesar de los mejores resultados fiscales, el mayor endeudamiento y el aumento en la percepción de riesgo del país se reflejaron en la pérdida del grado de inversión y en un incremento gradual de las tasas de interés sobre los títulos de deuda pública colombiana. En efecto, las tasas de interés de los TES de largo plazo se encuentran en niveles cercanos al 11,5%, lo que representa un incremento de 5 pp con respecto al promedio observado en 2019 (6,5%). Este aumento es el resultado, en parte, del elevado nivel de deuda pública y del aumento de las primas de riesgo, y resulta en una carga financiera significativamente más alta para el Presupuesto General de la Nación.

**Los elevados niveles de déficit y de deuda del GNC sugieren la necesidad de un ajuste fiscal, en un entorno de aumento del costo del financiamiento.** La reforma tributaria aprobada a finales de 2021, junto con el dinamismo de la actividad económica observado durante los últimos trimestres, permiten anticipar una mejora de las cuentas fiscales en 2022. En efecto, las proyecciones presentadas en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo* muestran una disminución del déficit fiscal y de la deuda bruta del GNC: al terminar el año estas alcanzarían un 5,6% y 59,1% del PIB, respectivamente[42]. Sin embargo, estos porcentajes todavía son elevados y existen presiones de gasto importantes, particularmente aquellas derivadas de la evolución del

42 Las cifras más recientes de las cuentas económicas institucionales del DANE presentan una clara recuperación del déficit del Gobierno General en el primer trimestre de 2022, el cual en su cifra a doce meses habría llegado al 7,2% del PIB, valor inferior al estimado en diciembre de 2020 (8,6%).



sistema de pensiones, de la atención de los regímenes contributivo y subsidiado de salud, y del acceso de la población migrante a los servicios ofrecidos por el Estado. Aunado a lo anterior, el fuerte incremento de los precios internacionales del petróleo ha generado presiones de gasto al Fondo de Estabilización de los Precios de los Combustibles, las cuales continuaran en tanto no disminuya la brecha existente entre los precios internacionales y nacionales de los combustibles líquidos[43].

**Continuar con la senda de disminución del déficit fiscal es necesario para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas, y requiere de un ajuste apropiado de ingresos y gastos.** Un ajuste fiscal sostenible exige un balance adecuado entre el manejo de los impuestos, cuyo nivel de recaudo es relativamente bajo, y la administración del gasto, que en Colombia se caracteriza por su elevada inflexibilidad. En este contexto, continuar con una senda en la que se disminuya el déficit fiscal y en la que la deuda pública alcance y se mantenga en niveles sostenibles requiere hacer esfuerzos para que los ingresos reflejen mejor el nivel y las características del gasto. Ante presiones persistentes de gasto como las mencionadas, la sostenibilidad de las finanzas públicas exige un incremento de los ingresos que sea permanente y coherente con las condiciones y tendencias ya descritas. Estas decisiones y acciones de política fiscal son fundamentales para la credibilidad de la política macroeconómica y tienen efectos significativos sobre el comportamiento de las variables macroeconómicas y la confianza de los agentes. Ante un choque tan fuerte como el que recibió la economía, estas decisiones tienen incidencia sobre otros frentes de la política económica y, en particular, sobre el actuar de la política monetaria.

**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.** En primer lugar, 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 ha observado en los últimos meses, los resultados fiscales han mejorado, pero las primas de riesgo para Colombia se han incrementado y se han distanciado sistemáticamente de las de otros países emergentes con características similares. Es indispensable asegurar la sostenibilidad fiscal para revertir esta tendencia. En segundo lugar, la trayectoria del déficit fiscal es la variable fundamental para determinar un ajuste equilibrado entre los agentes de la economía. Un proceso de ajuste fiscal que reduzca gradual y oportunamente el déficit y la deuda del GNC minimiza el impacto sobre la actividad económica privada. Posponer la reducción o hacerla de forma insuficiente, cuando esto es necesario, puede resultar en un sobreajuste del sector privado. En este escenario, el aumento de las tasas de interés que debe pagar el gobierno y de las primas de riesgo conllevan a incrementos en la tasa de interés real que debe pagar toda la economía y en presiones de devaluación que limitan el accionar de la política monetaria.

**En 2021 el Congreso de la República y el GNC adoptaron una nueva regla fiscal, la cual fortalece la institucionalidad fiscal, busca otorgar una mayor credibilidad a la política fiscal y propende por el ajuste requerido de las finanzas públicas.** Ante la necesidad de hacer un ajuste fiscal, el GNC, en su más reciente Marco Fiscal de Mediano Plazo, ha planteado una estrategia afín con la trayectoria trazada por la nueva regla, la cual proyecta un ajuste fiscal que obliga a que se converja a meno-

43 "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 período, 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).



res niveles de déficit y de deuda pública en un periodo razonable. Hacia adelante, el cumplimiento de esta regla es fundamental para garantizar la sostenibilidad fiscal y la estabilidad macroeconómica del país.

**Un ajuste fiscal ordenado es prioritario para la estabilidad macroeconómica.** En términos de política fiscal, esto se traduce en decisiones oportunas bajo el estricto cumplimiento de la regla fiscal. Un escenario donde se afronten condiciones macroeconómicas menos favorables o donde se materialicen mayores presiones de gasto generaría un panorama que exigiría mayores esfuerzos fiscales para continuar con la reducción del déficit y la deuda. Posponer el ajuste fiscal requerido disminuye las posibilidades de que este sea gradual y ordenado, y puede condicionar la respuesta de política monetaria al limitar su capacidad para suavizar las fluctuaciones macroeconómicas. La celeridad de este ajuste es fundamental ante la mayor exposición del país al riesgo de tasas de interés y el fin del periodo prolongado de excesos de liquidez.

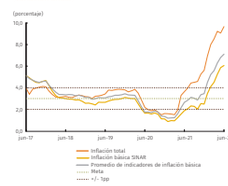


## 3. Inflación y decisiones de política monetaria

### 3.1 Evolución y perspectivas de la inflación

**Los precios al consumidor en Colombia siguieron sometidos a presiones alcistas en el primer semestre del año, lo que llevó a la inflación a alcanzar niveles elevados y similares a los registrados a mediados de la década pasada.** A junio la inflación anual al consumidor se situó en el 9,67%, significativamente mayor que la registrada a finales del año pasado (5,62%), y cuya trayectoria reciente ha venido sorprendiendo al equipo técnico del Banco de la República y a la mayoría de los analistas del mercado. Una tendencia alcista importante, pero de menor magnitud, se observó en los diversos indicadores de inflación básica; en particular, la inflación sin alimentos ni regulados cerró el primer semestre en el 6,06% (frente al 2,49% de diciembre de 2021) (Gráfico 3.1). Niveles similares de inflación total y básica no se observaban desde 2016.

Gráfico 3.3
Índice de precios al consumidor (IPC)
(variación anual)




Fuente: DANE; cálculos el Banco de la República.

**La invasión de Rusia a Ucrania continúa generando choques alcistas sobre los precios de los alimentos, los cuales se sumaron a las presiones por cuenta de la evolución de la pandemia.** La mayor contribución al aumento de la inflación anual al consumidor durante el primer semestre de 2022 provino de los precios de los alimentos, cuya variación anual presentó una fuerte tendencia alcista y cerró junio en un 23,65%. Desde mediados del año pasado este indicador empezó a ser afectado por los problemas logísticos y de suministro a causa de la pandemia, lo que generó alzas considerables en los precios internacionales de los insumos y las materias primas agropecuarias. Hasta junio de 2022 todos estos choques seguían transmitiéndose a los precios de los alimentos en Colombia. Por otro lado, la invasión de Rusia a Ucrania a finales de febrero profundizó los problemas de suministro de materias primas e insumos agrícolas en el mundo, lo que elevó aún más los precios internacionales, en contravía de las caídas esperadas. Estos aumentos sorpresivos, reforzados por la depreciación acumulada del peso, se empezaron a transmitir a los precios internos de los alimentos con mayor intensidad durante el segundo trimestre del año. No obstante, en lo que resta de 2022 y en todo 2023 se sigue esperando que estas presiones externas empiecen a ceder y marquen una tendencia decreciente en el ajuste anual del IPC de los alimentos.

**Además de los externos, diversos factores internos también han afectado los precios de los alimentos.** Las dificultades generadas por los bloqueos viales de mayo de 2021 llevaron a la destrucción de buena parte del capital avícola, así como al retraso en las faenas de siembras, fertilización y control de plagas y malezas que ocasionaron el desabastecimiento de algunos tubérculos, hortalizas y frutas durante todo 2021 y parte de 2022. Adicionalmente, los alimentos perecederos han tenido fuertes alzas por cuenta de factores climáticos que han implicado afectaciones adversas en el ciclo productivo, y aumentos en los costos de producción y comercialización, en un entorno de mayores costos de los insumos agrícolas y del transporte. En

lo que resta de 2022 y en 2023 a la disminución en las presiones externas se sumaría la recuperación y estabilización de la oferta interna por cuenta de unas condiciones climáticas más favorables y la plena normalización del ciclo agropecuario después de las afectaciones de los bloqueos de 2021, lo que en conjunto favorecería una reducción en el ajuste anual del IPC de alimentos.

**El aumento en las expectativas de inflación y una indexación de precios y salarios a tasas más altas se han reflejado en alzas en los precios para un amplio conjunto de bienes y servicios.** Esto, junto con una demanda muy dinámica, ha generado ajustes importantes al alza en varios renglones del IPC durante el primer semestre de 2022. Las presiones externas se estarían transmitiendo con mayor intensidad hacia la canasta de servicios, dados los ajustes en los precios de las comidas fuera del hogar, las cuales también estarían siendo afectadas por los altos precios de los alimentos y el ajuste del salario mínimo. Por otro lado, las mayores expectativas de inflación y una indexación a niveles más altos de inflación estarían generando presiones, especialmente en los precios de los arriendos y los servicios de educación, salud y administración, en un entorno de señales de excesos de demanda. Las presiones externas y su impacto en los costos de producción y comercialización habrían sustentado, en mayor medida, el incremento registrado desde febrero de este año en la canasta de bienes. Por último, es importante señalar que las sendas de inflación tanto para bienes como para servicios seguirían reflejando la volatilidad asociada con los días sin IVA y con la terminación de los alivios en impuestos indirectos asociados con la emergencia sanitaria, finalizada el 30 de junio.

**Los precios de los regulados han presentado ajustes altos como resultado de los mecanismos de indexación tarifaria al IPC y al IPP, a pesar de los escasos aumentos de los precios internos de los combustibles.** Desde mediados de 2021 la variación anual del IPC de regulados ha tenido incrementos sustanciales, ubicándose en 9,80 % al cierre del primer semestre de 2022. Lo anterior ha reflejado las presiones alcistas provenientes de los precios internacionales de algunas materias primas, la tasa de cambio y la activación de mecanismos de indexación (al IPC e IPP, entre otros), los cuales inciden en las fórmulas tarifarias de los servicios públicos y otros regulados. Adicionalmente, los ajustes tarifarios estarían siendo impactados por la transmisión de costos asociados con inversiones y por la reposición de pérdidas que han realizado algunas empresas prestadoras de servicios públicos, en particular las de energía eléctrica. Algunos de estos factores seguirán presentes en lo que resta de 2022, haciendo que su variación anual se sostenga en niveles altos.

**Las expectativas de inflación siguieron aumentando en el primer semestre del año y en junio se mantuvieron por encima de la meta del 3 % a diferentes horizontes, aunque a mediano plazo siguen mostrando una tendencia decreciente.** En particular, la medición obtenida a partir de la mediana de las expectativas de los analistas económicos, registrada en la encuesta mensual del Banco de la República aplicada entre el 6 y el 12 de julio, sugiere una inflación para finales de 2022 del 9,2 %. No obstante, para finales de 2023, según los resultados de la encuesta, esta medida se reduciría al 5,2 %. Por su parte, con información al 18 de julio, las expectativas estimadas con base en los bonos de deuda pública (*breakeven inflation*, BEI), ajustados por las primas de riesgo inflacionario y de liquidez, muestran unas expectativas de inflación, que a dos, tres y cinco años se ubican en el 4,9 %, 4,7 % y 4,3 %, respectivamente.

**La inflación total anual dejaría de aumentar en el segundo semestre del año y empezaría a descender en 2023.** De acuerdo con las estimaciones del equipo técnico, la inflación se mantendría en niveles superiores al 9 % en lo restante de 2022, y se reduciría gradualmente desde comienzos de 2023. Estas estimaciones tienen en cuenta el accionar de la política monetaria, que ayudaría a moderar el crecimiento de la demanda agregada y reduciría el riesgo de desanclaje de las expectativas a la meta del 3 %. También, se espera que la reducción en la inflación sea apoyada por la dilución de los efectos de los choques externos e internos ya mencionados. No obstante, la reversión de los alivios decretados en el marco de la pandemia y de los días sin IVA generarían aumentos transitorios de precios y volatilidad en la inflación.



**El desarrollo de la invasión de Rusia a Ucrania y de la pandemia en distintas economías generan una alta incertidumbre sobre la evolución de las presiones inflacionarias provenientes del exterior y conllevan riesgos alcistas sobre los precios en Colombia.** Además, no se puede descartar que los problemas en las cadenas de suministro se prolonguen por cuenta de la evolución de la pandemia y la continuidad en la política de cero tolerancia frente al Covid-19 por parte de China, así como por un mayor escalamiento de la invasión de Rusia a Ucrania, con sus consecuencias sobre los precios de las materias primas, en particular sobre el precio internacional del petróleo. Con respecto a este último, en la actualidad existe una amplia diferencia entre el precio externo e interno de los combustibles, la cual ha ampliado el déficit del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC). En este sentido, además de la incertidumbre sobre la evolución del precio internacional del petróleo, la evolución de la inflación futura es especialmente sensible a los cambios en los precios internos de los combustibles que se aprueben este y el próximo año.

### 3.2 Decisiones de política monetaria

**El ajuste actual de la política monetaria global se está dando después de un periodo prolongado de amplia liquidez y de tasas de interés inusualmente bajas.** Ese periodo se inició por la respuesta a la crisis financiera de 2008, en el cual la Reserva Federal (Fed) de los Estados Unidos implementó una postura fuertemente expansiva de la política monetaria. Así, incrementó significativamente la liquidez mediante las compras de bonos de deuda pública y privada[44] y redujo rápidamente la tasa de interés de política a niveles entre el 0 % y 0,25 %[45]. Desde 2014 la Fed inició una fase de normalización de su política monetaria que se extendió hasta 2019[46]. De esta manera, después de más de una década de condiciones crediticias globales holgadas, el buen dinamismo del consumo, la inversión y empleo apuntaban a la finalización del periodo de amplia liquidez y de tasas bajas en el mundo. Sin embargo, con la llegada de la pandemia del Covid-19, el proceso de normalización de la política monetaria en los Estados Unidos se revirtió.

**El periodo global de amplia liquidez y bajas tasas de interés propició la acumulación de desbalances macroeconómicos, que derivó en riesgos considerables para las economías emergentes**: las primas de riesgo se redujeron y los activos financieros se valorizaron significativamente. La amplia liquidez permitió que los gobiernos de algunos países aumentaran su gasto y, en consecuencia, su deuda pública, la cual pudo emitirse a un costo particularmente bajo. También, pudo haber promovido inversiones en sectores y activos con mayores niveles de riesgo. Así, buena parte de las economías emergentes aumentaron su *stock* de capital agregado y su posición financiera externa neta se hizo excepcionalmente negativa, lo que aumentó su nivel de endeudamiento. Por ejemplo, según las cifras del FMI, la deuda pública bruta como porcentaje del PIB de los países emergentes y en vías de desarrollo pasó del 33,6 % en 2008 al 53,9 % en 2019[47].

**La pandemia generó un colapso de la economía global e implicó respuestas de política fiscal y monetaria que ampliaron significativamente la liquidez internacional**

44 Periodo llamado *quantitative easing*.

45 Otros bancos centrales de países desarrollados, como el de Inglaterra y el Banco Central Europeo, implementaron medidas similares.

46 En 2014 dejó de incrementar su hoja de balance y desde finales de 2015 la Fed inició un ciclo de aumentos en su tasa de interés de política hasta situarla en 2019 en niveles cercanos a la tasa de interés neutral.

47 En el caso de Latinoamérica y el Caribe se situaron en el 45,8 % y 68,7 %, respectivamente.



**e implicaron desbalances fiscales importantes.** La respuesta contracíclica de los gobiernos y sus bancos centrales para enfrentar la crisis generada por el Covid-19 y paliar sus efectos humanitarios y económicos fue rápida y de magnitudes históricamente grandes. La respuesta adoptada, sin embargo, acentuó aún más algunas de las distorsiones del periodo previo y resultó en un aumento significativo de la liquidez global, de los precios de activos riesgosos, y de los desbalances fiscales y del endeudamiento público en muchos países. En el caso de los países emergentes y en vías de desarrollo, la deuda bruta como porcentaje del PIB volvió a incrementarse y alcanzó un 65,1 % en 2021, según datos del FMI. Para Latinoamérica y el Caribe este indicador se ubicó en el 72 % para dicho año.

**Desde finales de 2021 la inflación global y sus expectativas se incrementaron y se alejaron de las metas y, como respuesta, una gran parte de los bancos centrales comenzó a ajustar la política monetaria.** El aumento de la inflación, originado en principio por las presiones de costos sobre los precios y por los problemas de oferta debido a la pandemia del Covid-19, se ha acentuado recientemente por los efectos de la invasión de Rusia a Ucrania. Así, en la medida en que estos choques se han hecho más persistentes, ha aumentado el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación respecto a las metas fijadas por los bancos centrales. Esto se ha dado en un entono de recuperación dispar de la actividad económica global, de bajas tasas de interés, de amplia liquidez y de un significativo estímulo fiscal. Ante este contexto macroeconómico, desde mediados de 2021 varias economías emergentes empezaron a incrementar la tasa de interés de política. Les siguieron los principales bancos centrales de países desarrollados que iniciaron su ajuste en lo corrido 2022. El aumento de la tasa de interés de la Fed y la disminución de su hoja de balance han presionado al alza las primas de riesgo de los países emergentes, comportamiento más acentuado en aquellas economías que presentan desequilibrios importantes, por ejemplo, en su cuenta corriente o en sus finanzas públicas. Para lo que resta del año se espera que la Fed siga disminuyendo los niveles de liquidez y aumentando su tasa de interés de política. Los altos niveles de endeudamiento de las economías emergentes, junto con el aumento de las tasas de interés internacionales[48] en el presente año, se ha reflejado en un incremento en el costo de financiamiento público de estos países, incluido Colombia. Lo anterior, en un entorno de amplia incertidumbre sobre los nuevos niveles de largo plazo del crecimiento del producto y de la tasa de interés en varias economías. También, de discusiones en sus bancos centrales sobre la naturaleza y persistencia de los choques inflacionarios y los posibles cambios en los procesos de formación de expectativas y de indexación de precios, entre otros retos. Todo esto, en un contexto en el que el desequilibrio fiscal de algunos países emergentes limita el accionar de la política monetaria para controlar la inflación.

**En el caso de 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.

48 El aumento de los indicadores de riesgo de las economías emergentes se refleja en un incremento de la tasa de interés de financiamiento. El promedio del EMBI entre 2009 y 2019 fue de 343,1 pp, mientras que para lo corrido de 2022 a junio fue de 437,1 pp.



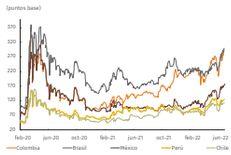
**En lo corrido de 2022 la JDBR aceleró el proceso de ajuste de la política monetaria iniciado en septiembre pasado. A futuro el ritmo de ajuste dependerá de la información disponible.** En el primer semestre de 2022 la dinámica de la actividad económica continuó sorprendiendo al alza y los pronósticos sugieren un nivel de producto mayor que el estimado a inicios de año, el cual continuaría superando la capacidad productiva de la economía en lo que resta de 2022. La inflación se aceleró más allá de lo esperado y se mantuvo muy por encima de la meta del 3 %. Los altos registros en las medidas de inflación básica y en todos los grandes grupos del IPC confirman una difusión significativa de los incrementos de precios. Los choques internacionales de costos y de precios, intensificados por la invasión de Rusia a Ucrania, resultaron más persistentes de lo estimado y siguen contribuyendo a mantener la inflación en niveles altos. A esto se suman los efectos de la indexación, el cierre de los excesos de capacidad productiva, las expectativas de inflación que siguen aumentando y que superan el 3 %, las presiones acumuladas sobre los precios provenientes de la tasa de cambio, y una recuperación del mercado laboral a niveles que dejan de ser una fuente de presión a la baja para la tasa de inflación. Ante este diagnóstico macroeconómico, la JDBR decidió aumentar el ritmo de ajuste de la política monetaria y en cada una de sus reuniones de enero, marzo y abril incrementó la TPM en 100 pb, mientras que en la de junio lo hizo en 150 pb, para situarla en 7,5 %[49]. Este mayor ritmo de ajuste, compatible con la fortaleza que viene mostrando la actividad económica, posiciona más rápidamente a la política monetaria en una senda que reduzca la inflación y contribuye para que esta converja a la meta en el mediano plazo. No obstante, cabe resaltar que la efectividad de la política monetaria para el control de la inflación depende, en parte, del estado general de la economía y de las acciones de otras políticas públicas. En este sentido, las medidas que propendan por un ajuste ordenado de los desbalances macroeconómicos del país y por mejorar la eficiencia de los mercados, podrían contribuir a potenciar el accionar de la política monetaria y hacer menos lento el proceso de convergencia de la inflación a la meta. En adelante, el ritmo de ajuste de la política monetaria dependerá de la nueva información disponible.

**A principios de abril de 2022 el Banco de la República retornó a un esquema de operaciones de liquidez en condiciones de normalidad, incorporando algunas mejoras**. En 2020 la JDBR adoptó una serie de medidas para asegurar la liquidez de la economía y de los mercados financieros como respuesta a los riesgos y efectos adversos asociados con la pandemia del Covid-19. Lo anterior implicó la puesta en marcha de nuevos mecanismos de provisión de liquidez y ajustes a las condiciones de algunos instrumentos con los que contaba el Banco de la República para regular la liquidez de la economía y facilitar el normal funcionamiento de los mercados financieros y del sistema de pagos, en un ambiente de extraordinaria tensión. Teniendo en cuenta las condiciones de liquidez de los mercados financieros del país y propendiendo por el adecuado funcionamiento del sistema de pagos, la JBDR decidió ajustar a condiciones de normalidad el esquema de las operaciones de liquidez del Banco de la República a partir del 4 de abril de 2022. Dichas operaciones retornaron a como operaban antes de marzo de 2020, con tres cambios que las fortalecen, como se explica en el Recuadro 1. En este contexto, en dicha fecha también se suspendieron las subastas de operaciones de expansión transitoria instrumentadas con títulos de deuda privada y pagarés, así como las instrumentadas con deuda pública a plazos de nueve meses y un año. Estos mecanismos se podrán activar cuando la situación de liquidez de la economía lo requiera.

49 Al cierre de este informe la JDBR en su sesión del 29 de julio decidió incrementar en 150 pb la tasa de interés de política monetaria llevándola a 9,0%.

# 4. Evolución y perspectivas de los mercados financieros y de crédito

Gráfico 4.1
Prima de riesgo (CDS a cinco años) para algunas economías de la región




Fuente: Data License, Bloomberg.

Gráfico 4.2
Índice de tasas de interés en algunas economías de la región




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

Gráfico 4.3
Tasas cero cupón TES en pesos por plazo, índice de deuda privada y tasa de política monetaria




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

## 4.1 Mercados financieros locales

### 4.1.1 Mercado de deuda y accionario

**Durante lo corrido de 2022 en Colombia se ha registrado una alta volatilidad de los mercados financieros y de la percepción de riesgo ante el contexto externo, y la incertidumbre frente al resultado electoral y a las políticas de ajuste que emprenda el gobierno electo.** Además de los factores que impactaron las medidas de prima de riesgo en los mercados emergentes, en Colombia la mayor percepción de riesgo estuvo asociada, principalmente, con la incertidumbre en torno al desarrollo de las elecciones legislativas y presidenciales durante el primer semestre del año. Asociado con lo anterior, la incertidumbre en torno a las políticas de ajuste de los desequilibrios fiscal y externo puede estar contribuyendo con la volatilidad de los mercados financieros locales (Gráfico 4.1).

**Las tasas de interés de los títulos de deuda pública y privada en Colombia han aumentado como resultado, principalmente, de la mayor percepción de riesgo del país y de las presiones inflacionarias globales.** 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 han presentado desvalorizaciones importantes durante lo corrido del año, fenómeno asociado, en parte, con la continuación del retiro del estímulo monetario que inició el Banco de la República en septiembre de 2021 (Gráfico 4.2). Estas desvalorizaciones han sido superiores a las observadas en otros países, tanto en los títulos en moneda local (desvalorizaciones de 380 pb frente a 190 pb en Estados Unidos y 160 pb en la región) como en moneda extranjera (desvalorizaciones de 290 pb frente a 210 pb en la región). Lo anterior, como consecuencia de la incertidumbre en torno al proceso electoral y a las políticas de ajuste que emprenda el Gobierno electo (Gráfico 4.3).

**Las desvalorizaciones de los títulos de deuda pública en moneda local habrían sido mitigadas por la demanda de estos títulos por parte de los inversionistas extranjeros, principalmente desde marzo.** Desde ese mes los ingresos de capital extranjero en el mercado de deuda pública local han sido de COP11.648 mm[50], en contraste con las salidas de COP1.700[51] mm durante los primeros dos meses del año. Esto puede estar explicado, en parte, por el aumento de los diferenciales de largo plazo de las tasas de interés de los TES y los Tesoros de los Estados Unidos. Para el plazo de diez años este diferencial ha aumentado desde 700 pb a inicios del año hasta 900 pb al 30 de junio.

50 Con información hasta el 30 de junio las compras de títulos de deuda pública local en el mercado de contado por parte de inversionistas extranjeros han sido de COP6.540 mm y COP3.098 mm de TES pesos y UVR, respectivamente. En cuanto al mercado de futuros, su posición compradora ha aumentado en COP2.010 mm, correspondientes a compras por COP869 mm y COP1.141 mm de *non delivery forwards* (NDF) de TES pesos y UVR, respectivamente.



**Durante el año el mercado accionario local ha presentado desvalorizaciones, acordes con el comportamiento de la mayoría de los mercados accionarios de la región, mientras que se han observado compras por parte de inversionistas extranjeros.** El índice MSCI Colcap ha caído un 6,2% en lo corrido del año (al 30 de junio), influenciado por los factores locales e internacionales mencionados. Por su parte, entre enero y junio los inversionistas extranjeros han comprado en neto COP885 mm[3], mientras que en el mismo periodo del año pasado habían vendido en neto COP1.248 mm.

**El desempeño de los mercados financieros locales dependerá de la evolución del entorno internacional, del dinamismo de la actividad económica y el empleo, de las decisiones de política monetaria del Banco de la República y de la senda de ajuste fiscal y externo que emprenda el Gobierno electo.** Los mercados financieros locales recibieron de manera positiva las perspectivas fiscales publicadas por el Gobierno en el reciente Plan Financiero y en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo* (MFMP). En este último se evidencia que la rápida recuperación económica ha traído consigo un mayor recaudo tributario y unas proyecciones más favorables para las necesidades de financiación, las sendas de deuda pública y el déficit fiscal como proporción del PIB. Hacia adelante, además del entorno internacional, el desempeño de los mercados financieros locales continuará estando influenciado por las perspectivas de recuperación económica e inflación, por las decisiones que tome el Banco de la República con base en estas perspectivas, y por las reformas que proponga el próximo gobierno, las cuales, a su vez, tendrán un impacto sobre las sendas de ajuste fiscal, monetario y externo del país.

### 4.1.2 Mercado cambiario

**Para lograr el objetivo de mantener una tasa de inflación baja y estable y alcanzar el máximo nivel sostenible del producto y el empleo, el Banco de la República sigue un esquema de inflación objetivo[52] 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) es una variable de ajuste ante choques externos, lo que permite, por ejemplo, que las exportaciones se ajusten frente a las importaciones, tal como se evidenció en 2021, cuando la depreciación de la tasa de cambio impulsó las exportaciones no tradicionales, mejorando la posición comercial del país y su actividad económica; 2) permite utilizar de forma independiente la tasa de interés como un instrumento para acercar la inflación y el producto a sus valores deseados, y 3) la volatilidad propia de la flotación estimula el desarrollo del mercado de coberturas, lo cual es importante para mantener la estabilidad financiera.

**Durante lo corrido de 2022 el peso colombiano ha presentado un comportamiento volátil. En particular, a partir de junio se ha observado una depreciación importante por parte del peso frente a la mayoría de las monedas de la región.** La mayor depreciación del peso colombiano se observó finalizando el segundo trimestre de 2022, acorde con el fortalecimiento del dólar en el contexto global, e influenciado por un

51 Durante este periodo las compras netas de títulos de deuda pública local en el mercado de contado por parte de inversionistas extranjeros corresponden a compras de COP1.785 mm de TES pesos y ventas de COP257 mm de TES UVR. En cuanto al mercado de futuros, su posición compradora disminuyó en COP3.228 mm, correspondientes a ventas de COP188 mm y COP3.040 mm de NDF de TES en pesos y UVR, respectivamente.

52 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.



Gráfico 4.4
Tasa de cambio nominal de Colombia vs precios del petróleo




Fuente: Data License, Bloomberg. Datos al 30 de junio de 2022.

Gráfico 4.5
Tasa de política monetaria (TPM), tasa interbancaria (TIB) e IBR (*overnight*, a 1, 3 y 6 meses)




Fuentes: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia (Formato 441).

entorno internacional menos favorable para activos riesgosos y una disminución en los precios del petróleo. También se sumaron factores locales, como la incertidumbre en relación con las políticas económicas que empleará el gobierno entrante y la persistencia de las presiones inflacionarias (véase la subsección 3.1 de este *Informe*). Estos factores locales generaron que el peso colombiano presentara un peor desempeño frente a la mayoría de sus pares en la región. Se destaca que, hasta mayo, la depreciación de la moneda estuvo contenida por el incremento del precio del petróleo[53] (Gráfico 4.4), la presencia de flujos de oferta de divisas relacionados con las distintas OPA y con los pagos de impuestos de grandes contribuyentes, así como por la oferta neta de dólares por parte de los inversionistas extranjeros en el mercado *spot* y *forward*.

## 4.2 Intermediación financiera de los establecimientos de crédito

**Las tasas de interés del mercado a plazo *overnight* se incrementaron, de la mano de los aumentos en la tasa de interés de política monetaria (TPM). Las tasas IBR a plazos superiores lo hicieron en mayor proporción, anticipando subidas adicionales en la TPM.** 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 de los aumentos de la TPM, en la reunión de la Junta Directiva de septiembre de 2021, estas tasas han permanecido cerca de la tasa de interés de referencia. Para los plazos a uno, tres y seis meses, las tasas IBR empezaron a incrementarse desde marzo de 2021 y aceleraron su ritmo de aumento en lo corrido de 2022, en un entorno de mayores expectativas de inflación. Entre enero y junio del año en curso, estas tasas en promedio subieron más de 380 pb[54], lo que reflejó mayores expectativas de inflación y de incrementos en la TPM en los próximos meses (Gráfico 4.5).

**La transmisión de los incrementos en la TPM a las tasas de interés de captación y de colocación se estaría dando con mayor rapidez que en ciclos anteriores.** La transmisión de los aumentos de la TPM a las tasas de captación a plazo y de colocación en este ciclo ha sido más que proporcional en el caso de las tasas de CDT y de los créditos comerciales y de consumo. Algunos estudios realizados para Colombia[55] indican que el tiempo estimado para una transmisión completa frente a cambios en la tasa de política monetaria usualmente está entre un año, y año y medio para las tasas de interés de los depósitos, y un poco más para las tasas de los créditos. No obstante, estas estimaciones tienen un alto grado de incertidumbre. Históricamente, la modalidad comercial es la que ha

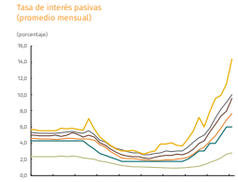
53 Al 30 de junio de 2022 el precio del petróleo Brent aumentó 48% y el del WTI 41% con respecto al cierre de 2021. La correlación entre el peso colombiano y el precio del petróleo Brent fue de -0,91 en el primer trimestre de 2022 y -0,30 en el segundo trimestre.

54 La tasa IBR a un mes aumentó en lo corrido de 2022 en 381 pb, a tres meses en 442 pb y a seis meses en 474 pb.

55 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 de Política Monetaria* de abril de 2021, para un resumen de distintos estudios.



Gráfico 4.6
Tasa de interés pasivas
(promedio mensual)




Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (formato 441); cálculos del Banco de la República. Información al 30 de junio de 2022.

presentado una transmisión más rápida, mientras que las de adquisición de vivienda son las que toman más tiempo. Entre los factores que podrían haber incrementado la velocidad de la transmisión en este ciclo se encuentran la expectativa de incrementos adicionales en la TPM, el aumento de la inflación y de sus expectativas, y el mayor dinamismo de la actividad económica y de la demanda de crédito. Para las tasas de CDT, además, puede haber tenido alguna influencia la implementación plena de la regulación de liquidez estructural (coeficiente de fondeo estable neto, CFEN[56]) a partir de marzo.

**Los incrementos en la TPM realizados entre septiembre de 2021 y junio de 2022 se han transmitido a las tasas de interés de captación en los depósitos a plazo**. La tasa agregada de captación a través de CDT se incrementó en 698 pb desde septiembre de 2021, con aumentos mayores a la TPM para todos los plazos[57], principalmente en los plazos mayores a un año, debido, en parte, al aumento en la participación de las emisiones a plazos más largos (más de cinco años)[58]. Además, la tasa de interés de las cuentas de ahorro se incrementó en 187 pb frente a septiembre de 2021[59] (Gráfico 4.6).

**Los ajustes en la TPM también se han transmitido a las tasas de crédito.** Desde septiembre de 2021 y durante el primer semestre de 2022 las tasas de las modalidades comercial, consumo y tarjeta de crédito aumentaron más que la TPM, mientras que para adquisición de vivienda y microcrédito subieron en menor magnitud[60]. Para las dos principales modalidades, comercial y consumo, que representan más del 80% de los desembolsos de cartera, los incrementos en las tasas fueron los más altos (565 pb para comercial y 548 pb para consumo desde septiembre de 2021, y 469 pb y 466 pb, en su orden, en lo corrido del

56 Con el objetivo de complementar la medición y gestión del riesgo de liquidez de los EC, la SFC, por medio de la Circular Externa 019 de 2019, impartió las instrucciones relacionadas con la construcción del coeficiente de fondeo estable neto (CFEN). Este indicador permite identificar la estructura y gestión estratégica del balance de los EC, en términos de su estabilidad, con el propósito de limitar la alta dependencia a fuentes de financiación inestables que puedan exacerbar el riesgo de liquidez en el largo plazo.

57 Entre septiembre de 2021 y junio de 2022 el incremento de la TPM fue de 425 pb (sin incluir el aumento de 150 pb de la reunión del 30 de junio). En ese periodo la tasa de CDT menores a un año subió en 555 pb, entre seis y doce meses en 691 pb y para más de doce meses en 1069 pb (tomando los datos promedio ponderados por monto del mes).

58 Con información de los CDT emitidos en la BVC, a junio de 2022 la participación de plazos mayores a cinco años fue 9,0%, mientras que en 2020 y 2021 la participación era cercana al 0%.

59 Entre septiembre de 2021 y junio de 2022, el aumento de la tasa de interés de los depósitos de ahorro de personas jurídicas fue de 278 pb, el de entidades oficiales de 234 pb y el de personas naturales de 9 pb.

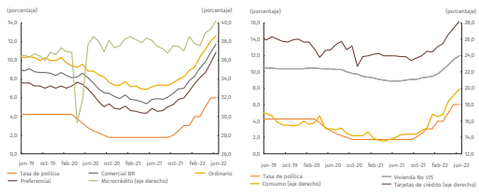
60 Las tasas agregadas de los créditos del mes de junio de 2022 se calcularon con información hasta la semana con corte al 24 de junio, debido a que al momento de redactar este informe aún no estaban disponibles los datos de la última semana de junio. Lo anterior obedeció al cambio del instrumento de recolección de esta información decretado por parte de la Superintendencia Financiera. Teniendo en cuenta lo anterior, entre septiembre de 2021 y junio de 2022 la tasa para adquisición de vivienda de interés social subió 262 pb, la de vivienda distinta de interés social 293 pb y la de microcrédito 347 pb.

año)[60] (Gráfico 4.7, panel A). En términos reales, a junio de 2022 todas las tasas, tanto de captación como de créditos, fueron superiores a sus niveles observados a finales de 2021, pero aún se encontraban en niveles que se pueden calificar como bajas (Gráfico 4.7, panel B).

Gráfico 4.7
Tasas de interés activas
(promedio mensual ponderado por monto)

A. Tasas nominales

I. Créditos a las empresas

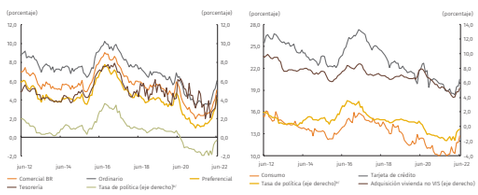



II. Créditos a los hogares




B. Tasas reales *ex ante*[a/]

I. Créditos a las empresas




II. Créditos a los hogares



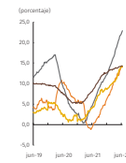

a/ Se utiliza el promedio de varias medidas de expectativas de inflación como deflactor (a un año obtenida de la encuesta mensual a analistas financieros; a un año obtenida de la encuesta trimestral de expectativas económicas; las BEI a dos y tres años, y la *forward* BEI de dos y tres años).
b/ La tasa de política corresponde a la establecida por la JDBR en la reunión del mes; las demás tasas corresponden al promedio del mes (ponderado por monto).
Nota: las tasas de los créditos de junio de 2022 se calcularon con información hasta la semana con corte al 24 de junio, debido a que al momento de redactar este informe aún no estaban disponibles los datos de la última semana de junio. Lo anterior obedeció al cambio del instrumento de recolección de esta información por parte de la Superintendencia Financiera.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (formato 088); cálculos del Banco de la República.

61 Para las distintas submodalidades, entre septiembre de 2021 y junio de 2022 el aumento de las tasas de interés fue: preferencial 584 pb, ordinario 528 pb, tesorería 407 pb, consumo por libranza 261 pb y distintos de libranza en 613 pb. Además, para tarjeta de crédito el incremento fue de 452 pb. Véase nota anterior.

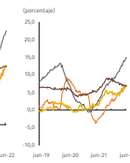


Gráfico 4.8
Crecimiento anual de la cartera bruta por modalidad

A. Variación porcentual anual nominal

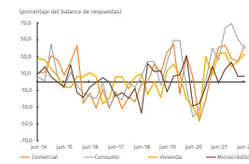



B. Variación porcentual real anual[a/]



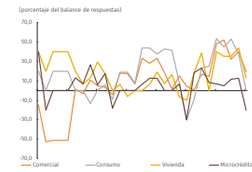

a/ Deflactado con IPC sin alimentos.
b/ Incluye ajustes por titularización de cartera hipotecaria.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (formato 281); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.9
Percepción de la demanda de crédito para los bancos




Fuente: *Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia*, junio de 2022; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.10
Cambio en la oferta de nuevos créditos por modalidad




Fuente: *Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia*, junio de 2022; cálculos del Banco de la República.

**En lo corrido de 2022 se aceleró el crecimiento del crédito, especialmente en la modalidad de consumo, acorde con la recuperación de la actividad económica.** Durante 2022 los desembolsos de cartera han mostrado mayor dinamismo, en comparación con lo registrado en 2021 en todas las submodalidades de crédito, excepto en libranzas y adquisición de vivienda diferente de VIS. Como resultado, el saldo de todas las modalidades de crédito se aceleró en términos nominales y reales (con excepción de la cartera de vivienda, que en términos reales experimentó una leve desaceleración). A junio de 2022, la información preliminar indica que la cartera bruta en moneda legal de los establecimientos de crédito (EC) ascendería a cerca de COP592 billones, con un crecimiento nominal anual de 16,9 % y real de 9,4 %.[62] (Gráfico 4.8).

**En el segundo trimestre del año la percepción de los bancos sobre la demanda de crédito continúo ubicándose en niveles históricamente altos, mientras que la percepción respecto de la oferta de crédito se debilitó para todas las carteras.** Los resultados del Reporte Sobre la Situación del Crédito del Banco de la República con corte a junio de 2022 muestran una reducción de la diferencia entre el número de entidades que percibió aumentos de demanda y aquellas que percibieron disminuciones (indicador de percepción) en las modalidades de consumo y microcrédito; sin embargo, ambas se ubican aún en terreno positivo. Por su parte, para las carteras comercial y de vivienda el indicador aumentó (Gráfico 4.9). En cuanto a la oferta de crédito, el indicador de percepción disminuyó en todas las modalidades, al tiempo que las exigencias para otorgar nuevos créditos incrementaron (Gráfico 4.10).

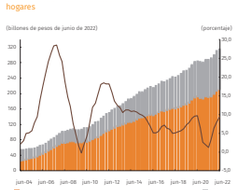
**El endeudamiento de las firmas y los hogares continúa en niveles históricamente elevados. No obstante, los indicadores de riesgo de crédito siguen presentando mejorías.** En los meses más recientes, el endeudamiento de los hogares, que se ralentizó durante la emergencia sanitaria, retomó la senda de crecimiento acelerado que venía presentando hasta 2019 (Gráfico 4.11, panel A). Como resultado, el indicador de deuda sobre ingresos se ubica en máximos históricos (Gráfico 4.11, panel B). Este mayor endeudamiento, junto con indicadores de carga financiera que también se ubican en niveles históricamente elevados, supone un mayor riesgo ante la materialización de un choque a los ingresos de los hogares (Gráfico 4.12). Por su parte, si bien los indicadores de endeudamiento del sector corporativo privado también se ubican cerca de su máximo histórico (Gráfico 4.13), su endeudamiento como porcentaje del PIB (más de la mitad corresponde a crédito en pesos) se redujo durante 2021 y el primer trimestre de 2022. Esta tendencia podría haberse revertido en el segundo trimestre, como consecuencia del incremento en el saldo de la cartera comercial (que a pesar de ser la modalidad con menor crecimiento, se expande a un ritmo mayor al del PIB) y del efecto de la depreciación del peso colombiano sobre los pasivos en moneda extranjera del sector corporativo (gráficos 4.8 y 4.13). Adicionalmente, en un contexto de reactivación económica, y después de la finalización en agosto de 2021 del Programa de

62 Usando como deflactor el IPC sin alimentos.

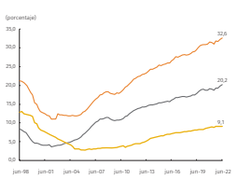


Gráfico 4.11
Endeudamiento de los hogares

A. Cartera real[a/] de los establecimientos de crédito a los hogares

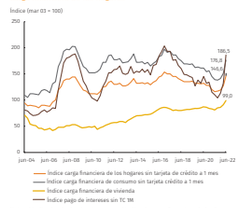



B. Indicador de deudo sobre ingreso (DTI)



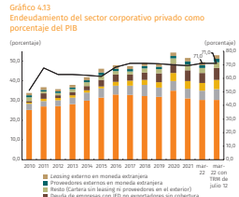

Nota: la información de la Superintendencia de la Economía Solidaria y de la Titularizadora Colombiana tiene corte a marzo de 2022. En el dato a junio de 2022 del panel A se han mantenido los valores reportados de esta fuente a marzo.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, DANE, Superintendencia de la Economía Solidaria y Titularizadora Colombiana; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.12
Carga financiera de los hogares




Nota: el indicador de deuda a ingreso y el índice de carga financiera de los hogares de junio de 2022 fueron calculados utilizando estimativos del ingreso de los hogares del segundo trimestre de 2022 realizados por el equipo técnico del Banco de la República a partir de la información disponible con corte a marzo del mismo año.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.13
Endeudamiento del sector corporativo privado como porcentaje del PIB




Nota: la información proveniente de la Superintendencia de Sociedades más reciente corresponde al corte de diciembre de 2020. En los datos a marzo de 2022 se han mantenido los valores reportados de esta fuente a 2020.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, Superintendencia de Sociedades y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

Acompañamiento a Deudores (PAD) implementado por la SFC[63], las carteras riesgosa y vencida de todas las modalidades de crédito continuaron desacelerándose, con lo cual en lo corrido de 2022 se han registrado mejorías en los indicadores de calidad por riesgo (ICR) y calidad por mora (ICM; Gráfico 4.14).

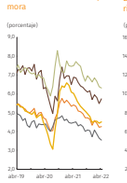
**El saldo de los depósitos a plazo creció de forma significativa por factores de oferta y de demanda, después de haberse reducido de forma sostenida durante 2020 y 2021. Los depósitos a la vista, al igual que el efectivo en poder del público, moderaron en el margen su ritmo de expansión.** En 2022, si bien los depósitos a la vista y el efectivo continuaron mostrando tasas de crecimiento nominales mayores que las registradas en prepandemia, los CDT ganaron dinamismo y su saldo retornó a los niveles (nominales) de inicios de 2020 (después de cerca de dos años de caídas sostenidas) (Gráfico 4.15). Esto puede explicarse por factores tanto de demanda como de oferta. Desde el punto de vista de los ahorradores, el pronunciado incremento en la inflación y en las tasas de interés de este tipo de depósitos aumenta el costo de oportunidad de mantener depósitos a la vista, cuya remuneración es menor (o cero, en el caso del efectivo). Además, el nivel de incertidumbre asociada a la pandemia y con ella la preferencia por activos líquidos parece estarse diluyendo a medida que la actividad económica y la movilidad han retornado a la normalidad. Desde el punto de vista de los establecimientos de crédito, el mayor dinamismo de la actividad crediticia puede haber generado mayores necesidades de fondeo de mediano y largo plazos, más aún en un entorno de incrementos esperados en la tasa de política monetaria, y ante la entrada en vigor en marzo del requerimiento al 100 % del CFEN para un grupo importante de bancos.

63 Con corte a marzo de 2022 el PAD concentró un monto cercano a los COP25 b, lo que representa el 4,2 % de la cartera bruta total reportada ese mismo mes. De este monto, el 82,6 % se encuentra al día.

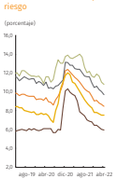


Gráfico 4.14
Indicadores de calidad de cartera

A. Indicador de calidad por mora



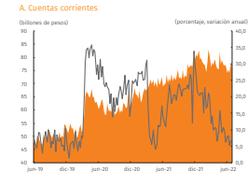

B. Indicador de calidad por riesgo



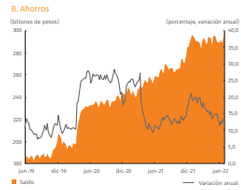

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.15
Principales depósitos (saldo y variación anual)

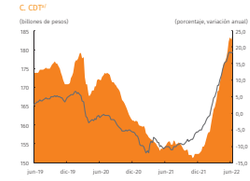
A. Cuentas corrientes



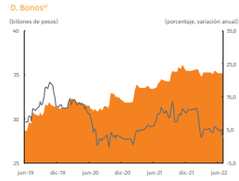

B. Ahorros




C. CDT[a/]




D. Bonos[a/]




a/ No incluye los CDT ni los bonos en poder del Banco de la República.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (formato 281); cálculos del Banco de la República.

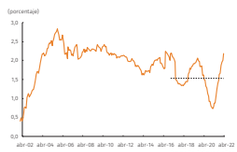
**La rentabilidad agregada del activo de los EC mantuvo la tendencia creciente que viene presentando desde febrero de 2021, al alcanzar un nivel superior al registrado antes de la pandemia.** El incremento reciente en el indicador de rentabilidad sobre activos (ROA) responde a un menor gasto de provisiones, dadas las mejoras de los indicadores de calidad de cartera. Durante la pandemia, este rubro fue el más relevante para explicar la caída en la rentabilidad (Gráfico 4.16).

**Los EC han recuperado su liquidez de corto plazo en lo corrido de este año y la liquidez estructural ha aumentado de acuerdo con los cambios en la regulación al respecto.** En lo corrido de 2022 cambió la tendencia decreciente que el indicador de riesgo de liquidez (IRL) exhibía desde el segundo semestre de 2021. Por su parte, el indicador de liquidez estructural CFEN de los EC presenta una tendencia creciente desde su implementación en 2020, acorde con los cambios de los límites regulatorios previstos en el plan de implementación de la medida. En todo caso, se observa una alta heterogeneidad en el CFEN por entidad; no obstante, a abril de 2022 las cuatro entidades con menor CFEN representan el 27,7 % de los activos de los EC (Gráfico 4.17).

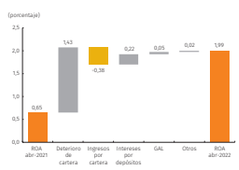
**Con respecto a la solidez patrimonial de las entidades, los niveles agregados de solvencia total y solvencia básica registran niveles muy por encima de sus mínimos regulatorios (Gráfico 4.18, panel A)[64].** Por su parte, las relaciones de solvencia total y básica consolidadas presentan un comportamiento similar a las individuales, aunque con un nivel inferior (16,2 % y 12,5 %, respectivamente, a marzo de 2022; Gráfico 4.18, panel B).

Gráfico 4.16
Rentabilidad de los establecimientos de crédito

A. ROA



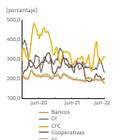

B. Descomposición del ROA



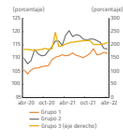

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.17
Indicadores de liquidez de los establecimientos de crédito

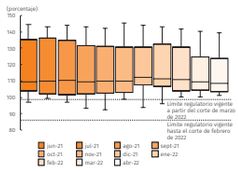
A. IRL a 30 días de los establecimientos de crédito (promedio móvil de cuatro semanas)




B. CFEN[a/] (promedio móvil de cuatro semanas)




C. Distribución de CFEN de las entidades del grupo 1[a/]




a/ La distribución del CFEN de las entidades del grupo 2 no se presenta debido a que su límite regulatorio es menor y el indicador observado es, en promedio, superior.
b/ Gráfico sin datos atípicos.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

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

**En lo corrido de 2022 el portafolio de deuda pública expuesto a riesgo de mercado se redujo para las instituciones financieras no bancarias (IFNB) y los establecimientos de crédito (EC).** Para el sistema financiero colombiano, la exposición a los mercados de renta fija y renta variable, medida como la inversión en títulos expuestos a riesgo de mercado[65], se concentra principalmente en TES (60 % a junio de 2022). Al cierre de junio, tanto los EC como las IFNB registraron un crecimiento en títulos de deuda privada y acciones, y un decrecimiento en títulos de deuda pública (Cuadro 4.1). La posición administrada de las IFNB mostró un comportamiento similar en las sociedades fiduciarias (SFD), mientras que para las sociedades comisionistas de bolsa (SCB) se observó un crecimiento solamente para la deuda pública. La reducción de los portafolios de deuda pública responde a desvalorizaciones en estos títulos.

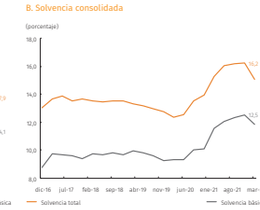
**El desempeño de los mercados financieros locales se refleja en el comportamiento del portafolio de las IFNB, dada la importancia de las inversiones en su modelo de negocio y el tamaño de su exposición al riesgo de mercado. En los últimos seis meses, las IFNB registraron desaceleraciones en sus portafolios en cuenta propia y en el administrado, debido a una mayor volatilidad en los mercados locales y desvalorizaciones en su portafolio de inversión.** Al cierre de abril de 2022, todos los tipos de IFNB presentaron contracciones reales anuales en su portafolio de cuenta propia, con excepción de las administradoras de fondos de pensiones (AFP). En cuanto al portafolio administrado, las pensiones voluntarias y los recursos de terceros en poder de las SCB registraron contracciones reales anuales, rubros cuya participación en los activos administrados por las IFNB concentran alrededor del 5 % (Gráfico 4.19).

Gráfico 4.18
Indicadores de solvencia total y básica

A. Solvencia individual




B. Solvencia consolidada




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

64 Entre febrero y marzo de 2022 se presentó una caída que responde a la escisión del Banco de Bogotá del 75 % de la inversión en BAC Holding International, que generó una reducción de COP 14,5 b tanto en el patrimonio básico como en el técnico.

65 Las inversiones en títulos de deuda pueden clasificarse como inversiones al vencimiento, negociables y disponibles para la venta. Solamente para estas dos últimas, variaciones en el precio de las inversiones en el mercado se ven reflejadas en los estados de resultado de las entidades. Por tanto, solamente estas 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)

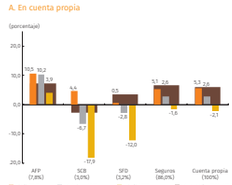
| Tipo de entidad | TES[b/] | Deuda privada | Acciones | Total | TES | Deuda privada | Acciones | Total |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | (saldo en billones de pesos) junio-2022 | | | | (variación porcentual últimos seis meses) | | | |
| Establecimientos de crédito | 50,93 | 5,77 | 17,40 | 74,09 | -8,03 | 9,48 | 7,34 | -3,58 |
| Bancos comerciales | 44,95 | 5,23 | 0,00 | 50,18 | -9,02 | 9,99 | 0,00 | -7,35 |
| Corporaciones financieras | 5,17 | 0,35 | 17,36 | 22,89 | 1,96 | 10,41 | 7,26 | 6,06 |
| Compañías de financiamiento | 0,80 | 0,14 | 0,03 | 0,98 | -9,64 | -3,88 | 76,09 | -7,34 |
| Cooperativas financieras | 0,00 | 0,05 | 0,00 | 0,05 | 0,00 | -4,89 | 0,00 | -4,89 |
| Instituciones financieras no bancarias (IFNB) | 12,30 | 10,28 | 7,56 | 30,14 | -2,80 | 0,16 | 15,37 | 2,27 |
| Fondos de pensiones: posición propia | 0,20 | 0,81 | 0,14 | 1,15 | -30,95 | -12,60 | -11,97 | -16,34 |
| Sociedades comisionistas de bolsa: posición propia | 0,64 | 0,37 | 0,12 | 1,13 | -41,35 | 114,85 | -27,60 | -21,03 |
| Sociedades fiduciarias: posición propia | 0,26 | 0,27 | 1,01 | 1,54 | -17,96 | -4,11 | -5,71 | -7,75 |
| Compañías de seguros y capitalización | 11,20 | 8,83 | 6,29 | 26,31 | 2,21 | -0,59 | 22,02 | 5,30 |
| Sistema en posición propia | 63,23 | 16,05 | 24,96 | 104,23 | -7,05 | 3,32 | 9,65 | -1,96 |
| Posición administrada | | | | | | | | |
| Sociedades comisionistas de bolsa: posición terceros | 2,06 | 9,38 | 7,86 | 19,30 | 6,14 | -2,94 | -12,28 | -6,15 |
| Sociedades fiduciarias: posición terceros[a/] | 96,96 | 36,30 | 13,50 | 146,76 | -11,73 | 5,86 | -3,24 | -7,17 |
| Sistema | 162,24 | 61,73 | 46,32 | 270,30 | -9,77 | 3,77 | 1,41 | -5,15 |

a/ Se excluyen los pasivos pensionales administrados por las sociedades fiduciarias.
b/ 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.
Fuentes: Depósito Central de Valores (DCV), Superintendencia Financiera; cálculos del Banco de la República.

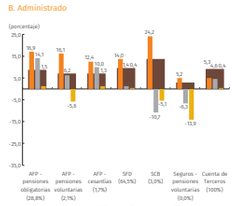


Gráfico 4.19
Activo de las instituciones financieras no bancarias

A. En cuenta propia

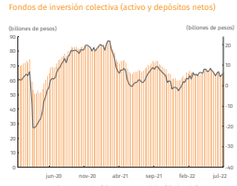



B. Administrado




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

Gráfico 4.20
Fondos de inversión colectiva (activo y depósitos netos)




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

**El valor del activo de los fondos de inversión colectiva abiertos sin pacto de permanencia se ha mantenido estable durante los últimos seis meses.** Durante el cuarto trimestre de 2021 el activo de los fondos de inversión colectiva abiertos sin pacto de permanencia (FIC) administrados por las SFD, SCB y SAI se redujo COP 11,7 b, debido, principalmente, a retiros por parte de los inversionistas. En lo corrido de 2022 cesaron los retiros, pero el activo se mantuvo estable alrededor de COP 65 b por cuenta de las desvalorizaciones mencionadas (Gráfico 4.20).

# 5. Balance externo y reservas internacionales

## 5.1 Evolución y perspectivas de la balanza de pagos de Colombia

**Entre enero y marzo de 2022 la cuenta corriente registró un déficit de USD 5.367 m, correspondiente al 6,4 % del PIB, e implicó un aumento de USD 2.282 m frente al desbalance externo registrado un año atrás (Cuadro 5.1).** Esta ampliación del desbalance externo ocurrió en un entorno de un fuerte dinamismo de la demanda interna, jalonada por un consumo privado que se mantuvo en niveles altos, y un buen desempeño de la inversión en maquinaria y equipo, lo cual se reflejó en un crecimiento significativo del valor de las importaciones.

**El mayor desbalance externo estuvo explicado, principalmente, por el incremento en los egresos netos del rubro de renta de los factores (USD 1.730 m) (Cuadro 5.1).** Este resultado estuvo asociado, en particular, con un aumento de las utilidades de las firmas con IED (USD 1.747 m). La recuperación de la actividad económica del país y el mayor precio del petróleo y el carbón dieron como resultado un mejor desempeño de estas empresas y, por tanto, un mayor valor de las utilidades remitidas hacia el exterior. El incremento en las utilidades de las empresas con IED fue generalizado en todos los sectores económicos, destacándose el aumento en las firmas que operan en actividades de explotación petrolera y minera, transporte y comunicaciones, y servicios financieros y empresariales.

**El mayor déficit corriente también se explica por el mayor déficit comercial en la balanza de bienes (USD 971 m) y de servicios (USD 328 m) (Cuadro 5.1).** El déficit comercial de bienes se incrementó USD 971 m con respecto a un año atrás, generado por un mayor crecimiento en el valor de las importaciones (USD 5.453 m) frente al de las exportaciones (USD 4.482 m). Por un lado, el aumento anual en el gasto de los hogares (12,2 %) y en la formación bruta de capital fijo (11,0 %, en particular en maquinaria y equipo), contribuyó al incremento generalizado de las compras externas de bienes. Por su parte, los mayores precios del crudo, así como la recuperación de los principales socios comerciales y el crecimiento de las exportaciones no tradicionales explican el incremento de las exportaciones de bienes, aunque a un menor ritmo que el de las importaciones. En el caso del aumento en el déficit en la balanza de servicios (USD 328 m), el incremento de los flujos de viajeros al exterior, junto con los mayores pagos por fletes, aportaron al aumento del desbalance externo. Lo anterior fue, en parte, compensado por la recuperación de la llegada de turistas extranjeros al país y de los ingresos por otros servicios empresariales.

**Las presiones sobre el déficit corriente se vieron parcialmente compensadas con un aumento en los ingresos netos por transferencias corrientes.** Este incremento (USD 747 m) se explica, principalmente, por los mayores ingresos por concepto de otras transferencias (Cuadro 5.1), recursos que fueron recibidos en especial por empresas públicas, por el GNC, por organismos no gubernamentales y por instituciones sin ánimo de lucro. También aumentaron las remesas de trabajadores (USD 97 m) enviadas desde los Estados Unidos, América Latina y España, en un entorno de reducción del desempleo y del aumento nominal de los salarios en estos países.

**En el primer trimestre de 2022 la IED se constituyó en la principal fuente de financiamiento externo.** Entre enero y marzo de 2022 la cuenta financiera registró entradas netas de capital por USD 4.718 m (5,6 % del PIB), superiores a lo observado un año atrás (USD 2.430 m, 3,2 % del PIB) (Cuadro 5.1). Se destacan los recursos recibidos por IED (USD 5.186 m). En el primer trimestre de 2022 se recibieron USD 5.186 m (6,2 %



Cuadro 5.1
Balanza de pagos de Colombia

| Cuenta corriente (millones de dólares) | 2021 (p) ene-mar | 2022 (p) ene-mar | Variación (dólares) |
|---|---|---|---|
| Cuenta corriente (A + B + C) | -3.085 | -5.367 | -2.282 |
| *Porcentaje del PIB* | -4,1% | -6,4% | |
| A. Bienes y servicios | -3.759 | -5.058 | -1.299 |
| 1. Bienes | -2.588 | -3.558 | -971 |
| Exportaciones FOB | 9.279 | 13.761 | 4.482 |
| Importaciones FOB | 11.866 | 17.319 | 5.453 |
| 2. Servicios | -1.171 | -1.499 | -328 |
| Exportaciones | 1.500 | 2.658 | 1.158 |
| Importaciones | 2.671 | 4.157 | 1.486 |
| B. Renta de los factores | -1.776 | -3.506 | -1.730 |
| Ingresos | 1.366 | 1.495 | 128 |
| Egresos | 3.142 | 5.001 | 1.859 |
| C. Transferencias corrientes | 2.450 | 3.197 | 747 |
| Ingresos | 2.702 | 3.516 | 814 |
| Egresos | 252 | 319 | 67 |
| **Cuenta financiera Flujos anuales (millones de dólares)** | **2021 (p) ene-mar** | **2022 (p) ene-mar** | **Variación (dólares)** |
| Cuenta financiera con variación de reservas internacionales (A + B + C + D) | -2.430 | -4.718 | -2.288 |
| *Porcentaje del PIB* | -3,2% | -5,6% | |
| A. Inversión directa (ii-i) | -1.485 | -3.844 | -2.360 |
| i. Extranjera en Colombia (IED) | 2.353 | 5.186 | 2.833 |
| Porcentaje del PIB (IED) | 3,1% | 6,2% | |
| ii. Colombiana en el exterior | 869 | 1.342 | 473 |
| B. Inversión de cartera (1+2) | 1.319 | 1.797 | 478 |
| 1. Sector público (ii-i) | 230 | -839 | -1.069 |
| i. Inversión extranjera de cartera (a+b) | -417 | 1.191 | |
| a. Mercados internacionales (bonos) | 281 | -8 | |
| b. Mercado local (TES) | -697 | 1.199 | |
| ii. Inversión de cartera en el exterior | -186 | 353 | |
| 2. Sector privado (ii-i) | 1.088 | 2.636 | 1.548 |
| i. Inversión extranjera de cartera (a+b) | -480 | -391 | |
| a. Mercados internacionales (bonos) | -212 | 0 | |
| b. Mercado local | -269 | -391 | |
| ii. Inversión de cartera en el exterior | 608 | 2.245 | |
| C. Otros flujos de capital sector público + sector privado | -2.455 | -2.798 | -343 |
| D. Activos de reserva | 190 | 127 | -63 |
| Errores y omisiones (E y O) | 654 | 649 | -6 |
| Memo ítem | | | |
| Cuenta financiera sin variación de reservas internacionales | -2.620 | -4.845 | -2.224 |
| Variación de reservas internacionales | 190 | 127 | |

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



del PIB) por concepto de IED, monto superior en USD 2.833 m a lo recibido un año antes (Cuadro 5.1). Esta dinámica de la IED se observó en la mayoría de las actividades económicas, en especial 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.

**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 2.304 m) se destacan los desembolsos netos recibidos por el sector privado (USD 2.914 m) frente a los pagos netos realizados por el sector público (USD 908 m). Por su parte, en los primeros tres meses de 2022 se estimaron inversiones extranjeras de cartera por USD 800 m. Lo anterior fue el resultado de compras netas de títulos de renta fija en el mercado local por parte de no residentes (USD 1.199 m), y fue compensado parcialmente por ventas netas de instrumentos de renta variable por parte de no residentes (USD 391 m) y por pagos netos de títulos de deuda de largo plazo en los mercados internacionales (USD 8 m).

**Para 2022 el equipo técnico proyecta una reducción del déficit en la cuenta corriente al 5,1 % del PIB (5,7 % del PIB en 2021), de acuerdo con una mejora de los términos de intercambio del país y en un contexto de moderación en la expansión anual de la demanda interna.** Esta mejora resultaría del aumento de los precios de las exportaciones, dado el crecimiento anual de las cotizaciones internacionales del petróleo, el carbón, el café y los productos agroindustriales, entre otros. Así, las ventas externas en dólares continuarían su expansión, a pesar de que los volúmenes exportados de algunas de las principales materias primas se mantendrían por debajo de los niveles observados antes de la pandemia. Además, se espera que las exportaciones no tradicionales tengan un buen desempeño, que se recuperen los ingresos netos asociados con turismo internacional y que aumenten las transferencias corrientes hacia el país. Por su parte, los factores que limitarían una mayor reducción del déficit corriente incluyen el crecimiento del gasto en bienes y servicios importados, el aumento en la remisión de utilidades empresariales al exterior, las presiones nominales provenientes de los elevados precios externos, los altos costos del transporte de mercancías, y el mayor pago de intereses de la deuda externa. En particular, las importaciones y la generación de utilidades de las empresas con capital extranjero en el mercado local se verían favorecidas por el dinamismo de la demanda interna, aunque moderarían sus ritmos de crecimiento anuales en la segunda mitad de 2022. A la par, la remisión de ganancias al exterior de las firmas exportadoras de petróleo y carbón continuarían siendo impulsadas por los altos precios de tales productos. Desde el punto de vista del balance macroeconómico de ahorro e inversión, la proyección de menor déficit de la cuenta corriente está asociada con las perspectivas de un ajuste en el frente fiscal, teniendo en cuenta las tendencias de los pronósticos de las finanzas públicas presentados en el MFMP. Finalmente, 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.

**El régimen de inflación objetivo con tasa de cambio flexible permite tener una variable de ajuste frente a choques externos**. La flexibilidad cambiaria se considera fundamental para el logro de los objetivos de la política monetaria, pues funciona como una variable de ajuste que permite que, ante choques externos adversos, la política monetaria no tenga que responder de manera procíclica, acentuando los efectos negativos de estos choques. También opera como un mecanismo estabilizador de la balanza comercial al ajustar las exportaciones frente a las importaciones ante un cambio en la cotización del peso en relación con otras monedas. En adición, esta flexibilidad evita la toma excesiva de riesgos cambiarios por parte de los agentes en la medida que la incertidumbre sobre la evolución futura de la cotización del peso funciona como un mecanismo de autorregulación del mercado.



Ello desestimula los flujos de capitales especulativos en el corto plazo y, en general, los descalces cambiarios de la economía.

**En 2022 se espera que el país continúe con acceso a diferentes fuentes de financiamiento externo en medio del aumento de las tasas de interés, primas de riesgo relativamente elevadas, y alta incertidumbre en los mercados globales.** Para 2022 el equipo técnico prevé que la IED se incremente frente al año anterior y se consolide como la fuente principal de financiamiento externo del país[66]. Para los flujos de capitales diferentes a IED asociados con el sector privado se supone una constitución relativamente moderada de activos netos en el exterior[67], resultado de las inversiones internacionales del país, las cuales serían compensadas en buena medida por las entradas de recursos asociadas con el endeudamiento externo. Por su parte, el sector público continuaría registrando entradas de capitales derivadas de la adquisición de nuevos pasivos con el exterior, aunque en menor medida que lo registrado el año anterior. La moderación de estos flujos obedecería a la reducción prevista del déficit del sector público, aunque el desbalance fiscal seguiría siendo relativamente elevado y el saldo nominal de la deuda pública presentaría incrementos anuales. Vale la pena mencionar que el acceso al financiamiento externo se daría bajo unas condiciones menos holgadas, caracterizadas por los incrementos en las tasas de interés internacionales, en la percepción de riesgo global, y en la prima de riesgo local, así como por la mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales.

## 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[68] 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

66 Dentro de los factores que favorecerían la IED se encuentran: las perspectivas de mayores ganancias en las industrias extractivas del petróleo y el carbón, el dinamismo de la demanda interna, y parte de los flujos de capitales asociados con la compra de empresas en Colombia.

67 En comparación con 2020 y 2021, la constitución neta de activos en el exterior del sector privado prevista para 2022 sería inferior.

68 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.

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, la estrategia vigente de acumulación de reservas internacionales reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez en moneda extranjera para prevenir y enfrentar los choques externos. Como resultado de ello, los montos de compra de divisas se determinan de manera tal que el nivel de liquidez externa del Banco de la República cubra el déficit externo, los pagos de deuda externa y otros potenciales movimientos de capitales.

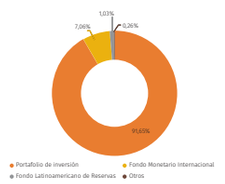
**Al 30 de junio de 2022 las reservas internacionales netas[69] totalizaron USD 57.164,4 millones (m), lo que significa una disminución de USD 1.415,6 millones (m) durante 2022. El principal factor que explica esta disminución es la rentabilidad negativa obtenida en lo corrido del año, producto de la desvalorización de las inversiones ante aumentos de las tasas de interés de corto y mediano plazos.** El rendimiento de las reservas internacionales durante 2022, excluyendo el componente cambiario, ha sido de -1,37 % (-USD 792,6 m). Este rendimiento se explica 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. En lo que resta de 2022 se espera que estos mayores intereses permitan compensar parte de las desvalorizaciones observadas. El impacto del efecto cambiario en la valoración de las reservas fue el segundo factor que pesó en la disminución del 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 (91,17 % y 0,48 % de las reservas, respectivamente). En el Gráfico 5.1 se presenta la composición de las reservas internacionales al 30 de junio de 2022.

69 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 57.171,9 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron USD 6,5 m.

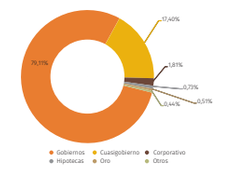


Gráfico 5.1
Composición de las reservas internacionales
(Información al 30 de junio de 2022)



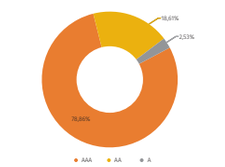

Nota: el oro se incluye dentro del portafolio de inversión. El rubro otros incluye convenios internacionales, efectivo en caja y depósitos a la orden.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5.2
Composición del portafolio de inversión por sectores
(Información al 30 de junio de 2022)




Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5.3
Distribución de las inversiones por calificación crediticia
(Información al 30 de junio de 2022)




Fuente: Banco de la República.

### 5.2.1 Indicadores de reservas

**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 es la metodología denominada *assesing reserve adequacy* (ARA). Esta métrica es propuesta por el FMI para medir el nivel adecuado de reservas internacionales, y establece que las reservas deben cubrir los principales riesgos de la balanza de pagos en 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[70]. 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 mayo de 2022, la razón de reservas a nivel adecuado del FMI calculado para Colombia se ubicaba en 1,34. 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 mayo de 2022 estos indicadores sugieren que el nivel de reservas se encuentra en niveles adecuados, a pesar de que algunos de estos se han reducido recientemente.

### 5.2.2 Composición del portafolio de inversión[71]

**Al cierre de junio 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 mayo de 2022, cuando alrededor del 96,51 % estaba invertido en emisiones de dichas entidades.

**La composición del portafolio por calificación evidencia la alta calidad crediticia de los activos en que se invierte el portafolio.** El Gráfico 5.3 muestra que el 78,86 % del portafolio se encontraba invertido en instrumentos con calificación AAA y el 18,61 % en AA. El Banco utiliza como referencia la menor calificación para grado de inversión otorgada por al menos dos de las tres principales agencias calificadoras (S&P, Moody's y Fitch Ratings).

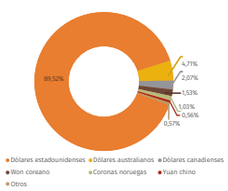
**El portafolio de inversión está compuesto por monedas que se caracterizan por contar con elevados volúmenes diarios de negociación y pertenecer a países con altas calificaciones crediticias, siendo el dólar de los Estados Unidos la moneda con mayor participación.** El Gráfico 5.4 muestra la composición cambiaria que tenía el portafolio de inversión al 30 de junio de 2022. Teniendo en cuenta que uno de los objetivos de las

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

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



Gráfico 5.4
Composición cambiaria del portafolio de inversión
(Información al 30 de junio de 2022)




Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5.5
Tasas de los bonos de gobierno de corto plazo (2 años)
(Información al 30 de junio de 2022)




Fuente: Data License, Bloomberg.

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.

### 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.

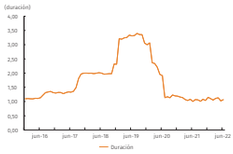
**Acorde con lo esperado para 2022, al 30 de junio las reservas presentaban una rentabilidad del -1,37 %[72], debido, principalmente, a las desvalorizaciones en las inversiones por el aumento acelerado en las tasas de interés externas (factor valorización).** Las expectativas de incrementos de las tasas 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 han tomado las autoridades monetarias en respuesta a dichos niveles de inflación han llevado a un aumento acelerado de las tasas de interés en los mercados relevantes para las reservas internacionales. En el Gráfico 5.5 pueden observarse los aumentos en las tasas de interés en los principales mercados para la inversión de las reservas. En Estados Unidos, por ejemplo, las tasas de los bonos de gobierno a dos años han aumentado durante el año en cerca de 220 pb. Este rápido incremento de tasas de interés ha afectado negativamente la rentabilidad de las reservas durante 2022, lo que ha generado desvalorizaciones en las inversiones.

**Acorde con lo observado en los primeros meses del año, se espera que la rentabilidad de las reservas internacionales en 2022 continúe siendo negativa.** Los mayores niveles en las tasas de interés externas tendrán un impacto positivo en la rentabilidad futura de las reservas internacionales a través de

72 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 30 de junio de 2022. Desde 2015 se excluye el impacto del efecto cambiario en la rentabilidad de las reservas.



Gráfico 5.6
Duración del Portafolio de Inversión




Fuente: Banco de la República.

mayores intereses recibidos en las inversiones (factor intereses) durante la última parte del año. Sin embargo, se estima que estos no serán suficientes para compensar las desvalorizaciones observadas en los primeros meses. Asimismo, existe la posibilidad de que se continúen presentando desvalorizaciones, producto de mayores aumentos de las tasas de interés.

**Para reducir la probabilidad de obtener pérdidas en el portafolio de inversión, durante 2019 y 2020 el Banco redujo la duración[73] del portafolio.** En el Gráfico 5.6 puede observarse la evolución de la duración del portafolio de inversión. Al 30 de junio de 2022 el portafolio de inversión tenía una duración de 1,07, lo cual significa que el valor del portafolio podría reducirse en 1,07 % frente a un aumento del 1 % en las tasas de todos los bonos del portafolio. La disminución en la duración del portafolio de inversión que se presentó durante 2019 y 2020 se debe a que el Banco ajustó la composición del portafolio para invertir en instrumentos con una sensibilidad menor a aumentos de las tasas de interés. El principal factor que explica este ajuste es la caída acelerada que tuvieron las tasas de interés de corto plazo en los Estados Unidos y otros mercados relevantes para el portafolio. Esto generó una menor causación de intereses en el portafolio y, por tanto, una menor capacidad para asumir el riesgo de la desvalorización del portafolio en caso de que las tasas de interés aumentaran. Aunque esto permite reducir la sensibilidad del portafolio a los cambios en las tasas de interés y acotar las pérdidas por valorización, en la medida en que la tasa de rendimiento de los bonos de corto plazo es inferior a la de los de largo plazo, implica percibir menores ingresos por concepto de causación de intereses.

### 5.2.4 Medidas para fortalecer la liquidez internacional

**Como complemento de las reservas internacionales, el Banco de la República mantiene el acceso a otros instrumentos que sirven para fortalecer la liquidez internacional del país.** Entre ellos se encuentra la línea de crédito flexible (LCF) del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el acceso a la facilidad de Repos FIMA por parte de la Fed.

**En relación con el primer instrumento, en abril del presente año el FMI aprobó un nuevo acuerdo por dos años de la LCF para Colombia por USD 9.800 millones.** Este nuevo acuerdo complementa la disponibilidad de liquidez externa del país, constituye un seguro contra los riesgos externos y mantiene la confianza de los agentes en la economía colombiana.

**La LCF es una facilidad creada por el FMI exclusivamente para países con fundamentos económicos muy fuertes y marcos institucionales de política económica sólidos.** Adicionalmente, la LCF funciona como un sello de calidad ante la comunidad internacional, por lo que el acceso a la LCF no implica condicionalidad alguna sobre las políticas macroeconómicas del país.

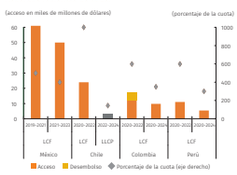
73 La duración es una medida de riesgo que se define como la disminución (aumento) porcentual en el valor del portafolio frente a un aumento (disminución) del 1 % en todas las tasas de interés.

**El objetivo primordial de la LCF es proveer un instrumento que facilite el acceso a liquidez inmediata a los países beneficiarios ante un escenario de riesgos extremos de carácter externo.** Los riesgos externos actuales asociados con un alto nivel de incertidumbre por cuenta de factores geopolíticos y por el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales resaltan la importancia de mantener unos niveles adecuados de liquidez externa.

**El FMI considera que Colombia continúa cumpliendo los criterios para acceder a esta línea de crédito y resaltó la solidez de su marco institucional de política.** Particularmente, un sistema de inflación objetivo con una alta credibilidad, la existencia de un marco de política fiscal anclado en la sostenibilidad de la deuda pública, así como la presencia de una supervisión y regulación financiera eficaces son condiciones para mantener la elegibilidad del país para acceder a esta facilidad. El nuevo acuerdo de la LCF constituye un voto de confianza del FMI en el país y sus autoridades económicas[74].

**Este acuerdo reemplazó el anterior, aprobado en 2020, y es considerado por las autoridades colombianas como una línea de financiación de carácter precautorio para enfrentar riesgos externos.** Desde 2009, Colombia ha tenido acceso a esta facilidad a través de diez acuerdos sucesivos con modificaciones en el monto en función de la evolución de las condiciones externas y de acuerdo con la protección que ofrece el instrumento.

Gráfico 5.7
Acuerdos recientes de la LCF




Fuente: FMI, Banco de la República.

**Las autoridades colombianas continuaron el proceso de salida gradual de este instrumento, el cual se considera de carácter temporal.** La reducción en el acceso del nuevo acuerdo por parte de Colombia por un monto equivalente al 350 % de la cuota, frente al 417 % que se mantenía con fines precautorios según el acuerdo de 2020, es acorde con una disminución esperada de las vulnerabilidades externas, la reducción en los riesgos asociados con la pandemia y con el compromiso de las autoridades colombianas de reducir gradualmente el acceso a dicha facilidad a medida que los riesgos externos disminuyen. En la actualidad México, Perú y Colombia tienen una LCF vigente con el FMI y los tres países redujeron el monto de acceso recientemente. Chile, por su parte, canceló su LCF, y la reemplazó por una línea de liquidez de corto plazo (LLCP) por un monto equivalente al 145 % de su cuota (Gráfico 5.7).

**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,

74 El comunicado del FMI del nuevo acuerdo de la LCF para Colombia está disponible en: https://www.imf.org/es/News/Articles/2022/04/29/pr22135-imf-executive-board-approves-two-year-us-billion-flexible-credit-arrangement-for-colombia



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.



# 6. Situación financiera del Banco de la República

## 6.1 Estado de situación financiera del Banco de la República (balance general)[75]

**Al 30 de junio de 2022 los activos del Banco ascendieron a COP 297.953 mm, los pasivos a COP 189.002 mm y el patrimonio a COP 108.951 mm.** Frente al cierre del año anterior y con corte a junio de 2022, el activo aumentó en COP 6.118 mm (2,1 %), los pasivos en COP 5.522 mm (3,0 %) y el patrimonio en COP 596 mm (0,6 %). El balance del Banco se incrementó, principalmente, por el aumento del saldo de las operaciones de liquidez transitoria y por el efecto de la mayor tasa de cambio. Al ser las reservas internacionales el principal activo del Banco, la depreciación del peso frente a las monedas en las que se encuentran invertidas tiene un efecto significativo en su activo y, como contrapartida, en su patrimonio (Cuadro 6.1).

**El activo se incrementó en COP 6.118 mm debido, principalmente, al mayor valor en pesos de las reservas internacionales brutas y al aumento de las operaciones de liquidez transitoria.** Durante el primer semestre del año, el Banco no realizó compras ni ventas de divisas en el mercado cambiario, y el saldo en dólares de las reservas internacionales brutas se redujo en USD 1.417 m[76]. No obstante, su saldo en pesos aumentó en COP 4.081 mm (1,7 %), producto de la depreciación del peso colombiano frente a las monedas de reserva. Por su parte, el saldo de las operaciones de liquidez transitoria (repos de expansión) se incrementó en COP 5.441 mm, debido a que se utilizó este instrumento para el suministro de liquidez primaria[77]. Lo anterior fue en parte compensado por una disminución del portafolio de inversiones en COP 3.557 mm, como resultado principalmente de la reducción de TES en poder del Banco por COP 2.853 mm, y en menor medida, de la del portafolio de deuda privada por COP 703 mm. Para el portafolio de TES, la disminución de su valor se explica por el comportamiento de las tasas de interés locales que implicaron un menor valor a precios de mercado, vencimientos y la entrega de TES al Gobierno Nacional como pago de las utilidades a distribuir del año 2021, que fueron parcialmente compensados por las compras de TES por parte del Banco en el mercado secundario.

**El pasivo aumentó por el comportamiento de los depósitos del Gobierno en pesos en el Banco, que fue parcialmente compensado con la disminución de la base monetaria.** Durante el primer semestre de 2022 los depósitos en pesos del Gobierno Nacional en el Banco aumentaron en COP 9.467 mm.

**Finalmente, el patrimonio aumentó principalmente por la variación positiva en el ajuste de cambio de las reservas internacionales.** Esta última cuenta tuvo una variación de COP 7.578 mm, contrapartida del aumento del saldo en pesos de las reservas internacionales. Lo anterior fue parcialmente compensado por el menor

75 En esta sección se presentan 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 (COP297.953 mm y COP189.002 mm, respectivamente) difieren de los registrados en los Estados Financieros al 30 de junio de 2022 (COP306.237 mm y COP197.286 mm).

76 Véase capítulo 3 de este *informe*.

77 Este movimiento del activo compensó en buena medida el efecto contraccionista de los depósitos del Gobierno en el Banco por el lado del pasivo. Véase el sombreado de la base monetaria y el M3.



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

| Cuentas | Diciembre, 2021 | | Junio, 2022 | | Variación | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Saldos | Participación porcentual | Saldos | Participación porcentual | Absoluta | Porcentual |
| Activos | 291.835 | 100,0 | 297.953 | 100,0 | 6.118 | 2,1 |
| Reservas internacionales brutas | 233.247 | 79,9 | 237.328 | 79,7 | 4.081 | 1,7 |
| Participación en organismos y entidades internacionales | 10.493 | 3,6 | 10.607 | 3,6 | 114 | 1,1 |
| Inversiones | 32.187 | 11,0 | 28.631 | 9,6 | -3.557 | -11,0 |
| TES | 30.989 | 10,6 | 28.136 | 9,4 | -2.853 | -9,2 |
| Títulos de deuda privada | 1.198 | 0,4 | 495 | 0,2 | -703 | -58,7 |
| Pactos de reventa (Repos), y apoyos transitorios de liquidez | 10.122 | 3,5 | 15.563 | 5,2 | 5.441 | 53,7 |
| Otros activos netos | 5.784 | 2,0 | 5.823 | 2,0 | 39 | 0,7 |
| Pasivo y patrimonio | 291.835 | 100,0 | 297.953 | 100,0 | 6.118 | 2,1 |
| Pasivo | 183.480 | 62,9 | 189.002 | 63,4 | 5.522 | 3,0 |
| Pasivos M/E que afectan reservas internacionales | 33 | 0,0 | 13 | 0,0 | -20 | -60,7 |
| Base monetaria | 145.383 | 49,8 | 142.275 | 47,8 | -3.108 | -2,1 |
| Efectivo | 108.599 | 37,2 | 105.064 | 35,3 | -3.536 | -3,3 |
| Reserva | 36.783 | 12,6 | 37.211 | 12,5 | 428 | 1,2 |
| Depósitos remunerados no constitutivos de encaje | 3.349 | 1,1 | 2.876 | 1,0 | -473 | -14,1 |
| Otros depósitos | 146 | 0,1 | 120 | 0,0 | -26 | -17,8 |
| Gobierno Nacional: Dirección del Tesoro Nacional M/N | 10.966 | 3,8 | 20.433 | 6,9 | 9.467 | 86,3 |
| Obligaciones organismos internacionales | 23.603 | 8,1 | 23.284 | 7,8 | -319 | -1,3 |
| Patrimonio total | 108.355 | 37,1 | 108.951 | 36,6 | 596 | 0,6 |
| 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 | 116.853 | 39,2 | 7.600 | 7,0 |
| Liquidación CEC | 521 | 0,2 | 521 | 0,2 | 0 | 0,0 |
| Ajuste de cambio reservas internacionales[b/] | 108.398 | 37,1 | 115.976 | 38,9 | 7.578 | 7,0 |
| Inversión en activos para actividad cultural | 334 | 0,1 | 356 | 0,1 | 22 | 6,6 |
| Otro resultado integral (ORI) | -2.088 | -0,7 | -6.437 | -2,2 | -4.349 | 208,3 |
| Resultados del ejercicio | 632 | 0,2 | -2.077 | -0,7 | -2.709 | n.a. |
| Resultados acumulados - efecto cambio en políticas contables | -188 | -0,1 | -145 | -0,0 | 42 | -22,6 |
| Resultados acumulados proceso de convergencia a NIIF | -31 | -0,0 | 0 | - | 31 | -100,0 |

a/ En este cuadro se presentan 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 (COP297.953 mm y COP189.002 mm, respectivamente) difieren de los registrados en los Estados Financieros al 30 de junio de 2022 (COP306.237 mm y COP197.286 mm).
b/ Incluye el ajuste de cambio de las reservas internacionales netas, de los pasivos con el FMI por asignaciones de DEGs y de los pasivos con el FLAR por pesos andinos.
Fuente: Banco de la República.

valor de la cuenta denominada otro resultado integral (ORI) por COP 4.349 mm, principalmente por la desvalorización del portafolio de TES en poder del Banco, producto del aumento en las tasas de interés locales, por la transferencia de utilidades al Gobierno Nacional con cargo al ejercicio de 2021 por COP 556 mm y por la pérdida del ejercicio en lo corrido de 2022 a junio por COP 2.077 mm.

### 6.2 Estado de resultados (PyG)

#### 6.2.1 Cierre: junio de 2022

**Durante el primer semestre de 2022, la pérdida del Banco de la República ascendió a COP 2.077 mm, producto de ingresos por -COP 921 mm[78] y egresos por COP 1.156 mm.** Frente a lo observado en el periodo enero-junio de 2021, los ingresos disminuyeron en COP 2.267 mm y los egresos se incrementaron en COP 335 mm (Cuadro 6.2).

**Los ingresos observados en lo corrido de 2022 a junio se explican principalmente por el resultado negativo de las reservas internacionales, compensado parcialmente por el rendimiento de los TES en poder del Banco y de los repos de expansión.** En el primer caso, el rendimiento de las reservas internacionales[79] presentó un resultado negativo de COP 3.011 mm producto, principalmente, del aumento en las tasas de interés externas que desvalorizó su saldo en dólares (Cuadro 6.3). El rendimiento de los títulos en moneda nacional en poder del Banco fue superior en COP 501 mm frente al registrado en el primer semestre de 2021, como resultado, principalmente, del mayor saldo promedio de TES, producto de las compras netas efectuadas. A su vez, los ingresos por repos de expansión fueron superiores en COP 288 mm, como consecuencia de un volumen promedio más alto y de una mayor tasa de remuneración[80], esto último producto de los incrementos en la tasa de interés de política definidos por la JDBR durante el presente año. Con respecto a los ingresos corporativos[81], su valor fue de COP 134 mm durante el primer semestre de 2022, superior en COP 19 mm frente al observado en igual periodo de 2021. Finalmente, los ingresos generados por diferencias en cambio ascendieron a COP 76 mm, resultado, es especial, de la depreciación del peso frente al dólar en lo corrido de 2022[82].

**Por su parte, los egresos se explican, principalmente, por la remuneración de los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco y por los gastos corporativos.** En el periodo enero-junio de 2022, los gastos monetarios[83] ascendieron a COP 608 mm, superiores en COP 221 mm frente a los registrados en el primer semestre de 2021.

78 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 presenta como egreso en el estado de resultados del Banco.

79 No incluye el efecto por diferencial cambiario por variaciones de la tasa de cambio del dólar frente a otras monedas en las que se encuentran invertidas estas reservas, cuyo efecto se registra en la cuenta ORI del patrimonio del Banco, sin afectar el PyG.

80 El volumen promedio diario de las operaciones repo en el primer semestre de 2022 fue de COP 14.774 mm, con una tasa de remuneración promedio del 4,99 %, frente a un volumen de COP 7.505 mm, con una tasa de 1,85 % en el periodo enero-junio de 2021.

81 Incluyen, principalmente, ingresos por comisiones de servicios bancarios y de negocios fiduciarios, por intereses de préstamos a empleados y pensionados, por arrendamientos, por actividades de bienestar social e ingresos en desarrollo de la actividad cultural.

82 Cuando el peso se deprecia frente al dólar, en el PyG del Banco se registran ingresos por diferencias en cambio, resultado del mayor valor en pesos de los activos en moneda extranjera diferentes a reservas internacionales. Mientras más alta sea la depreciación del peso, mayor es el valor de estos ingresos. Durante el primer semestre de 2022 se registró una depreciación en el año corrido del peso frente al dólar del 4,27 %, frente al 9,21 % observada en igual periodo del año anterior.

83 Dentro de los cuales se registran, principalmente, los egresos por la remuneración a los depósitos del gobierno en el Banco y a las operaciones de contracción monetaria, por el manejo y administración de fondos en el exterior, por la comisión del compromiso de la línea de crédito flexible con el FMI y por diferencias en cambio.



Cuadro 6.2
Estado de resultados (PyG) del Banco de la República, enero-junio
(miles de millones de pesos)

| | Observado a junio | | Variaciones anuales | |
|---|---|---|---|---|
| | 2021 | 2022 | Absoluta | Porcentual |
| I. Total ingresos (A + B + C) | 1.345 | -921 | -2.267 | n. a. |
| A. Ingresos monetarios | 1.125 | -1.211 | -2.337 | n. a. |
| 1. Intereses y rendimientos | 950 | -1.292 | -2.242 | n. a. |
| Reservas internacionales | -9 | -3.011 | -3.002 | 35.103,8 |
| Títulos de deuda privada en poder del BR | 103 | 27 | -76 | -73,9 |
| TES en poder del BR | 758 | 1.336 | 577 | 76,1 |
| Repos de expansión | 68 | 356 | 288 | 423,3 |
| Operaciones de regulación cambiaria | 29 | 0 | -29 | -100,0 |
| Otras operaciones | 0 | 0 | -0 | -100,0 |
| 2. Diferencias en cambio | 175 | 76 | -98 | -56,4 |
| 3. Otros ingresos monetarios | 0 | 5 | 4 | 951,6 |
| B. Ingresos moneda metálica emitida | 105 | 156 | 51 | 48,8 |
| C. Ingresos corporativos | 115 | 134 | 19 | 16,3 |
| II. Total gastos (A + B + C + D) | 821 | 1.156 | 335 | 40,8 |
| A. Gastos monetarios | 386 | 608 | 221 | 57,3 |
| 1. Intereses y rendimientos | 276 | 533 | 257 | 93,4 |
| Depósitos remunerados Gobierno (DGCPTN) | 191 | 516 | 324 | 169,3 |
| Depósitos de contracción monetaria | 35 | 17 | -18 | -50,9 |
| Operaciones de regulación cambiaria | 49 | 0 | -49 | -100,0 |
| 2. Gastos de administración y manejo fondos en el exterior | 24 | 17 | -8 | -31,1 |
| 3. Comisión de compromiso LCF[a/] - FMI | 69 | 55 | -14 | -20,2 |
| 4. Diferencias en cambio | 17 | 2 | -15 | -86,2 |
| 5. Otros gastos monetarios | 0 | 1 | 0 | 106,4 |
| B. Billetes y monedas | 89 | 151 | 61 | 68,8 |
| C. Gastos corporativos | 341 | 397 | 56 | 16,4 |
| 1. Gastos de personal | 223 | 268 | 45 | 20,4 |
| 2. Gastos generales | 56 | 66 | 10 | 18,1 |
| 3. Otros corporativos | 62 | 63 | 1 | 1,0 |
| 4. Disponibilidad presupuestal flexible | 0 | 0 | 0 | n. a. |
| D. Gastos pensionados | 4 | 0 | -4 | -99,0 |
| III. Resultado del ejercicio (I - II) | 524 | -2.077 | -2.601 | n. a. |

Nota: en 2022 los activos de menor cuantía se registran en el rubro de gastos generales y en el presupuesto aprobado se presentaron como parte de los otros gastos corporativos. Por lo tanto, en este cuadro se reclasificó su valor en la columna de presupuesto aprobado 2022 desde otros gastos corporativos, en el grupo de depreciaciones, hacia gastos generales, en el grupo de activos de menor cuantía, para conservar consistencia con la ejecución.
a/ Línea de Crédito Flexible (LCF).
Fuente: Banco de la República.



Cuadro 6.3
Rendimiento de las inversiones de las reservas internacionales
(miles de millones de pesos)

| | Observado a junio | |
|---|---|---|
| | 2021 | 2022 |
| Rendimientos | -9 | -3.011 |
| Portafolio de inversión | -79 | -3.008 |
| Causación de intereses | 1.391 | 1.104 |
| Valoración a precios de mercado | -1.470 | -4.112 |
| Oro | -58 | -6 |
| Organismos y entidades internacionales | 128 | 3 |

Fuente: Banco de la República.

Lo anterior, como resultado de la mayor remuneración de los depósitos del Gobierno en el Banco, la cual se incrementó en COP 324 mm, producto, principalmente, de la mayor tasa de remuneración[84], la cual está estrechamente relacionada con la tasa de interés de política que, como se mencionó, ha presentado aumentos durante el año. En cuanto a los gastos corporativos, estos ascendieron a COP 397 mm, con un incremento anual de 16,4 %. En particular, los gastos de personal aumentaron 20,4 % anual, e incluyeron los relacionados con un plan de retiro por la transformación de seis sucursales en agencias culturales[85]. Aunque esto último implicó un gasto inmediato de COP 28 mm en el PyG del Banco en 2022, representa un ahorro importante en el largo plazo, cuyo valor presente en un horizonte de 15 años se estima en COP 156 mm. Por su parte, los gastos generales presentaron una variación anual del 18,1 %, e incluyeron mayores egresos por la operación del Banco relacionados con el retorno parcial a la presencialidad, y con los mayores gastos en temas de tecnología, como resultado del cambio de modelo de negocio que ha incrementado la suscripción de servicios en la nube[86] y de los mayores costos en temas de ciberseguridad. Por último, los otros gastos corporativos presentaron un incremento anual del 1,0 %.

#### 6.2.2 Proyección para 2022

**Pese a la pérdida observada en el primer semestre de 2022, para el conjunto del año se proyecta una utilidad de COP 966 mm, mayor al resultado registrado en 2021[87].** El resultado proyectado para 2022 es producto de ingresos por COP 3.777 mm y de egresos por COP 2.811 mm (Cuadro 6.4).

**Con respecto a los resultados monetarios, se estima un ingreso neto de COP 1.685 mm.** En la proyección para 2022 se considera un incremento anual de los ingresos monetarios de COP 1.444 mm (78,3 %) frente a lo observado en 2021, como resultado, principalmente, de: 1) el mayor ingreso por TES en poder del Banco por COP 1.053 mm, producto de la mayor tasa de interés y del mayor saldo promedio en estos títulos, y 2) el mayor ingreso por operaciones repo por COP 667 mm, producto de la mayor tasa de remuneración y del mayor saldo promedio[88]. El rendimiento de las reservas internacionales se estima en -COP 331 mm, producto de la desvalorización del saldo de es-

84 El volumen promedio diario de depósitos fue de COP 22.037 mm, con una tasa de remuneración promedio del 4,83 % en el primer semestre de 2022, frente a un promedio de depósitos de COP 22.410 mm y una tasa del 1,74 % en igual periodo de 2021.

85 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 anuales serían del 8,1 % y del 7,6 %, respectivamente.

86 Gastos que deben ser registrados como egresos en el PyG, mientras que anteriormente se consideraban activos del Banco y, por tanto, se contabilizaban como parte de su inversión.

87 La utilidad de 2021 ascendió a COP 632 mm. El valor de la utilidad en el presupuesto aprobado para 2022 fue de COP 1.262 mm.

88 En 2021 el saldo promedio diario de estas operaciones fue de COP 11.988 mm, con una tasa de remuneración promedio del 2,10 %. Para 2022 se proyecta un saldo promedio de COP 14.222 mm, con una tasa del 6,65 %.



Cuadro 6.4
Proyección del estado de resultados (PyG) del Banco de la República, 2022
(miles de millones de pesos)

| | Observado | Proyección | Variaciones anuales | |
|---|---|---|---|---|
| | 2021 | 2022 | Absolutas | Porcentuales |
| I. Total ingresos (A + B + C) | 2.391 | 3.777 | 1.386 | 58,0 |
| A. Ingresos monetarios | 1.843 | 3.287 | 1.444 | 78,3 |
| 1. Intereses y rendimientos | 1.534 | 3.181 | 1.647 | 107,4 |
| Reservas internacionales | -413 | -331 | 82 | -19,9 |
| TES en poder del BR | 1.511 | 2.564 | 1.053 | 69,7 |
| Títulos de deuda privada en poder del BR | 159 | 32 | -126 | -79,6 |
| Repos de expansión | 249 | 916 | 667 | 268,1 |
| Operaciones de regulación cambiaria | 29 | 0 | -29 | -100,0 |
| 2. Diferencias en cambio | 299 | 101 | -197 | -66,1 |
| 3. Otros ingresos monetarios | 11 | 5 | -6 | -56,1 |
| B. Valor facial moneda metálica emitida | 309 | 241 | -69 | -22,2 |
| C. Ingresos corporativos | 239 | 249 | 11 | 4,5 |
| II. Total gastos (A + B + C + D) | 1.759 | 2.811 | 1.051 | 59,8 |
| A. Ingresos monetarios | 787 | 1.602 | 815 | 103,6 |
| 1. Intereses y rendimientos | 581 | 1.363 | 782 | 134,7 |
| Depósitos remunerados al Gobierno Nacional | 493 | 1.309 | 816 | 165,5 |
| Depósitos operaciones pasivas de regulación monetaria | 39 | 54 | 15 | 39,6 |
| Operaciones de regulación cambiaria | 49 | 0 | -49 | -100,0 |
| 2. Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior | 46 | 79 | 33 | 71,0 |
| 3. Comisión de compromiso de crédito flexible con el FMI | 128 | 104 | -24 | -18,9 |
| 4. Diferencias en cambio | 31 | 48 | 17 | 54,8 |
| 5. Otros gastos monetarios | 1 | 8 | 7 | 782,3 |
| B. Billetes y monedas | 273 | 327 | 54 | 19,7 |
| C. Gastos corporativos | 699 | 872 | 173 | 24,8 |
| 1. Gastos de personal | 447 | 542 | 96 | 21,4 |
| 2. Gastos generales | 128 | 182 | 55 | 42,8 |
| 3. Otros corporativos | 125 | 143 | 18 | 14,7 |
| 4. Disponibilidad presupuestal flexible | 0 | 4 | 4 | n.a. |
| D. Gastos pensionados | 0 | 9 | 9 | n.a. |
| III. Resultado del ejercicio (I - II) | 632 | 966 | 334 | 52,9 |

Nota: en 2022 los activos de menor cuantía se registran en el rubro de gastos generales y en el presupuesto aprobado se presentaron como parte de los otros gastos corporativos. Por lo tanto, en este cuadro se reclasificó su valor en columna de presupuesto aprobado 2022 desde otros gastos corporativos, en el grupo depreciaciones, hacia gastos generales, en el grupo activos de menor cuantía, para conservar consistencia con la ejecución.
Fuente: Banco de la República.

tas reservas por los aumentos en las tasas de interés externas, que contrarrestaría su ingreso por causación de intereses. Por su parte, se estima un incremento anual en los egresos monetarios de COP 815 mm (103,6 %), en especial por la mayor remuneración de los depósitos del Gobierno en el Banco, resultado de una mayor tasa de interés de remuneración[89].

**En relación con la puesta en circulación de billetes y monedas, se espera un egreso neto de COP 86 mm.** Se estiman ingresos por el valor facial de moneda metálica emitida y puesta en circulación por COP 241 mm, con una disminución anual del 22,2 %, como consecuencia, principalmente, de su menor demanda. A su vez, los costos por emisión y puesta en circulación de especies monetarias, incluyendo billetes, se proyectan en COP 327 mm, superiores en 19,7 % frente a lo observado en 2021. Lo anterior, como resultado de la mayor demanda por billetes y de los mayores costos en la producción. Esto último como consecuencia de los mayores precios internacionales de las materias primas y de los costos de importación relacionados principalmente con transporte, al igual que por el mayor valor de la tasa de cambio.

**Con respecto al presupuesto corporativo y a los gastos de pensionados, se espera un egreso neto de COP 632 mm**. Se estiman ingresos por COP 249 mm y egresos por COP 881 mm (variaciones anuales del 4,5 % y 26,1 %, respectivamente). El crecimiento de los gastos corporativos obedece, principalmente, a gastos de personal que, como se mencionó, incluyen los relacionados con el plan de retiro por la transformación de seis sucursales en agencias culturales que, sin embargo, representan un beneficio significativo para el Banco en el largo plazo. Al descontar este concepto de los gastos corporativos, su crecimiento anual sería del 20,7 %. Por otra parte, el crecimiento anual de los gastos generales se explica por los mayores egresos derivados de la operación del Banco, relacionados con el retorno parcial a la presencialidad, y con los mayores gastos en temas de tecnología, como resultado del cambio de modelo de negocio que ha incrementado la suscripción de servicios en la nube y de los mayores costos en temas de ciberseguridad. Como se mencionó, estos factores ya se reflejan en el resultado del PyG del Banco en lo corrido de 2022 a junio.

89 En 2021 el saldo promedio diario de estos depósitos fue COP 25.556 mm con una tasa de remuneración promedio de 1,95 %. Para 2022, se proyecta un saldo promedio de COP 20.690 mm con una tasa de 6,53 %.



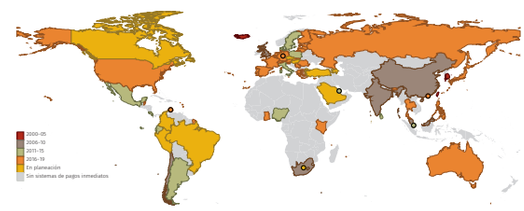
# 7. Los pagos en la economía colombiana

## 7.1 Panorama global de los sistemas de pagos

**Los pagos electrónicos son esenciales para que una economía moderna funcione adecuadamente.** Los sistemas de pago son el conjunto de reglas, entidades, instrumentos y componentes tecnológicos que permiten la transferencia de fondos entre agentes. Típicamente se dividen entre el sistema de pagos de alto valor, en donde las entidades financieras liquidan las operaciones realizadas en mercados financieros y en el sistema de pagos; y el sistema de pagos de bajo valor, el cual reúne las transacciones entre personas, comercios y el Gobierno. Un sistema de pagos seguro, eficiente y pertinente contribuye a la competitividad de los mercados, al crecimiento del comercio y a la inclusión financiera.

**Los sistemas de pagos de bajo valor inmediatos, entendidos como aquellos que permiten transferir dinero y realizar compras en tiempo real, son hoy un estándar tanto en economías desarrolladas como emergentes.** Este servicio contrasta con las tecnologías precedentes (llamadas batch o en lote) bajo las cuales el dinero es entregado al receptor con un rezago, en algunos casos hasta de más de un día (como en el caso de los cheques), y de al menos varias horas, e incluso de un día, (en el caso de las cámaras de transferencias electrónicas tipo ACH[1] *batch).* Cerca de sesenta países cuentan hoy con un sistema de pago inmediato, la mayoría administrado por sus bancos centrales (Mapa 7.1). Este es el caso del *New Payments Platform* (NPP) en Australia, el *Target Instant Payment Settlement* (TIPS) en la Unión Europea, el *Fast and Secure Transfer* (FAST) en Singapur, el *Faster Payments Service*

Mapa 7.1
Jurisdicciones con sistemas de compensación y liquidación de pagos inmediatos implementados o en proceso de hacerlo




Fuente: Tomado de BIS Quarterly Review, marzo 2020.

1 Automated Clearing House (ACH), o cámara de compensación automática.



(FPS) en el Reino Unido, el *FedNow* en los Estados Unidos, CODI[2] en México y PIX[3] en Brasil. Este último es un referente relevante, dadas las tasas elevadas de usabilidad que ha logrado en tan solo dos años de operación: en la actualidad más del 70 % de los adultos de ese país utilizan dicho sistema.

**La industria de pagos electrónicos ha tenido una transformación profunda en los últimos años, tanto en la cobertura de las redes que la soportan, como en términos tecnológicos.** En Colombia, por ejemplo, el uso de canales digitales se ha intensificado, al punto que hoy más del 70 % de las transacciones del sistema financiero son realizadas vía canales digitales, mientras que en 2018 este indicador era del 26 %[4]. A su vez, el comercio electrónico se ha acelerado en varios sectores de la economía, impulsado tanto por un mayor número de usuarios como por la mayor frecuencia de compra por medio de los canales digitales. En 2021 la participación de las ventas por estos medios se duplicó frente a los niveles previos a la pandemia[5].

**El desarrollo de los pagos electrónicos implica oportunidades para mejorar significativamente la eficiencia general de la economía, pero también plantea importantes desafíos en materia de los riesgos que conlleva, muchos de ellos completamente nuevos. Por estas dos razones, el tema ocupa un lugar preponderante en las agendas de trabajo tanto de diversos países, incluido Colombia, como de diferentes organismos internacionales.** Organismos multilaterales como el G20[6], el Banco de Pagos Internacionales (BPI) y el *Financial Stability Board* han establecido que el universo de los pagos electrónicos es y seguirá siendo un frente de análisis y discusión prioritario en las áreas financiera y regulatoria. Entre los temas específicos se incluyen: los mecanismos de pago transfronterizo, las monedas digitales emitidas por bancos centrales y los llamados criptoactivos. En estos últimos el análisis se ha concentrado en explicar los elevados riesgos a los que se exponen quienes transan con dichos activos. Como complemento a las investigaciones, también se han adelantado diferentes iniciativas de experimentación sobre estos temas en los llamados *sandbox*, creados en los últimos años por las autoridades para ensayar de forma controlada nuevos desarrollos e innovaciones financieras. Ejemplo de ello son los siete *hubs* mundiales de innovación del BPI en donde se están probando alternativas de emisión de monedas digitales[7]. En Colombia la Superintendencia Financiera (SFC) opera un *sandbox* en el cual cursa un piloto para hacer operaciones de *cash-in* y *cash-out* de criptoactivos.

## 7.2 Evolución y retos de los pagos electrónicos en Colombia

**El país ha registrado avances en el acceso y uso de servicios financieros en los últimos años, lo que ha permitido aumentar los pagos electrónicos.** Con corte a diciembre de 2021, el 91 % de la población adulta tenía al menos un producto financiero, lo que significa un incremento de 13,2 pp en los últimos cinco años *(Reporte de Inclusión Financiera* 2021, Banca de las Oportunidades y SFC). De acuerdo con información transaccional, en 2021 los principales instrumentos de pagos electrónicos mostraron un incremento en número frente al 2020 (tarjetas de crédito y débito, y transferencias) (Cuadro 7.1).

2 Sistema que permite realizar pagos en México de forma inmediata a través de internet o banca móvil por medio de códigos QR, principalmente.

3 Sistema que permite realizar pagos en Brasil de forma inmediata a través de internet o banca móvil por medio de códigos QR, principalmente.

4 Cifras tomadas de la SFC. En los canales digitales se incluye: audiorrespuesta, internet, telefonía móvil, ACH, débito automático.

5 Cifras tomadas de la Cámara de Comercio Electrónico.

6 Grupo integrado por veinte países industrializados y emergentes de todos los continentes, a saber: Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Corea del Sur, España (invitado permanente), Estados Unidos, Francia, India, Indonesia, Italia, Japón, México, Reino Unido, Rusia, Sudáfrica y Turquía, más la Unión Europea.

7 Proyecto Dunbar, que integran Australia, Malasia, Singapur y Sudáfrica, con el fin de integrar una plataforma de monedas digitales que facilite los pagos transfronterizos.



Cuadro 7.1
Principales instrumentos de pago en la economía colombiana, 2021

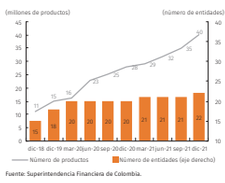
| Instrumento | Número (millones de operaciones ) | Variación anual |
|---|---|---|
| Tarjeta débito | 3,17 | 19% |
| Tarjeta crédito | 0,82 | 21% |
| Transferencia | 4,6 | 46% |

Fuente: Banco de la República.

**No obstante, el efectivo continúa siendo el instrumento de pago más utilizado por la población.** Si bien la percepción del uso del efectivo ha disminuido en los últimos años, actualmente el 75 % de los individuos aún realizan sus pagos habituales con este instrumento. Más aún, los prestadores de servicio de transporte público y ciertos establecimientos de comercio, como tiendas de barrio, droguerías y peluquerías, afirman que más del 85 % del valor de sus ventas es realizado mediante el efectivo (Banco de la República, *Reporte de la Infraestructura Financiera*, 2022). Una situación similar ocurre con pagos recurrentes y masivos, como los pasajes de transporte público, los peajes y el recaudo de servicios públicos. Aun cuando el efectivo es un instrumento de pago con aceptación universal y fácil de gestionar, tiene costos altos de distribución y seguridad, y no es trazable, lo que impide la construcción de historiales transaccionales que pueden contribuir al acceso al crédito.

**Colombia cuenta con una infraestructura transaccional robusta. Sin embargo, prevalecen costos e ineficiencias que impiden un mayor uso por parte de la población.** En la gran mayoría de pagos realizados mediante tarjeta o transferencias electrónicas, los recursos tardan en estar disponibles para el receptor, son costosos y, en ocasiones, las transacciones son complejas de realizar para la mayoría de los agentes. Adicionalmente, existen restricciones de acceso. Hace dos años salió al mercado *Transfiya*, una cámara de pagos inmediatos de propiedad del sistema financiero, la cual hoy cuenta con catorce entidades participantes y con un valor total de transacciones equivalente al 0,04 % del total de transferencias electrónicas. Sin embargo, su usabilidad está limitada a pagos entre personas naturales clientes de unas pocas entidades, lo que ha impedido, entre otros, una mayor celeridad en los pagos instantáneos.

Gráfico 7.1
Número de depósitos de bajo monto y de entidades que ofrecen el producto, 2018-2021




Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

**Pese a la llegada de nuevos actores y soluciones al mercado, la falta de interoperabilidad entre los instrumentos y sistemas de pagos erosiona el potencial de las nuevas alternativas, las cuales podrían reducir tiempos y costos para el usuario final.** Los modelos de pago de transferencias electrónicas realizados mediante billeteras móviles tienen elevado potencial de dinamizar los pagos electrónicos, dado que se trata de medios de pago de fácil y rápida apertura desde un dispositivo celular y a muy bajo costo o gratuito. Estos elementos han impulsado su crecimiento, al punto que hoy existen 40 millones de depósitos de bajo monto, mientras que en 2019 la oferta era de 15 millones (Gráfico 7.1). Sin embargo, se han desarrollado bajo modelos cerrados, de propiedad de cada entidad financiera, con diferentes estándares técnicos y sin interconexión entre ellas, lo que genera ineficiencias en el ecosistema. La transaccionalidad de las billeteras móviles presentó un incremento del 224 % en 2021; no obstante, el total transado es aún muy bajo y solo representa en valor el 0,72 % y en número el 35 % de las transferencias interbancarias. Es, además, un ins-

trumento de pago utilizado principalmente por personas naturales (99%)[8], lo que implica una oportunidad para ampliar su aceptación en el comercio.

**Buscando facilitar la participación de nuevos actores en el mercado y mejorar las condiciones bajo las cuales los servicios de pago son prestados al público, el Decreto 1692 de 2020 actualizó la regulación aplicable al sistema de pagos de bajo valor.** Dentro de los principales ajustes incorporados por el decreto está la posibilidad de que sociedades no vigiladas por la SFC puedan desarrollar la actividad de adquirencia[9], así como la prohibición de que las cámaras de compensación y liquidación realicen directamente dicha actividad. Adicionalmente, fortaleció los estándares de gobierno corporativo y gestión de conflictos de interés de dichas cámaras y la revelación de costos y requisitos de participación en ellas.

**En 2021 el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, en su evaluación al sector financiero colombiano, señalaron avances en el tema de inclusión financiera e hicieron recomendaciones para la consolidación de pagos inmediatos y la interoperabilidad del sistema.** Con respecto a la inclusión financiera, la misión destacó el compromiso del sector público junto con las reformas legales y reglamentarias que permitieron alcanzar los objetivos de acceso. No obstante, señaló la necesidad de complementar estos esfuerzos con un mayor desarrollo del sistema de pagos, para lo cual recomendó, entre otros, establecer un Comité Nacional de Pagos y definir una hoja de ruta de promoción del ecosistema de pagos electrónicos.

**Respecto al surgimiento de los criptoactivos, resulta pertinente reiterar que en Colombia los mismos carecen de los atributos esenciales para ser considerados como moneda y tampoco son reconocidas por el régimen cambiario como divisa.** El Banco de la República ha informado al público sobre los elevados riesgos que conlleva el uso de estos activos y ha reiterado que estos mercados no cuentan con un respaldo institucional.

### 7.3 Iniciativas del Banco República en relación con los sistemas de pagos

**El Banco de la República tiene el mandato[10] de velar por el buen funcionamiento de los pagos internos y externos de la economía.** En consecuencia, ejerce en forma exclusiva e indelegable la función estatal de emitir la moneda legal. Asimismo, administra el sistema de pagos de alto valor, el cual facilita la transferencia de dinero para la liquidación de las operaciones de los mercados financieros. El Banco de la República, como proveedor de servicios de pago de alto valor, opera el Sistema de Cuentas de Depósito (CUD), eje central de la infraestructura financiera del país. Asimismo, opera y promueve el desarrollo de sistemas de pago de bajo valor, contribuyendo a su eficiencia y seguridad.

**En desarrollo del Plan Estratégico, 2022-2025, el Banco reafirma el compromiso de fortalecer los pagos electrónicos.** Atendiendo a las necesidades transaccionales de una economía moderna, en noviembre de 2021 la JDBR aprobó el Plan Estratégico para el período 2022-2025[11], (ver Recuadro 2) en el cual se priorizaron acciones relevantes para impulsar el desarrollo de los pagos electrónicos y así contribuir

8 *Reporte de la Infraestructura Financiera*, del Banco de la República (2022), disponible en: https://www.banrep.gov.co/es/reportes-sistemas-de-pago

9 Actividad consistente en: 1) vincular a los comercios al sistema de pagos de bajo valor; 2) suministrarle tecnologías de acceso para el uso de instrumentos de pago; 3) procesar y tramitar órdenes de pago o transferencia de fondos; 4) abonar al comercio o al agregador los recursos de las ventas realizadas mediante las tecnologías de acceso. (vease el Decreto 1692 de 2020 para una descripción más amplia de la reglamentación de la actividad).

10 Artículo 16 de la Ley 31 de 1992.

11 Plan Estratégico, 2022-2025, Banco de la República (www.banrep.gov.co).



al bienestar de los colombianos. Allí se establece el compromiso de avanzar en el análisis de alternativas para fortalecer los pagos en línea, buscando generar sinergias con los distintos actores del ecosistema. Igualmente, se evaluarán opciones eficientes y seguras para ampliar la oferta de pagos transfronterizos y se analizará la conveniencia y riesgos de emitir una moneda digital de banca central (CBDC, por su sigla en inglés).

**El Banco de la República construirá de manera participativa una agenda de promoción de los pagos electrónicos, siguiendo las mejores prácticas internacionales.** Asimismo, propiciará espacios formales de interacción con los diferentes actores actuales y potenciales de la industria de pagos, con el fin de identificar las mejoras requeridas para modernizar la infraestructura transaccional y lograr una provisión de instrumentos de pago seguro, eficiente, accesible y pertinente.



## Sombreado 1
## La inflación como fenómeno global

Gráfico S1.1
Inflación anual al consumidor
(porcentaje)




Fuente: Data License, Bloomberg.

En meses recientes se ha observado un incremento generalizado de la inflación, asociado tanto a factores de oferta como de demanda, lo que la ha llevado a niveles no observados en las últimas décadas (Gráfico S1.1). Muchos países han registrado aumentos en su nivel de precios de forma acelerada, a ritmos muy por encima de sus metas de inflación, lo cual, sumado a incrementos en las expectativas de inflación, ha creado retos importantes para los bancos centrales.

Las razones que explican este incremento en el nivel de precios son múltiples. La presencia de disrupciones en las cadenas globales de suministro[1] ha provocado restricciones en la oferta mundial. Las afectaciones a las cadenas productivas de muchos bienes han generado escasez o retrasos en diferentes casos, dando lugar a presiones de precios por el lado de la oferta. Además, la evolución de los mercados laborales constituye otro factor importante en términos de las presiones inflacionarias en algunos países, pues la dinámica de la demanda de trabajadores no ha estado acompañada por una expansión proporcional de su oferta y se han presentado fuertes incrementos en los salarios, lo que genera presiones de costos y aumentos en la inflación. La invasión de Rusia a Ucrania y la incertidumbre asociada con la misma han amplificado las presiones de precios, debido a los recientes incrementos que resultan del precio de las materias primas, el gas, la energía y los fertilizantes[2]. Los precios de los alimentos[3], por ejemplo, han sido afectados en gran medida por estas restricciones de oferta.

Por otra parte, la recuperación económica después de la contracción significativa derivada de las restricciones de movilidad por la pandemia ha generado presiones de demanda que naturalmente impulsan los precios. Los efectos de la llamada "demanda represada" han implicado aumentos significativos del consumo privado, apalancados en el ahorro que forzosamente hicieron los hogares en la pandemia. Igualmente, las medidas contracíclicas adoptadas por los países para enfrentar los impactos recesivos de la pandemia, tanto en el frente monetario como fiscal, también han presionado la demanda.

1 Un ejemplo de esto son las restricciones y congestión en algunos puertos, además de la escasez de contenedores, que causaron un aumento en los costos de los fletes. De acuerdo con el índice de fletes de contenedores del Shanghai Shipping Exchange, el costo de los fletes aumentó 77% durante 2021. Este índice está compuesto por el costo de envío de contenedores en quince rutas que parten desde el puerto de Shanghai.

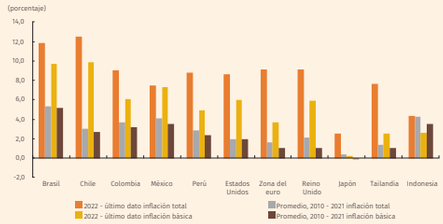
2 Entre julio de 2021 y junio de 2022, el precio internacional del petróleo WTI aumentó 47% y el del gas 37%. Además, de acuerdo con el índice global de fertilizantes del FMI, el precio de estos bienes había aumentado un 75% entre junio de 2021 y mayo del presente año.

3 De acuerdo con el índice de precios de alimentos de la FAO, entre mayo de 2021 y mayo de 2022 el precio internacional de la carne aumentó 13,6%, el de los lácteos un 16,9%, y el índice agregado de alimentos un 22,8%.



Los choques anteriores han llevado a que la inflación se ubique por encima de la meta de las autoridades monetarias en varias economías, en un entorno de mayor volatilidad. Aunque los precios de la energía y los alimentos explican una parte significativa del aumento en la inflación total global, la inflación básica, que excluye los precios de esos bienes, también ha presentado incrementos significativos (Gráfico S1.2).

Gráfico S1.2
Inflación total e inflación básica
(porcentaje)



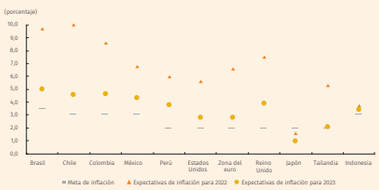

Fuentes: Bancos centrales y oficinas de estadísticas. La inflación básica excluye los precios de los alimentos y la energía.

En este contexto, la inflación en varias economías ha alcanzado los niveles más altos en décadas. En los Estados Unidos la inflación anual observada en junio (9,1%) fue la más alta en los últimos cuarenta años, al igual que en el Reino Unido, donde la inflación (9,1%) también ha alcanzado máximos no registrados hace cuatro décadas. Asimismo, en economías emergentes el crecimiento del IPC ha llegado a niveles históricamente altos. En Colombia se ha alcanzado el nivel de inflación más alto en 21 años, al igual que en México. En Brasil ha llegado a niveles no vistos en los últimos 26 años y en Chile se ha registrado la inflación más alta en 28 años.

Además de la inflación observada, las expectativas de inflación también han aumentado por encima de la meta de los bancos centrales (Gráfico S1.3). En este contexto, los bancos centrales han ajustado su política con el fin de moderar la demanda agregada y retornar las expectativas de inflación a niveles consistentes con sus metas, y así evitar un desanclaje de las expectativas, lo que dificultaría la convergencia de la inflación a la meta.

Aunque inicialmente se consideraba que el aumento de la inflación era de carácter transitorio y determinado principalmente por factores de oferta, su persistencia ha sido mayor de la esperada y se han materializado choques de oferta adicionales. Este panorama plantea perspectivas difíciles y supone retos para los formuladores de política monetaria. A pesar de que la inflación actual es un fenómeno global, existen algunas diferencias en su composición entre regiones.

Gráfico S1.3
Expectativas de inflación




Fuente: Focus Economics. Para economías con rangos como objetivos de inflación se grafica el punto medio de ese rango

### 1. Algunas diferencias en los determinantes de la inflación entre regiones y países

Si bien se observa un aumento generalizado de la inflación en la mayoría de las economías, que se explica, en parte, por fenómenos globales comunes, existen otros choques detrás de este comportamiento cuya naturaleza difiere entre regiones y su impacto es heterogéneo entre países.

Tras el inicio del conflicto entre Rusia y Ucrania, Europa ha sido la región más afectada de forma directa. Esta situación ha supuesto un choque sobre los costos de la energía, siendo este el factor que más ha contribuido recientemente al incremento de los precios. Asimismo, las sanciones internacionales impuestas a Rusia también han agravado las disrupciones sobre las cadenas de suministro de insumos intermedios que venían de la pandemia, lo que supone afectaciones en sectores como el agrícola y el de las manufacturas. Además, el crecimiento de los precios de la vivienda por cuenta de la pandemia ha sido otro de los factores que ha presionado los precios al alza mediante su impacto en los arrendamientos[4]. Al cierre de 2021 la inflación en la zona del euro fue del 2,6%, mientras que la de las economías europeas emergentes se ubicó en un 9,7%, después de haber registrado mínimos históricos en 2020. Para 2022, de acuerdo con pronósticos del FMI, se prevé que la inflación de la zona del euro alcance el 6,6% y que para varias economías emergentes de esa región se registren cifras de dos dígitos al cierre del año[5].

En Asia, hasta el momento, la inflación ha permanecido contenida (1,7% en 2021 y 3,3% en junio de 2022) gracias a unos bajos precios de los alimentos, especialmente del arroz, y a una recuperación económica moderada. La reacción que han tenido los países asiáticos por los recientes rebrotes de la pandemia ha afectado fuertemente el consumo privado, lo que ha generado un entorno de excesos de oferta que ha mantenido la inflación en niveles bajos. No obstante, el incremento generalizado de los precios mundiales de los productos básicos supone un riesgo al alza para la inflación.

4 En algunos países se han dado altos crecimientos de los precios de la vivienda a causa, principalmente, de unas amplias condiciones financieras.

5 Véase, por ejemplo: https://blogs.imf.org/2022/04/19/war-dims-global-economic-outlook-as-inflation-accelerates/



Esto es especialmente relevante para las economías emergentes asiáticas, pues son en su mayoría importadoras netas de estos bienes, por lo que un aumento de sus precios afectaría negativamente sus términos de intercambio. Sin embargo, un factor que podría estar mitigando estas presiones es el incremento observado de las importaciones de petróleo ruso en algunos países como China e India a un precio descontado, dadas las sanciones impuestas a Rusia. Por su parte, el resurgimiento de contagios por Covid-19 en China ha supuesto nuevas disrupciones de oferta. Las medidas impuestas para mitigar la transmisión del virus, a través de su estrategia de cero Covid, podrían resultar en afectaciones significativas de las cadenas de suministro tanto para la región como para el mundo. En este contexto, se espera que la inflación de las economías emergentes asiáticas alcance el 3,4% en 2022, según las cifras reportadas por Focus Economics. Para las economías avanzadas asiáticas se espera una inflación del 2,7% para este año, de acuerdo con los datos más recientes publicados por el FMI.

En el caso de las economías avanzadas de América, en junio los Estados Unidos registró una tasa de inflación del 9,1% y Canadá del 7,7%, sus tasas más altas en décadas. La dinámica inflacionaria en estos países se explicaría principalmente por el comportamiento de los precios de la energía y de la vivienda. En los próximos meses se espera que la inflación disminuya en ambos países y que al cierre de 2022 se ubique en cerca del 5,6% en Canadá y por encima del 7% en los Estados Unidos.

En las economías emergentes de la región desde el año pasado se observa una tendencia al alza de la inflación, principalmente como consecuencia de factores de oferta, en un entorno de recuperación económica y de endurecimiento de las condiciones financieras externas. La mayoría de los países de la región han enfrentado fuertes presiones al alza en la inflación por cuenta de los incrementos de los precios internacionales de los alimentos y, en algunas economías importadoras de petróleo, por fuertes aumentos en los componentes de energía. Algunos de los países de la región experimentaron afectaciones climáticas y efectos de la indexación, lo que ejerció presiones sobre los precios. Así, a finales de 2021 la inflación total se ubicó por encima de las metas de los bancos centrales en la mayoría de las economías. Por país, el aumento de los precios de los alimentos para México, Colombia y Perú, y de los precios de la energía y el petróleo para Brasil y Chile, han sido los determinantes principales de la inflación. Lo anterior en un contexto de fuerte recuperación de la demanda interna en países como Chile y Colombia, y de presiones cambiarias y en el costo de financiamiento externo dado el inicio del ajuste en la política monetaria global. Para 2022 se prevé que la inflación de los países de la región permanezca por encima de las metas de los bancos centrales, ubicándose en el 11,2% al cierre del año, según las más recientes proyecciones del FMI. Colombia, Brasil, Chile, Perú y México finalizarían el año con una inflación entre el 5,5% y el 8,2%.

En un entorno de endurecimiento de las condiciones financieras internacionales por el ajuste de la política monetaria en los países avanzados y una alta aversión global al riesgo, la apreciación del dólar puede generar presiones inflacionarias adicionales en estas economías. Estas presiones cambiarias podrían ser más acentuadas para países con desbalances fiscales y de posición externa importantes.

La situación fiscal puede explicar incrementos de la inflación. Las restricciones iniciales para evitar los contagios al inicio de la pandemia generaron una contracción en la actividad económica sin precedentes, erosionando los ingresos tributarios. Los gobiernos respondieron con medidas contracíclicas para apoyar a las empresas y los hogares durante 2020, lo que causó un aumento del déficit fiscal y del saldo de deuda global, que alcanzó un máximo histórico del 256% del PIB[6]. Las economías avanzadas desplegaron grandes paquetes de apoyo fiscal, con un déficit promedio

6 Fuente: https://blogs.imf.org/2021/12/15/global-debt-reaches-a-record-226-trillion/



entre 2019 y 2020 del 10% del PIB. Por su parte, en los mercados emergentes también se observó un aumento del déficit fiscal y del saldo de la deuda, tanto en Asia como en Latinoamérica. La persistencia de altos niveles de endeudamiento público eleva la percepción de riesgo sobre estos países e implica mayores costos de financiamiento externo para las economías, con consecuentes impactos al alza sobre las tasas de cambio y los precios y las expectativas de inflación. Por su parte, el deterioro del balance externo a través de unos mayores niveles de déficit en la cuenta corriente de las economías emergentes es reflejo también de presiones de demanda y de desbalances entre ahorro e inversión que pueden, a su vez, jalonar mayores presiones inflacionarias.

### 2. Respuesta de los bancos centrales ante las presiones inflacionarias

En el caso de las economías avanzadas, los bancos centrales ya han empezado con la fase de normalización monetaria tanto con la reducción gradual de sus hojas de balance como mediante incrementos en las tasas de interés. La Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y el Banco de Canadá son algunos de los bancos centrales que se encuentran realizando un proceso de reducción del suministro de liquidez mediante el ajuste de sus hojas de balance. En términos de las tasas de interés, los bancos centrales de las economías avanzadas han incrementado sus tasas de referencia de manera continua. La magnitud de los aumentos se ha ubicado entre los 25 pb y los 175 pb desde el inicio del proceso de endurecimiento de la política monetaria en 2021 (Gráfico S1.4). Estados Unidos y Nueva Zelanda se encuentran dentro de los países de este grupo que han incrementado en mayor medida sus tasas de interés (Gráfico S1.4).

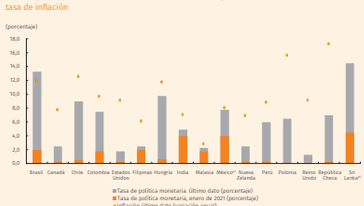
En el caso de los mercados emergentes, el proceso de normalización de la política monetaria comenzó más temprano que el de las economías avanzadas. Dadas las presiones en los precios internacionales y su mayor sensibilidad ante cambios en las condiciones financieras globales, la magnitud de los incrementos de las tasas de interés de referencia ha sido mayor en las economías emergentes. Asimismo, el ritmo de normalización se ha acelerado en los últimos meses, al reflejar las recientes dinámicas de la inflación y sus expectativas en estos países. Desde el inicio del ajuste, la mayoría de estas economías ha registrado incrementos importantes en sus tasas de interés de política, no obstante, este proceso ha sido más heterogéneo que el de las economías avanzadas.

En Latinoamérica, Brasil y Chile se encuentran dentro del grupo de países que más han subido las tasas de interés, con un aumento de 1.125 pb y 850 pb desde marzo y julio de 2021, respectivamente. Los bancos centrales de Colombia y Perú, por su parte, han subido sus tasas de referencia en 575 pb cada uno desde el segundo semestre de 2021. En cuanto a las economías emergentes de Europa, la magnitud de los incrementos de las tasas de política monetaria ha superado los 300 pb en la mayoría de los países, siendo Hungría uno de los que ha efectuado un mayor ajuste, con un incremento de 915 pb desde que inició su proceso de normalización el año pasado. El caso de las economías emergentes asiáticas ha sido diferente, debido a que no han experimentado fuertes presiones inflacionarias. Por esta razón, las autoridades monetarias de la mayoría de estos países no han iniciado sus procesos de ajuste monetario o han incrementado las tasas de interés de manera más gradual (90 pb o menos), con excepción de Sri Lanka, cuyo ajuste ha sido de 1.000 pb desde agosto de 2021, cuando empezó su proceso de normalización monetaria (Gráfico S1.4).

Este panorama plantea retos para las autoridades monetarias en un contexto de recuperación económica y alta incertidumbre. El principal desafío para los formuladores de política está asociado con la calibración del ajuste monetario en términos del momento y la magnitud. Un ajuste demasiado lento o insuficiente implica el riesgo de transitar a un régimen de inflación alta, cuya reversión futura puede ser muy costosa. Un ajuste demasiado rápido o fuerte implica el riesgo de una desaceleración excesiva de la economía o, incluso, una recesión. Las acciones y la clara comunicación por parte de los bancos centrales deben reforzar su credibilidad para



Gráfico S1.4
Tasa de política monetaria (enero de 2021 - último dato) y tasa de inflación




a/ El periodo de referencia para México inicia en febrero de 2021.
b/ La tasa de inflacion de Sri Lanka en junio fue de 54,6%.
Fuente: Bancos centrales.

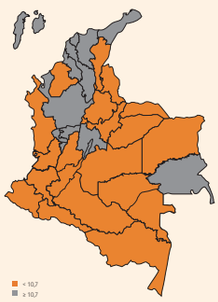
mantener ancladas las expectativas de inflación en la meta y reducir la tendencia al alza de la inflación al menor costo posible en términos de actividad económica presente y futura. Asimismo, la coordinación con la autoridad fiscal resulta fundamental para asegurar un ajuste ordenado y la convergencia de la inflación a su nivel objetivo.

# Sombreado 2
# Economía regional

## 1. Panorama de las economías departamentales en 2021

En 2021, según cifras anuales disponibles para el producto interno bruto (PIB) de 33 territorios del país, las economías departamentales reputaron luego de la profunda contracción observada en 2020 debido a la llegada de la pandemia al país y sus efectos adversos sobre todas las actividades productivas. Según las cifras del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), Bogotá, Antioquia, Valle del Cauca, Cundinamarca, Santander, Atlántico y Bolívar aportaron 8,1 puntos porcentuales (pp) al crecimiento de la economía colombiana (10,7 %). El mejor desempeño de las economías departamentales obedeció a la flexibilización de las restricciones a la movilidad, al avance del plan de vacunación y a la recuperación del consumo privado. Así mismo, la reanudación de las actividades cotidianas, la mejor disposición de compra de los hogares y el alza en las expectativas en las ventas del comercio dinamizaron las economías. Dicha recuperación se vio limitada en algunas regiones donde se registraron cierres en plantas y bloqueos en las vías en el marco del paro nacional del segundo trimestre de 2021, lo que afectó en mayor medida al suroccidente del país.

Mapa S2.1
PIB real departamental, 2021
(variación anual)




Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Entre los departamentos con crecimientos superiores o iguales al total nacional se encuentran varios de la región Caribe (La Guajira, San Andrés y Providencia, Bolívar, Atlántico, Magdalena y Sucre) y del Eje Cafetero (Quindío, Risaralda y Caldas), junto a Antioquia, Cundinamarca y Guainía (Mapa S2.1). La dinámica en estas economías se vio impulsada por la recuperación del consumo privado y por la reanudación de los mercados, reflejo de la reactivación del comercio y la industria. Las actividades de atención de la salud y servicios sociales también contribuyeron al buen resultado. Por su parte, los departamentos que registraron el menor repunte en su actividad económica, por debajo del 5 %, fueron Arauca, Meta y Casanare, caracterizados, principalmente, por la extracción de petróleo. Además, son los únicos que no superaron los niveles de producto previos a la pandemia, teniendo en cuenta una base alta de comparación por la recuperación del sector de hidrocarburos en 2019 en estos territorios.

La Guajira (32,5 %) registró la mayor expansión económica en 2021 frente al resto de los territorios (Gráfico S2.1), a lo que, además de los factores ya mencionados, también contribuyó la extracción del carbón. Esto, dada una base baja de comparación luego de registrar reducciones en precios y menores exportaciones en 2020, sumado a la reanudación de operaciones tras superar la huelga de trabajadores del sector sostenida por tres meses. En el caso de Bolívar, la actividad económica se vio favorecida por la normalización de las operaciones en la Refinería de Cartagena, con una mayor demanda por combustibles para la movilización terrestre y aérea. Guainía se vio favorecida, en particular, por la extracción de oro. Por su parte, en San Andrés y Providencia ayudó, ampliamente,



Gráfico S2.1
Variación anual del PIB real departamental, 2021




Nota: cifras preliminares.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

el restablecimiento del comercio y el turismo luego del paso devastador del huracán Iota en 2020.

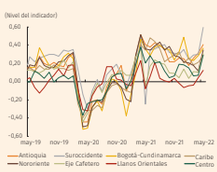
Por sectores, en las actividades de comercio, reparación de vehículos, transporte y almacenamiento, Bogotá participó con una cuarta parte del crecimiento del sector (20,9 %), seguido de Antioquia con 3,4 pp. El Valle del Cauca, Bolívar, Cundinamarca, Santander y Atlántico registraron contribuciones entre 1,7 pp y 1,0 pp. El regreso gradual a la normalidad en la operación de los establecimientos comerciales, las tres jornadas del día sin IVA y la apertura de concesionarios explicaron en gran medida este comportamiento. No obstante, la asistencia restringida en hoteles, bares y restaurantes, junto con las afectaciones en transporte y almacenamiento de mercancías por la difícil situación de orden público durante el paro nacional, no permitieron un mejor resultado.

La industria se reactivó con el levantamiento de las restricciones y la recuperación del ingreso, junto con la confianza de los hogares. La reacción en los planes de producción obedeció al incremento de pedidos internos y externos, dada una mayor apertura de los mercados. Antioquia y Bogotá contribuyeron con cerca de la mitad (7,3 pp) del aumento de la industria (16,4 %), siendo, además, los territorios que más superaron las tasas de crecimiento prepandemia para el sector. Otras zonas del país que se destacaron fueron Cundinamarca, Valle del Cauca, Santander y Atlántico, las cuales en conjunto aportaron 5,7 pp. A pesar de esta buena dinámica, ciertos departamentos se vieron altamente afectados por el paro nacional ante la parálisis en la fabricación de productos como alimentos y bebidas, azúcar y panela, papel y cartón, como fue el caso del Valle del Cauca, Cauca y Risaralda. Adicionalmente, con la crisis global de los contenedores se acentuaron algunos de los problemas logísticos, escasez de insumos y altos costos en los fletes.

En construcción, en más de la mitad de los departamentos se registró un comportamiento positivo, no obstante, ninguno de los 33 territorios superó el escenario prepandemia, continuando así el rezago en el desempeño del sector. En cuanto al crecimiento en 2021 (5,7 %), Antioquia sobresalió por su mayor aporte (3,1 pp), seguida de Valle del Cauca (1,4 pp), Norte de Santander (0,5 pp) y Huila (0,4 pp). En relación con las zonas que registraron contracciones en este sector, Bogotá, Santander, Cundinamarca, Boyacá y Risaralda fueron las de mayor impacto negativo en la actividad constructora. Este comportamiento se asoció con la lenta reactivación de las obras paralizadas con la pandemia y el retraso de nuevos proyectos. En el segundo semestre del año se registró escasez de acero, hierro y alambres, dada la demanda acelerada por la reactivación del sector en el ámbito internacional, posiblemente afectando la programación y el lanzamiento de proyectos.



Gráfico S2.2
Pulso Económico Regional




Nota: El Pulso Económico Regional se construye a partir de sondeos mensuales que se realizan a empresarios y directivos sobre las percepciones de los resultados de su actividad económica en el comparativo anual, con explicaciones a los comportamientos descritos por las mismas fuentes del sondeo. Los niveles del indicador económico fluctúan entre -1 y 1, donde valores por encima de cero representa crecimiento anual y por debajo caídas, pero no corresponde a variaciones porcentuales. El indicador no contiene seguimiento de actividades como la explotación de minas y canteras, entre otras. Regiones: Suroccidente (Valle del Cauca, Cauca, Nariño), Antioquia (Antioquia), Bogotá (Bogotá y Cundinamarca), Caribe (Bolívar, Atlántico, Córdoba, Cesar, Magdalena, La Guajira, Sucre y San Andrés y Providencia), Nororiente (Santander, Norte de Santander y Boyacá), Centro (Tolima, Huila y Caquetá), Eje Cafetero (Caldas, Quindío y Risaralda) y Llanos Orientales (Meta y Casanare). Para consultar metodología véase el Recuadro 2 del informe al Congreso de julio de 2019.
Fuente: Banco de la República

## 2. Evolución de la actividad económica regional durante 2022

De acuerdo con el *Pulso Económico Regional*, calculado por el Banco de la República para ocho regiones del país[1], en lo corrido de 2022 la mayoría de estas han mantenido una buena dinámica de crecimiento, con niveles por encima de los resultados prepandemia. Economías grandes como Bogotá-Cundinamarca, Suroccidente y Antioquia registraron un notable desempeño, seguidas de la región Caribe y Nororiente, y con menor intensidad en el Eje Cafetero, Centro y Llanos Orientales (Gráfico S2.2). Lo anterior, en un entorno favorecido por el impulso de la demanda interna y la recuperación de la oferta manufacturera, superando el complejo escenario de la pandemia del Covid-19. En mayo se observó un repunte significativo para la mayoría de las regiones, con mayor incidencia en la economía del Suroccidente. El ascenso obedeció, principalmente, al efecto base de comparación dado el paro nacional de un año atrás, que afectó en gran medida los sectores transporte, agropecuario e industria, debidos a las restricciones a la movilidad, el desabastecimiento de materias primas y la parálisis de la producción.

En lo corrido de 2022 a mayo el sector comercio estaría teniendo un papel importante en el crecimiento de la actividad económica para los diferentes territorios del país, con mayor relevancia para Antioquia, Bogotá-Cundinamarca, Nororiente y Caribe. La recuperación del comercio interno se sustentó en el levantamiento completo de las restricciones establecidas por la pandemia en las ciudades y el restablecimiento del gasto de los hogares en bienes durables, en particular jalonados por las jornadas de los días sin IVA. También es el reflejo de la base baja de comparación en 2021 que recogió los efectos del paro nacional y los picos de contagio del Covid-19. Las categorías con mejor resultado de las ventas en buena parte de los territorios fueron las asociadas con la normalización de las actividades escolares, laborales y las celebraciones de Semana Santa y Día de la Madre. Adicionalmente, las mayores ventas de vivienda nueva impulsaron la demanda de insumos y materiales para la construcción y remodelación. El desempeño del sector se vio limitado por las dificultades en las cadenas logísticas, el desabastecimiento de inventarios, el acelerado aumento en los precios y las expectativas al alza en las tasas de interés. En el mismo contexto la comercialización

1 El *Pulso Económico Regional* se construye a partir de sondeos mensuales que se realizan a empresarios y directivos sobre las percepciones de los resultados de su actividad económica en el comparativo anual, con explicaciones a los comportamientos descritos por las mismas fuentes del sondeo. Los niveles del indicador económico fluctúan entre -1 y 1, donde valores por encima de cero representan crecimiento anual y por debajo, caídas, pero no corresponden a variaciones porcentuales. El indicador no contiene seguimiento de actividades como la explotación de minas y canteras, entre otras. Regiones: Antioquia (Antioquia), Suroccidente (Valle del Cauca, Cauca, Nariño), Bogotá (Bogotá y Cundinamarca), Caribe (Bolívar, Atlántico, Córdoba, Cesar, Magdalena, La Guajira, Sucre, y San Andrés y Providencia), Nororiente (Santander, Norte de Santander y Boyacá), Eje Cafetero (Caldas, Quindío y Risaralda), Centro (Tolima, Huila y Caquetá), y Llanos Orientales (Meta y Casanare). Para consultar la metodología véase el Recuadro 2 del *Informe de la Junta Directiva al Congreso* de julio de 2019.



de vehículos mostró un descenso pronunciado en ventas, con alguna recuperación en mayo.

En cuanto al turismo, Antioquia, Caribe, Eje Cafetero y Nororiente registraron la mayor recuperación en la ocupación hotelera en el comparativo anual. Esto, en un contexto de normalización y reactivación del transporte terrestre y aéreo de pasajeros, incluso con ampliación de la cantidad de rutas comerciales. Acorde con la dinámica del crecimiento de las ventas del comercio, en las diferentes regiones se observó un notable incremento en los desembolsos de créditos de consumo, en especial por libranza, para libre inversión, en tarjetas de crédito y para vehículo. Los mejores comportamientos en este sentido se presentaron en Caribe, Antioquia y Eje Cafetero. El aumento de las tasas de interés comenzó a percibirse a partir de marzo en todas las regiones, con la desaceleración de los desembolsos, en particular los destinados para el consumo de los hogares.

En los territorios más industrializados, como Bogotá-Cundinamarca, Suroccidente y Antioquia, el restablecimiento de los inventarios y la creciente demanda por manufacturas estaría contribuyendo a la expansión en lo corrido de 2022. La elaboración de alimentos y bebidas y la producción de empaques de papel, cartón y plástico se intensificaron con el retorno a la presencialidad en sitios de trabajo, establecimientos educativos y lugares de entretenimiento. Por su parte, el auge en la demanda del mercado automotriz estimuló el ensamble de motocicletas y vehículos nacionales, junto con la producción de autopartes, a pesar de la falta de componentes que se habría empezado a normalizar recientemente. Otras regiones, adicionalmente, fueron favorecidas en las industrias de textiles, productos químicos y la molinería de arroz. Por otra parte, en algunas zonas cafeteras la trilla de café se vio afectada por las intensas lluvias, la escasez de materia prima, el alza en los costos y fertilizantes y las dificultades logísticas, factores que en conjunto han limitado la expansión sectorial.

Por último, en el sector agrícola más de la mitad de las regiones del país presentaron un resultado negativo durante el periodo de análisis, como consecuencia de las intensas lluvias, la escasez de insumos y la fuerte subida de los costos de los fertilizantes. El Eje Cafetero, Antioquia, Nororiente y Llanos Orientales han tenido menores cosechas de productos que los caracterizan individualmente, como café, banano, plátano, aguacate, cítricos, papa y arroz; este último comenzó a mostrar mejoría al final del periodo de análisis. En contraste, el cultivo de flores en Antioquia creció por la elevada demanda externa para la tradicional celebración de San Valentín y del Día de la Madre, así como la palma de aceite aumentó en los Llanos Orientales y Nororiente. En la actividad pecuaria, los altos precios del ganado vacuno desestimularon el sacrificio para consumo interno. En paralelo, las zonas productoras de carne de pollo y cerdo han registrado una expansión de sus productos ante la sustitución del consumo de la carne de res.

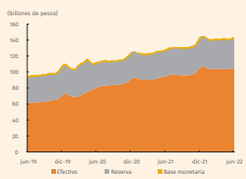
## Sombreado 3
## Base monetaria y M3

Durante el primer semestre de 2022 los agregados monetarios presentaron crecimientos anuales relativamente similares en términos nominales a los registrados en la segunda mitad de 2021, aunque menores en términos reales. Para el mismo periodo los depósitos a plazo se incrementaron y con corte al cierre de junio crecieron en términos anuales a un ritmo similar al de los depósitos a la vista.

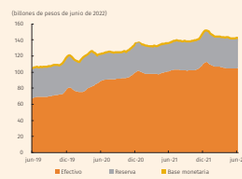
En promedio, durante la primera mitad del año la base monetaria registró un crecimiento nominal anual del 13,7% (vs. 14,3% en la segunda mitad de 2021). En términos reales la base se fue desacelerando y al cierre de junio tuvo una variación anual cercana a cero[1]. Sus dos componentes, el efectivo en poder del público y la reserva bancaria, presentaron tendencias similares (con mayor volatilidad para la reserva bancaria) (Gráfico S3.1)

Gráfico S3.1
Base monetaria, efectivo y reserva bancaria
(saldo y variación porcentual anual, promedio móvil de cuatro semanas: datos a viernes)

A. Saldo en términos nominales



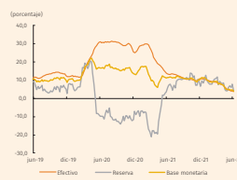

B. Saldo en términos reales[a/]




C. Variaciones anuales nominales




D. Variaciones anuales reales[a/]




a/ Se utilizó el IPC sin alimentos como deflactor.
Fuente: Banco de la República.

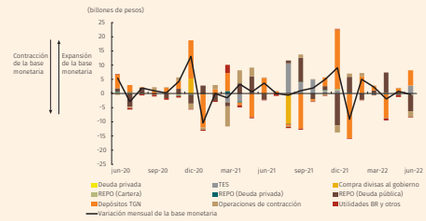
1 En términos reales fue 0,3% (en promedio en las últimas cuatro semanas fue de 3,8%).



En niveles nominales, en el primer semestre de 2022 la base monetaria se redujo en COP 3.108 mm, lo cual se explica por el comportamiento del efectivo (cayó COP 3.256 mm). Esta disminución en el primer semestre del año es usual para la demanda de efectivo, que típicamente alcanza su máximo en las últimas semanas del año y luego se reduce. En 2020 y 2021, en el contexto de la pandemia, este patrón se había visto afectado por la fuerte preferencia por activos líquidos (incluido el efectivo), la cual parece estarse atenuando.

Desde el punto de vista de las fuentes, en la mayor parte del periodo las subastas de repos de expansión y los depósitos de contracción[2] (ventanilla) garantizaron el suministro adecuado de liquidez primaria. Estas operaciones, que le Banco de la República realiza de forma diaria con los intermediarios financieros, permitieron compensar los movimientos de los depósitos del Gobierno en el Banco de la República (que en el primer semestre del año implicaron una contracción de la liquidez primaria)[3], en la magnitud en que estos exceden los cambios en la demanda de base monetaria. La excepción fue el mes de junio, cuando el Banco de la República suministró liquidez a la economía mediante la compra de TES en el mercado por COP 2.839 mm[4] (Gráfico S3.2). Estas compras se realizaron para garantizar que las diferencias entre la oferta y la demanda de base monetaria no generaran presiones en el mercado monetario, y ayudar a que el indicador bancario de referencia (IBR) *overnight*, permaneciera en el nivel de la tasa de interés de política monetaria definida por la Junta Directiva (JDBR). Cabe señalar que en su reunión de marzo la JDBR decidió ajustar el esquema de las operaciones de liquidez, de forma que, en general, se retornaría al uso de los instrumentos que estaban en funcionamiento antes de marzo de 2020[5].

Gráfico S3.2
Base monetaria por fuentes




Fuente: Banco de la República.

2 Depósitos remunerados no constitutivos de encaje.

3 Entre el cierre de diciembre de 2021 y el cierre junio de 2022, los depósitos en pesos del Gobierno Nacional en el Banco de la República se incrementaron COP 9.567 mm, lo que implica una contracción.

4 Además, al finalizar marzo el Banco de la República había reducido su portafolio de TES en COP 556 mm ya que, atendiendo la solicitud del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, las utilidades correspondientes al ejercicio anual de 2021 se pagaron mediante la entrega de TES del portafolio de intervención monetaria del Banco de la República valorados a precios de mercado (véase https://www.banrep.gov.co/es/banco-republica-obtuvo-utilidad-632-mil-millones-mm-2021).

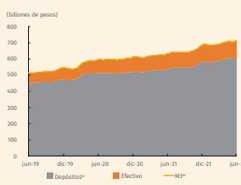
5 Véase Recuadro 2: "Nuevo esquema de operaciones de liquidez del Banco de la República".



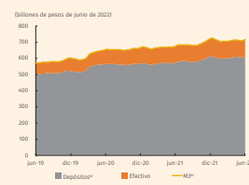
Por su parte, el M3 y los depósitos presentaron una variación anual nominal relativamente estable a lo largo del primer semestre (en torno a 12,5%), y con una tendencia decreciente en términos reales (Gráfico S3.3). Dentro de los depósitos, aquellos a plazo mayor a un año ganaron dinamismo y su saldo se incrementó, después de haber mostrado caídas desde mediados de 2020. A pesar de la aceleración reciente, la participación de los depósitos a largo plazo en el total de depósitos permanece por debajo de lo registrado antes de la pandemia[6] (Gráfico S3.4).

Gráfico S3.3
M3 y sus componentes
(saldo y variación porcentual anual, promedio móvil de cuatro semanas: datos a viernes)

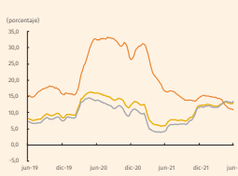
A. Saldos nominales



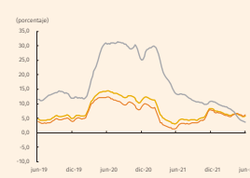

B. Saldos reales[a/]




C. Variaciones nominales




D. Variaciones reales[a/]



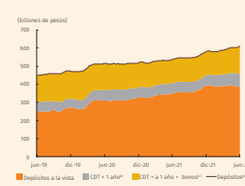

a/ Se utilizó el IPC sin alimentos como deflactor.
b/ Se excluyen los CDT y bonos en poder del Banco de la República.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

6 En promedio, en 2019 los depósitos a la vista correspondían al 55,4% del total de los depósitos, los de plazo mayor a un año al 32,6%, y los de plazo menor a un año al 12%. En junio de 2022, las participaciones fueron, en su orden, 64,1%, 24,1% y 11,8%.

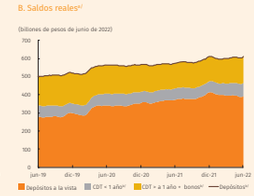


Gráfico S3.4
Depósitos a la vista y a plazo
(saldo y variación porcentual anual, promedio de cuatro semanas)

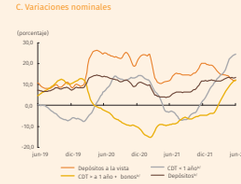
A. Saldos nominales




B. Saldos reales[a/]




C. Variaciones nominales




D. Variaciones reales[a/]




a/ Se utilizó el IPC sin alimentos como deflactor.
b/ Se excluyen los CDT y bonos en poder del Banco de la República.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

## Sombreado 4
## Principales factores que afectan la rentabilidad de las reservas internacionales

Cuadro S4.1
Clasificación de tenedores de bonos emitidos por el gobierno de los Estados Unidos

| Inversionista | Participación (porcentaje) |
|---|---|
| Bancos centrales | 39,3 |
| Fondos Mutuos Locales | 14,1 |
| Fondos e instituciones del exterior | 14,0 |
| Fondos de pensiones locales | 13,6 |
| Bancos locales | 6,9 |
| Autoridades locales y regionales | 5,7 |
| Inversionistas individuales locales | 3,4 |
| Compañías de seguros locales | 1,5 |
| Otros (porcentaje) | 1,5 |
| Total | USD 23,3 bilones |

Fuente: Security Industry Financial Market Association (SIFMA).

Las reservas internacionales en Colombia se invierten, en su mayoría, en bonos de deuda pública emitidos por gobiernos considerados de muy bajo riesgo crediticio, principalmente, los Estados Unidos.

Por ser considerados de muy bajo riesgo crediticio, estos bonos forman parte importante de los portafolios de inversión de todos los bancos centrales del mundo, así como de inversionistas institucionales tales como los fondos soberanos, los fondos de pensiones, los fondos de inversión especializados, los bancos comerciales, etc.

Por ejemplo, como se observa en el Cuadro S4.1, a finales del primer trimestre de 2022 el valor en circulación de los bonos del gobierno de los Estados Unidos, que son considerados como uno de los activos de menor riesgo del mundo, fue de USD 23 billones (b), de los cuales alrededor de USD 9,2 b se encontraban en cabeza de los bancos centrales.

Asimismo, en el cuadro S4.2 puede observarse que cerca del 70 % de las inversiones de las reservas internacionales globales se encuentran en bonos de deuda pública emitidos por gobiernos con altas calificaciones crediticias e instituciones similares, tales como supranacionales y agencias de gobierno.

Los bonos de deuda pública hacen parte de un conjunto de instrumentos financieros denominado "activos de renta fija" en virtud de su característica más importante: obligan al emisor a desembolsar, a favor del poseedor del bono, un flujo de recursos preestablecido. Este flujo puede ser, por ejemplo, una suma fija mensual por un determinado número de años, o una suma fija trimestral, anual o incluso un único desembolso al vencimiento del contrato. Ello contrasta con los llamados "activos de renta variable", principalmente las participaciones accionarias en empresas inscritas en las bolsas de valores, donde el emisor no adquiere una obligación de este tipo.

Los tenedores de títulos de renta fija, como el Banco de la República, derivan utilidades de dos fuentes principales: 1) los intereses recibidos por las inversiones, y 2) los cambios en los precios de las inversiones.

La **primera** se materializa al recibir por parte de los emisores los flujos de recursos asociados con los intereses definidos en cada uno de los diversos bonos. Si el Banco compra un bono con un valor facial de USD 1.000 el día en que es emitido, y ese bono tiene una tasa de interés del 5 % anual, el banco recibe USD 50 cada año, hasta la fecha de vencimiento del bono.



Cuadro S4.2
Composición de las inversiones de las reservas internacionales

| Tipo de Inversión | Globales (porcentaje total) | Colombia (porcentaje total) |
|---|---|---|
| Depósitos | 13,90% | 0,00% |
| Inversiones | 85,10% | 99,94% |
| Bonos de gobiernos de alta calificación crediticia y similares | 68,10% | 96,26% |
| Gobiernos | 59,00% | 79,02% |
| Supranacionales | 3,10% | 1,92% |
| Agencias / Garantizados | 6,00% | 15,31% |
| Bonos de alta rentabilidad | 9,90% | 3,68% |
| Titularizaciones | 4,00% | 0,14% |
| Bonos corporativos de grado de inversión | 5,70% | 2,05% |
| Bonos de grado especulativo | 0,00% | 0,00% |
| Bonos de mercados emergentes | 0,20% | 1,49% |
| Acciones | 7,10% | 0,00% |
| Acciones de países desarrollados | 6,70% | 0,00% |
| Acciones de países emergentes | 0,30% | 0,00% |
| Otros | 1,00% | 0,06% |
| Total | 100,00% | 100,00% |

Fuente: Bancos centrales, FMI, State Street Global Advisors y Official Monetary and Financial Institutions Forum (OMFIF)

Veíamos en el ejemplo del Cuadro S4.1 que el mercado de bonos de deuda pública de los Estados Unidos es enorme y en él interactúan miles de actores financieros acreditados, prácticamente las 24 horas del día. En tiempos de tranquilidad en los mercados financieros, con una inflación controlada y un sistema crediticio funcionando normalmente, como lo observado durante varios años antes de la crisis de 2008, por ejemplo, las fluctuaciones en el precio de los bonos de deuda pública de bajo riesgo crediticio no fueron significativas y, por ende, no tuvieron efectos importantes en el valor de los portafolios que los amparan.

Al contrario, y esta es la **segunda** gran fuente de variaciones en las utilidades de las reservas internacionales, en tiempos de intranquilidad financiera, con mercados crediticios tensionados y volátiles, el precio de los bonos de deuda pública fluctúa en mayor grado y, de esta manera, se afecta el valor de los portafolios que los cobija.

### 1. Cambios en los precios de las inversiones

Para entender la razón por la cual un instrumento de renta fija puede tener efectos muy importantes en el valor del portafolio de inversión de las reservas internacionales y, por tanto, en las utilidades del Banco, conviene empezar por señalar que el precio del bono de deuda pública depende críticamente de las condiciones imperantes en el mercado en el momento de la valoración.

Como se argumentaba, el bono de deuda pública le garantiza a su tenedor un flujo de recursos preestablecido a lo largo de su periodo de maduración. Llamemos a estos lujos FC1, correspondientes al primer periodo, FC2 al segundo periodo, y así sucesivamente. Adicionalmente, en cada momento en la vida del bono, el mercado financiero establece una determinada tasa de interés a la cual, por esa razón, llamamos tasa de mercado.



Es muy claro, entonces, que si bien los flujos FC1, FC2, etc., son fijos, el valor económico del bono de deuda pública no lo es. La razón es que la tasa de interés de mercado no es fija y varía según lo hagan sus diversos determinantes. Por ejemplo, si entre un mes y otro la tasa de interés sube, el valor del bono baja. La razón es que el eventual comprador de los flujos fijos FC1, FC2, etc., tiene mejores alternativas respecto de las que tenía un año atrás, ya que puede comprar un bono recién emitido.

En síntesis, la razón por la cual unos flujos fijos de recursos tienen un valor económico que no es fijo, es que tienen sustitutos a lo largo y ancho del mercado.

Un poco más formalmente, el precio P del bono de deuda pública, emitido a N periodos, se puede definir como:

$$P = \frac{FC_1}{(1+i)} + \frac{FC_2}{(1+i)^2} + \frac{FC_N}{(1+i)^N}$$

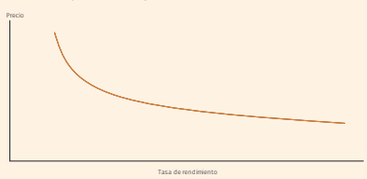
Si la tasa de mercado de hoy es del 10 %, por ejemplo, y el bono vence dentro de un año y el compromiso del emisor es pagarle al tenedor un FC1 de USD 1.000, el precio del bono es de USD 909. Pero si la tasa bajara del 10 % al 5 % hoy, el precio del bono subiría de USD 909 a USD 952.

Un aspecto de enorme relevancia a la hora de determinar el efecto de una determinada fluctuación de la tasa de interés sobre el valor del bono de deuda pública es la cantidad de periodos que el emisor compromete, es decir, el valor de *N* en la ecuación anterior. Esto es así porque para el tenedor del bono de deuda pública un valor FC1 de USD 100, por ejemplo, no es igual a un valor FC3 de USD100.

Siguiendo con el ejemplo anterior, pero usando *N* = 2 en lugar de *N* = 1, supongamos que FC1 = 0 y que FC2 = USD 1.000. Es decir, el bono paga todo al final de su vigencia. Con una tasa de interés de mercado igual al 10 %, el precio del bono sería USD 826,4, en lugar de los USD 909 en el caso anterior. Y si la tasa baja al 5 %, el precio del bono sería USD 907, en lugar de USD 952.

Como corolario, el precio del título aumenta cuando disminuye su tasa de rendimiento y viceversa, tal como se muestra en el Gráfico S4.1. Todo esto, porque para valorar a precios de hoy los flujos futuros (*FC*), es necesario traerlos a valor presente, y para eso se dividen con la tasa de interés (1 + *i*) que les aplica. Como resultado, los valores

Gráfico S4.1
Relación entre el precio de un bono y la tasa de interés




Fuente: Banco de la República.



de los flujos a precios de hoy, y por ende los precios de los títulos, se reducen más en la medida en que sean divididos con tasas más elevadas.

El nivel y el movimiento de las tasas de los instrumentos emitidos en una moneda (*i*) son influenciados por el grado de estabilidad financiera predominante; es decir, por las expectativas en materia de inflación y tasa de cambio, por la solidez percibida en los mercados crediticios y por la sostenibilidad percibida en las finanzas públicas. Debido a eso, las inversiones de las reservas internacionales tienden a valorizarse en periodos en los que los principales bancos centrales reducen las tasas de interés, y a depreciarse cuando los bancos centrales contraen la política monetaria (suben tasas). En periodos en los que la política monetaria se mantiene estable, las reservas internacionales no presentan pérdidas o ganancias considerables por este factor.

Otro aspecto importante que determina las tasas de rendimiento de una buena parte de los instrumentos de renta fija, particularmente los bonos emitidos por emisores diferentes a gobiernos, es el margen o *spread*, es decir, la diferencia entre las tasas de rendimiento de los bonos no gubernamentales y los gubernamentales. Este margen es específico para cada emisor y depende, principalmente, de la calidad crediticia del mismo (menor *spread* equivale a mejor calidad crediticia y viceversa). Esto significa que entre mayor sea la calidad crediticia del emisor del título, menor será la tasa contractual a la cual puede emitir títulos de renta fija. Dicho margen cambia en la medida en que los inversionistas alteran su percepción de riesgo crediticio para determinado emisor. Con esto, una mejora en la calidad crediticia reduce el *spread*, baja la tasa de interés del instrumento de renta fija y este se valoriza. De igual forma, un deterioro en la calidad crediticia produce el efecto contrario sobre el activo.

Otro factor importante sobre el rendimiento de los instrumentos es la duración[1] del portafolio de inversiones que determinará la magnitud en la cual su valoración se verá afectada por movimientos en las tasas de interés (es decir, el cambio en el valor del portafolio debido a variaciones en las tasas de rendimiento). Una mayor duración del portafolio representa un mayor riesgo ante incrementos o reducciones de las tasas de interés. Esto, debido a que entre más lejanos sean los flujos de un título (*FC*), más veces tendrán que dividirse por la tasa de interés (*i*) para valorar el activo en el presente. En consecuencia, el impacto de la tasa de interés es mayor sobre el precio del título, entre mayor sea el plazo del activo. En otras palabras, dada una variación general en el nivel de las tasas de interés o de rendimiento, los portafolios con baja duración experimentarán menores cambios en su valoración que aquellos con más alta duración. Por ejemplo, si las tasas de interés de la economía aumentan en un 1 %, un portafolio de inversión con duración de 1,2 perderá valor en aproximadamente un 1,2 %, mientras que uno con duración de 2,2 perderá aproximadamente el 2,2 % de su valor.

### 2. Intereses recibidos por las inversiones

Los instrumentos de renta fija tienen una tasa de interés contractual, o tasa cupón, que corresponde a la tasa de interés que paga el emisor del título durante el término de la inversión como compensación al inversionista por el riesgo asumido. Una vez establecida en la fecha de emisión del título, la tasa de cupón permanece sin cambios y los tenedores del título reciben pagos de interés fijos con una frecuencia determinada y durante el periodo establecido para la inversión. El emisor decide la tasa de cupón en el momento de la emisión en función de diferentes factores, tales como las tasas de interés vigentes en el mercado y su calidad crediticia, entre otros. Por ejemplo, si una porción del portafolio de las reservas se invierte en un bono del Tesoro de los Estados Unidos, cuya tasa de interés contractual (cupón) es del 2,75 %, entonces, por cada USD 100 de valor nominal, las reservas recibirán intereses anuales de USD 2,75.

1 La duración de un bono es la media del vencimiento de todos los flujos de caja de ese bono; es decir, expresa en años cuánto tiempo tardarán los flujos de caja de ese bono en ser pagados.

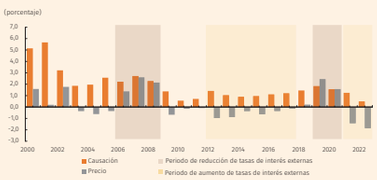
Cada instrumento de renta fija tiene una tasa de interés contractual, o tasa cupón, específica. Sin embargo, al momento de valorar los títulos a precios de mercado, el valor de cada uno de estos refleja la tasa de interés de retorno esperada para ese título. En otras palabras, la tasa de interés del título valorado representa el retorno esperado de esa inversión hasta el momento de su vencimiento, es decir, lo que se pagaría por cada título frente a los flujos esperados de este a futuro (cupones y valor del principal al final). Por ejemplo, si la tasa de interés (*i*) de un título es 0 %, su valor será la suma de los futuros flujos (*FC*), sin ningún ajuste. Es decir, a futuro recibe flujos que suman exactamente el mismo valor que pagó hoy. Así, el inversionista tendrá un retorno del 0 %. Si la tasa del título (*i*) es del 1 %, al descontar los flujos del título (*FC*), el valor presente será menor a la suma de los flujos que recibirá en el futuro. En el segundo caso, el inversionista tendrá un retorno esperado del 1 % debido a que recibe flujos a futuro por un valor mayor en ese porcentaje frente a lo que pagó. De tal forma, en la medida en que las tasas de mercado sean mayores, el título, al valorarlo a precios de mercado, generará mayor valor en términos de intereses causados.

En esa misma línea, dada la forma tradicional de una curva de rendimientos, un portafolio con baja duración tenderá a tener una rentabilidad esperada menor a la de un portafolio con mayor plazo, dado que normalmente las tasas de rendimiento de los bonos de corto plazo son inferiores a las de los de largo plazo. En contraste, un portafolio con una duración más alta será más sensible a los cambios en las tasas de interés, pero tendrá una rentabilidad esperada mayor en el largo plazo.

De acuerdo con lo anterior, se busca que las inversiones de las reservas internaciones tengan un nivel de duración que permita obtener un balance entre los dos factores que explican su rendimiento: 1) los cambios en los precios de las inversiones, y 2) la causación de intereses recibidos por las inversiones.

En el Gráfico S4.2 se muestra que en los periodos 2006-2008 y 2019-2020 (sombra café) se presentó una variación de precios positiva (valorización) significativa sobre las reservas internacionales por las reducciones de las tasas de interés externas. En contraste, en los periodos 2012-2017 y 2021-2022[2] (sombra amarilla) el aumento en las tasas de interés externas, en particular las de los bonos del gobierno de Estados Unidos, ocasionó una desvalorización de las reservas que afectó su rendimiento.

Gráfico S4.2
Componentes de las utilidades del portafolio de reservas internacionales



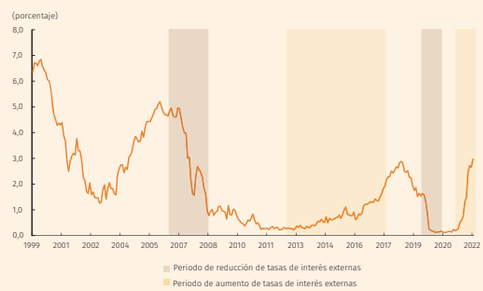

Fuente: Banco de la República.

2 Para 2022 corresponde al rendimiento observado hasta el 30 de junio.



El comportamiento de las tasas de interés externas se presenta en el Gráfico S4.3. Para simplificar, se consideran allí exclusivamente las tasas de los bonos del gobierno de Estados Unidos, los cuales representan más del 80 % del portafolio de las reservas internacionales. En este gráfico se incluyen las mismas áreas sombreadas del Gráfico S4.2 para resaltar cómo las variaciones de las tasas inciden en el rendimiento de las reservas internacionales, en particular, por los cambios en los precios de las inversiones. Se observa que en el periodo 2019-2020 se presentó una fuerte caída en las tasas de interés, la cual explica la importante valorización de los títulos que tuvo lugar en ese periodo. En contraste, se observa cómo el fuerte y rápido aumento en las tasas de interés que se ha observado desde finales de 2021 ha tenido un impacto negativo en la valoración de las inversiones del portafolio de reservas y, en esa medida, en su rentabilidad reciente.

Gráfico S4.3
Tasas de interés bonos de los Estados Unidos de 2 años




Fuente: Data License, Bloomberg.



## Sombreado 5
## Participación del Banco de la República en el Banco de Pagos Internacionales

En cumplimiento de la Ley 1484 del 12 de diciembre de 2011, que autorizó la incorporación del Banco de la República como accionista del Banco de Pagos Internacionales (BPI)[1], en el presente sombreado se presenta un informe de las actividades más relevantes realizadas ante esa entidad durante los últimos meses. De acuerdo con la autorización conferida, el Banco suscribió 3.000 acciones del BPI por un valor de 65.712.000 derechos especiales de giro (DEG), equivalentes a USD100.978.710, las cuales se mantienen registradas a su costo de adquisición en DEG en el rubro aportes en organismos y entidades internacionales.

Este año, según lo estipulado por la Junta de Gobernadores del BPI, se decidió pagar un dividendo normal por acción, que supone un aumento de DEG 10 con respecto al dividendo pagado en el periodo 2020-2021. De esta manera, las utilidades correspondientes al periodo 2021-2022 se destinaron al pago de dividendos propuesto, al Fondo General de Reserva y al Fondo Libre de Reserva[2].

En los últimos meses, las directivas del Banco de la República han participado activamente en las reuniones periódicas que el organismo realiza para examinar los acontecimientos recientes y las perspectivas de la economía global y de los mercados financieros. Las discusiones más recientes de las reuniones de gobernadores de países miembros del BPI se han enfocado en diversos temas, tales como el proceso de normalización monetaria, las perspectivas de inflación, los flujos de capital en un contexto de endurecimiento monetario, las expectativas de inflación y los retos de comunicación de los bancos centrales, la evolución del empleo y los salarios, los desarrollos en el mercado de vivienda, el cambio climático y el ciclo económico, y las finanzas descentralizadas.

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 abril del informe *Business Continuity Planning during and after the Covid-19 Pandemic*[3] del Grupo Consultivo de Gestión de Riesgos (CGRM, por su sigla en inglés). También se resalta la participación del Banco de la República en las reuniones periódicas del Grupo Consultivo sobre Innovación y Economía Digital (CGIDE, por su sigla en inglés), en las que se han discutido cuestiones relacionadas con la arquitectura de las monedas digitales de bancos centrales (CBDC, por su sigla en inglés) y el intercambio de datos mediante interfaz de programación de aplicaciones (API).

Se destaca, también, la participación de las directivas del Banco en las conferencias y seminarios organizados en el marco de la 21.ª Conferencia Anual del BPI, que se realizó a finales de junio de este año en Basilea, Suiza. En esta ocasión, las discusiones se enfocaron en la inflación y las redes de producción, el anclaje de las expectativas de inflación, los criptoactivos, la regulación de los gigantes tecnológicos (*bigtech*), las plataformas digitales y el futuro del sistema monetario. Adicionalmente, en el marco de la asamblea general anual del BPI, el organismo realizó la presentación de los capítulos del *Informe Económico Anual, 2022*, el cual está dividido en tres capítulos, que se enfocan en: 1) los desarrollos de la coyuntura económica en términos del retorno de la inflación y los retos de política macroeconómica para disipar los riesgos de estanflación; 2) el paso hacia un régimen de alta inflación y el papel de la política monetaria, y 3) el futuro del sistema monetario.

1 Esta institución internacional fue creada en 1930 y reúne actualmente a 63 bancos centrales. Su misión consiste en servir a dichas entidades en su búsqueda por la estabilidad monetaria y financiera, fomentando la cooperación internacional en esas áreas, así como servir como banco para los bancos centrales miembros. Su sede principal se encuentra en Basilea (Suiza), y cuenta con dos oficinas de representación: una en Hong Kong y otra en Ciudad de México.

2 El Fondo General de Reserva tiene como objetivo contar con recursos disponibles para hacer frente a las pérdidas en las que incurra el BPI. Los recursos que quedan de las utilidades netas anuales se asignan usualmente al Fondo Libre de Reservas, una vez se realiza la repartición de dividendos y la transferencia al Fondo General de Reservas.

3 El reporte está disponible en: https://www.bis.org/publ/othp49.htm



Por otra parte, representantes del Banco asistieron virtualmente a otros eventos organizados por el BIS como: 1) la Conferencia por el Centenario del Banco Central de la Reserva del Perú, organizada junto con este banco central, en la que se discutieron temas relacionados con la política monetaria y la inflación, la recuperación económica y la consolidación fiscal, y los principales riesgos financieros en la coyuntura actual, y 2) la segunda edición del *BIS Innovation Summit*, que se enfocó en el futuro del dinero y los pagos, las monedas digitales de los bancos centrales (CBDC), las finanzas descentralizadas (DeFi) y las nuevas tecnologías, entre otros temas. Ambos eventos se celebraron a finales de marzo y reunieron a gobernadores de bancos centrales, altos funcionarios, académicos y personalidades del sector privado para debatir sobre los temas mencionados.

Por último, a principios de junio el BIS realizó la segunda edición de la Green Swan Conference[4], organizada junto con el Banco Central Europeo, la Red para Enverdecer el Sistema Financiero y el Banco Popular de China. Este evento tiene como objetivo ahondar sobre temas relacionados con el establecimiento y las operaciones de política monetaria en el contexto del cambio climático, y el papel de las finanzas en la transición climática, lo que incluye la transparencia y la divulgación, los planes de transición y la financiación de la innovación verde.

4 La agenda y las grabaciones del evento están disponibles en el siguiente enlace: https://www.bis.org/events/green_swan_2022/overview.htm

# Recuadro 1
# Nuevo esquema de operaciones de liquidez del Banco de la República

## 1. Introducción

Con el inicio de la emergencia sanitaria en marzo de 2020, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) adoptó una serie de medidas encaminadas a garantizar el apropiado flujo de recursos de crédito y a facilitar el funcionamiento adecuado de los mercados financieros y de los sistemas de pagos[1]. En abril de 2022, dadas las saludables condiciones de los mercados financieros, la JDBR ajustó el esquema de operaciones de liquidez para adaptarlo a situaciones de normalidad.

## 2. Medidas tomadas durante la pandemia para regular la liquidez[2]

En el contexto de extrema volatilidad de los mercados financieros globales ocasionado por la pandemia del Covid-19, la JDBR tomó algunas medidas, con las cuales se expandió el flujo de liquidez a la economía. En términos generales, se ampliaron los plazos y los cupos de las subastas de operaciones de expansión transitoria (repos), se incluyeron nuevos títulos admisibles, se extendió el uso de las operaciones de liquidez a nuevas contrapartes[3] y se eliminó el límite individual aplicado a los repos con deuda pública[4].

En cuanto a los repos instrumentados con títulos de deuda pública, se permitió el uso de los Títulos de Solidaridad, además de los títulos ya admisibles, y se realizaron subastas a plazos más largos, entre ellas a los plazos de nueve meses y un año. Lo anterior se complementó con las compras definitivas de TES clase B que realizó el Banco de la República.

Por otro lado, se activaron las subastas de repos instrumentados con títulos de deuda privada calificada y se implementaron las compras definitivas de títulos emitidos por establecimientos de crédito mediante subastas, con vencimiento remanente menor o igual a tres años[5]. Estas operaciones de expansión definitiva se realizaron entre el 24 de marzo y el 20 de abril de 2020 y en ellas podían participar todas las entidades autorizadas como agentes colocadores de operaciones de mercado abierto (OMA), excepto las sociedades de capitalización y las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías (SAFP) por cuenta propia o por cuenta de sus fondos administrados (distintos a fondos de cesantías).

En relación con las contrapartes en repos instrumentados con deuda pública y privada, se extendió el acceso a las entidades aseguradoras, las sociedades titularizadoras, al Fondo Nacional del Ahorro (FNA), la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN), Finagro, Findeter, a las SAFP por cuenta propia o por cuenta de sus fondos administrados[6], y a las sociedades comisionistas de bolsa (SCB), sociedades fiduciarias (SFD) y sociedades administradoras de inversión (SAI) por cuenta propia y por cuenta de sus fondos de inversión colectiva abiertos.

1 Véase el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de marzo de 2021.

2 Para más información véase el Recuadro 3: "Análisis de las medidas implementadas por el Banco de la República desde una perspectiva de estabilidad financiera" (María Fernanda Meneses y Camilo Eduardo Sánchez) del *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre de 2020.

3 El conjunto de entidades autorizadas para realizar operaciones de expansión transitoria se denomina agentes colocadores de operaciones de mercado abierto (OMA).

4 El límite existente aplicaba para los establecimientos de crédito y las sociedades comisionistas de bolsa pertenecientes al Programa de Creadores de Mercado de Deuda Pública del Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Para acceder a operaciones de expansión transitoria con el Banco de la República que se realizaran con títulos de deuda pública, el saldo promedio de dichas operaciones durante los últimos treinta días calendario no podía representar un monto superior al valor del patrimonio técnico de cada entidad.

5 A los repos con títulos de deuda privada no les aplicó un límite individual.

6 Para el caso de los repos con deuda privada, solamente podían participar las SAFP por cuenta de sus fondos de cesantías.



Gráfico R1.1
Cupo y monto adjudicado diario de las subastas de repos con deuda pública a todos los plazos



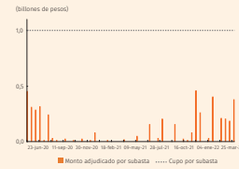

Nota: se presenta el cupo y el monto adjudicado durante el período en el cual el Banco de la República implementó medidas como respuesta a la pandemia (marzo 2020-abril 2022).
Fuente: Banco de la República; cálculos de los autores.

Gráfico R1.2
Cupo y monto adjudicado diario de las subastas de repos con deuda privada




Nota: se presenta el cupo y el monto adjudicado desde marzo de 2020 cuando se activó esta facilidad, hasta abril de 2022 cuando se desactivó.
Fuente: Banco de la República; cálculos de los autores.

Gráfico R1.3
Cupo y monto adjudicado de las subastas de repos con pagarés




Nota: se presenta el cupo y el monto adjudicado desde mayo de 2020 cuando se activó esta facilidad, hasta abril de 2022 cuando se desactivó.
Fuente: Banco de la República; cálculos de los autores.

En mayo de 2020 se autorizó el mecanismo de repos instrumentados con títulos valores provenientes de operaciones de cartera (pagarés)[7]. Estos repos tenían un plazo de seis meses y podían acceder a ellos los establecimientos de crédito que fueran autorizados como agentes colocadores de OMA. Se realizaron subastas cada dos semanas, los jueves, hasta el 31 de marzo de 2022[8].

La estructura del nuevo esquema permitió garantizar al mercado la liquidez transitoria y permanente necesaria. En cuanto a las operaciones de expansión transitoria (repos), la ampliación de los montos, contrapartes, plazos y títulos admisibles significaron una expansión monetaria importante respecto a lo que normalmente requiere la economía. Por ejemplo, en marzo de 2020, cuando se registró la mayor intensidad en el uso de estas operaciones, incluyendo como garantía títulos de deuda pública que se admitían tradicionalmente, títulos de deuda privada y pagarés, se inyectó a la economía (incluyendo repos a un día y a plazo) un monto de COP14,662 mm, equivalentes a cerca del 15,6 % de la base monetaria promedio de 2019. Adicionalmente, durante marzo y abril de 2020, meses en los que se concentraron las operaciones con las nuevas medidas, el Banco compró COP8,7 b de títulos privados y COP2,8 b de TES, lo que en conjunto significó el 12,2 % de la base monetaria promedio de 2019. El cupo y el monto adjudicado en los repos con títulos de deuda pública, privada y pagarés se encuentra en los gráficos R1.1, R1.2 y R1.3. El valor de las ventas definitivas de títulos de deuda privada y TES se encuentra en el Gráfico R1.4.

## 3. Nuevo esquema de provisión de liquidez

Dado que los riesgos derivados de la pandemia para la liquidez del sistema financiero se atenuaron, y propendiendo por el adecuado funcionamiento del sistema de pagos, el 31 de marzo de 2022 la JDBR decidió ajustar el esquema de las operaciones de liquidez para llevarlo a condiciones de normalidad a partir del 4 de abril de 2022. Este ajuste implicó el retorno al esquema previo a la pandemia, pero con algunas mejoras.

En primer lugar, se definieron las siguientes entidades como contrapartes del Banco de la República en los repos instrumentados con deuda pública: 1) establecimientos de crédito (incluido Bancóldex) que registren pasivos para con el público; 2) establecimientos de crédito y sociedades comisionistas de bolsa por cuenta propia que participen en el Programa de Creadores de Mercado de Deuda Pública del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, y 3) SCB, SFD y SAI exclusivamente por cuenta de sus fondos de inversión colectiva abiertos. Este esquema de contrapartes permite una mejor transmisión de la política monetaria, al tiempo que asegura el acceso a entidades como las administradoras de fondos de inversión colectiva abiertos que, como se observó durante la pandemia, cumplen un papel clave en la distribución de liquidez del sistema financiero, en especial en tiempos de crisis.

En segundo lugar, se autorizaron como contrapartes elegibles del repo intradía y su conversión automática en *overnight* a todas aquellas entidades que participan en el sistema CUD del Banco de la República, con excepción de los operadores de información de la seguridad social, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, el Instituto Colombiano de Crédito Educativo y Estudios Técnicos en el Exterior (Icetex) y las infraestructuras del mercado financiero. Se mantuvo como contrapartes elegibles para estas operaciones a las cámaras de riesgo central de contraparte (CRCC). Este cambio les otorgó acceso al repo intradía y su conversión automática en *overnight* a las sociedades titularizadoras, entidades aseguradoras, sociedades de capitalización, sociedades de intermediación cambiaria y servicios financieros especiales (Sicfes) y sociedades especializadas en depósitos y pagos electrónicos (Sedpes). Esta medida contribuye a un funcionamiento más eficiente del sistema de pagos, al permitir que un grupo más amplio de entidades pueda utilizar la facilidad del repo intradía para administrar perturbaciones a su liquidez.

7 Al saldo de los repos con pagarés les aplicó un límite correspondiente al 15 % de los pasivos para con el público.

8 Esta medida se complementó con la autorización de su terminación anticipada y voluntaria a partir de marzo de 2021, con plazos superiores a 45 días calendario, y siempre y cuando hubiesen transcurrido por lo menos 30 días calendario desde su cumplimiento.



Gráfico R1.4
Expansión definitiva con títulos de deuda privada y TES




Nota: se presenta el cupo y el monto adjudicado desde marzo de 2020 cuando se activaron las facilidades de expansión con deuda privada, hasta finales de abril de 2020 cuando se desactivaron.
Fuente: Banco de la República; cálculos de los autores.

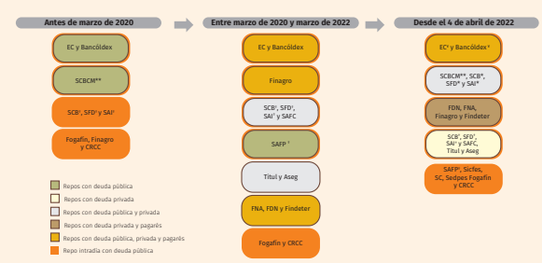
En tercer lugar, el Banco de la República anunció que ofrecería diariamente repos a plazo de siete días calendario con títulos de deuda pública en esquema de cascada[9] con los repos de plazo *overnight*. Lo anterior con el objetivo de contribuir a disminuir la carga operativa de las entidades en el manejo de la liquidez. Normalmente, la subasta a plazo de siete días no se ejecutará cuando se estén realizando subastas de operaciones de contracción.

Finalmente, se anunció la suspensión de dos mecanismos de provisión de liquidez implementados en 2020: los repos instrumentados con títulos de deuda privada y pagarés, y los repos instrumentados con títulos de deuda pública a plazos de nueve meses y un año. Los mecanismos se podrán activar cuando la situación de la economía lo requiera. El Banco de la República informó que continuará monitoreando las condiciones de los mercados y, en caso de que lo considere necesario, tomará las medidas que se requieran para mantener el flujo adecuado de la liquidez en la economía. El resumen de las medidas de liquidez que se establecieron antes, durante y después de la emergencia sanitaria se encuentra en el Diagrama R1.1.

9 Esquema de cascada: secuencia en un mismo día de subastas de repos a diferentes plazos, en las cuales el cupo de cada subasta depende de lo que se adjudicó en la subasta anterior.



Diagrama R1.1
Contrapartes y títulos admisibles en los repos de expansión y en el repo intradía




† Indica que las entidades pueden acceder por cuenta propia y por cuenta de terceros o fondos administrados.
¥ Para expansión transitoria con deuda pública, los EC y Bancóldex deben registrar pasivos para con el público (PPP) o participar en el programa de creadores de mercado. Para expansión transitoria con pagarés, los EC y Bancóldex deben registrar saldo de PPP.
* Indica que las SCB, SFD y SAI pueden participar por cuenta de los fondos de inversión colectiva abiertos que administren.
** Indica que las SCBCM pueden participar únicamente por cuenta propia.
EC: establecimientos de crédito, SCBCM: sociedades comisionistas de bolsa creadoras de mercado, SCB: sociedades comisionistas de bolsa, SFD: sociedades fiduciarias, SAI: sociedades administradoras de inversión, Títul: sociedades titularizadoras, Aseg: entidades aseguradoras, FNA: Fondo Nacional del Ahorro, FDN: Financiera de Desarrollo Nacional, SAFP: sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías, Sicfes: sociedades de intermediación cambiaria y de servicios financieros especiales, SC: Sociedades de capitalización, Sedpes sociedades especializadas en depósitos y pagos electrónicos, CRCC: cámaras de riesgo central de contraparte, SAFC: SAFP por cuenta de sus fondos de cesantías.
Fuente: Banco de la República; cálculos de los autores.

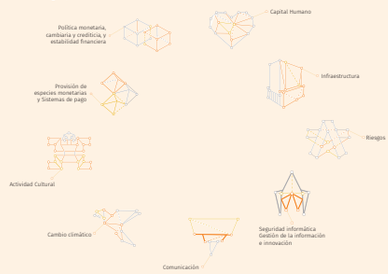
## Recuadro 2
## Plan Estratégico, 2022-2025, del Banco de la República

En noviembre de 2021, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) aprobó el Plan Estratégico, 2022-2025, en el cual se definieron los objetivos estratégicos de los próximos años. La JDBR hará seguimiento de este Plan y le realizará anualmente una revisión.

Los objetivos del Plan Estratégico fueron enmarcados dentro de la misión del Banco de la República (Banco) de: "Contribuir al bienestar de los colombianos mediante la preservación del poder adquisitivo de la moneda, el apoyo al crecimiento económico sostenido y el aporte a la estabilidad financiera, al buen funcionamiento de los sistemas de pago, a la generación de conocimiento y a la actividad cultural del país"[1]. La visión que orienta el Plan Estratégico se definió en términos de: "Ser un banco central que genera confianza, contribuye al bienestar de los colombianos y opera con excelencia, eficiencia, transparencia y sostenibilidad"[2].

Para definir los objetivos del Plan Estratégico en cada tema se analizaron tendencias económicas, tecnológicas, sociales, legales y ambientales, incluidos los retos que impone el cambio climático, en un contexto de banca central y su posible impacto en las funciones del Banco de la República. Este ejercicio fue particularmente desafiante dada la incertidumbre generada por los efectos de la pandemia, que aceleró el uso de nuevas tecnologías y la innovación en las formas de trabajo y de prestación de servicios. Los temas incluidos en el Plan Estratégico, que sirven de guía para priorizar las actividades del Banco de la República, se presentan en el Diagrama R2.1.

Diagrama R2.1
Plan estratégico, 2022-2025




Fuente: Banco de la República.

1 https://www.banrep.gov.co/es/somos-el-banco-central-de-colombia

2 Para más detalle consultar: https://www.banrep.gov.co/es/el-banco/gobierno-corporativo/plan-estrategico-2022-2025



### 1. Política monetaria, cambiaria y crediticia, y estabilidad financiera

El Banco continuará robusteciendo los procesos de análisis y evaluación de la política monetaria, cambiaria y crediticia, y evaluando y actualizando su función para contribuir a la estabilidad financiera del país. De igual manera, como parte importante del aporte del Banco a la sociedad, se continuará fortaleciendo la investigación económica y su difusión.

### 2. Provisión de especies monetarias y sistemas de pago

El Banco atenderá de manera eficiente las necesidades de efectivo que demanda la economía colombiana incluyendo, entre otros, nuevas alternativas para la recirculación del billete en buen estado y nuevas tecnologías para contar con billetes más duraderos, manteniendo altos estándares de seguridad.

Se avanzará en la implementación de la política pública de pagos electrónicos del Banco, con énfasis en el desarrollo de pagos en línea; se evaluarán las opciones para ampliar la oferta de pagos transfronterizos y se analizarán la conveniencia y riesgos de la emisión de una moneda digital de banca central. Adicionalmente, se continuará con la modernización de la infraestructura tecnológica para mejorar la prestación de servicios y la capacidad para operar los sistemas de pago en situaciones de contingencia.

### 3. Actividad cultural

La presencia de la Red Cultural del Banco en el país se fortalecerá mediante el impulso a la innovación en los ámbitos físicos y digitales para contribuir a cerrar brechas de acceso al conocimiento, a las colecciones, a la programación y a los servicios culturales. Con este propósito se continuará avanzando en tres frentes: primero, en favorecer la producción e intercambio de conocimiento y la creación colaborativa con públicos diversos; segundo, en la transformación de los servicios presenciales, en sede y fuera de ella, y tercero, en el conocimiento de los públicos y sus necesidades en los diferentes contextos.

### 4. Cambio climático

Se hará un ejercicio de reflexión para analizar el impacto del cambio climático en las funciones del Banco y se definirá una estrategia para manejar los riesgos que se identifiquen. Además, se continuará reduciendo la generación de huella de carbono, y se seguirá contribuyendo en las discusiones sobre los retos del cambio climático en la economía y las mejores prácticas para su gestión, mediante una agenda de investigación y programas educativos desde la actividad cultural.

### 5. Capital humano

El Banco fortalecerá el desarrollo profesional de su personal, la mejora continua del ambiente laboral, el trabajo en equipo y el desarrollo del liderazgo y de las competencias estratégicas. Además, atendiendo un mundo en constante evolución y cambio, el Banco incluirá en su estrategia de organización distintos modelos de trabajo que se adecuen a las necesidades de las áreas. De igual forma, continuará incentivando una cultura organizacional que promueva la diversidad y la inclusión.

### 6. Infraestructura

El Banco definirá una política sobre la gestión de la infraestructura para avanzar en la actualización, optimización y mantenimiento de sus edificaciones en todo el país. Para lograrlo, se avanzará en la elaboración de los diagnósticos de sismorresistencia de los inmuebles del Banco y en la identificación y posterior intervención de las áreas físicas requeridas para su operación eficiente, acorde con las nuevas modalidades de trabajo.

### 7. Riesgos

El Banco fortalecerá el modelo de manejo integral de riesgos, que contará con un componente de gestión de riesgo reputacional. Adicionalmente, se definirá el marco y el apetito por el riesgo, para así mejorar los estándares de su gestión.



### 8. Innovación, seguridad informática y gestión de la información

El Banco incrementará la eficiencia tecnológica, fomentará la innovación y fortalecerá la ciberseguridad y la detección temprana de ciberataques. Además, consolidará un modelo de gestión de datos que permita un mejor aprovechamiento, acceso y uso de información interna y externa.

### 9. Comunicación

Mediante comunicaciones sobre su gobierno corporativo, funciones, decisiones y procesos, el Banco contribuirá al impacto de sus políticas y su credibilidad. Además, se fortalecerán las relaciones con los grupos de interés externos y el orgullo de su personal de trabajar en el Banco. De igual manera, el Emisor avanzará en la estrategia de comunicación hacia la opinión pública, con una mayor atención a los públicos digitales.

Los nueve temas del Plan Estratégico 2022-2025 se desplegaron en 38 objetivos. Para su seguimiento, el Consejo de Administración del Banco, integrado por los cinco miembros de dedicación exclusiva de la JDBR, aprobó 76 indicadores, cuyo cumplimiento será evaluado semestralmente por parte de dicho Consejo.



## 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. Esto, con el fin de tener la capacidad de convertir los activos de reserva en efectivo de una manera rápida y a bajo costo, y que algunos de los tramos definidos se puedan liquidar más rápidamente.

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

**Riesgo crediticio:** solamente se invierte en activos que cuenten con altas calificaciones crediticias, dado que estas inversiones tienen una baja probabilidad de incumplimiento en sus pagos. La calificación crediticia mínima para gobiernos y entidades relacionadas con gobiernos es A-. Con respecto a los emisores privados, la calificación mínima es A+ para exposiciones a emisores individuales, y BBB- (grado de inversión) cuando se invierte 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 cuando las monedas de reserva se fortalecen frente al peso colombiano, y disminuye en los años en que se debilitan. Por tanto, las variaciones de las monedas no tienen impacto sobre el estado de resultado integral. El Banco de la República, así como la mayoría de los bancos centrales del mundo, tienen monedas diferentes al dólar estadounidense en su composición cambiaria con el fin de cubrir los pagos del país en el exterior, ya que estos se hacen en muchas monedas. Es importante tener en cuenta que las cotizaciones de las monedas son altamente volátiles y con frecuencia no tienen tendencias definidas en el largo plazo. Esto hace que sea muy difícil pronosticar confiablemente su comportamiento.

**Riesgo de contraparte:** para mitigar el riesgo de contraparte las operaciones se liquidan mediante mecanismos pago contra entrega, se requiere que las contrapartes para la negociación de renta fija sean creadoras de mercado y que las contrapartes para la negociación de divisas cuenten con altas calificaciones crediticias. Los mecanismos pago contra entrega buscan que el intercambio de papeles por efectivo o el intercambio de pagos en una operación de divisas se hagan simultáneamente con el fin de eliminar la posibilidad de que una de las partes del negocio incumpla. Las contrapartes de divisas deben tener una calificación

crediticia mínima de A- si cuentan con un contrato marco ISDA[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 junio de 2022 el valor del tramo de corto plazo era USD 27.950,2 m, de los cuales USD 1.238,5 m corresponden al capital de trabajo y USD 26.711,7 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 a 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, preservando un portafolio conservador, con un perfil de rentabilidad esperado superior al del tramo de corto plazo y al de su índice de referencia. Su objetivo es maximizar la rentabilidad ajustada por riesgo en dólares estadounidenses, la moneda en la cual se valoran las reservas internacionales, para la porción del portafolio que se considera menos probable de utilizar en un plazo de doce meses. De esta forma, se busca el máximo retorno sujeto a las restricciones de que el rendimiento esperado en dólares estadounidenses de este tramo sea positivo con una probabilidad del 95 % y que el valor esperado de una posible pérdida no supere el 1 % en un horizonte de tres años. Actualmente el tramo de mediano plazo está conformado, en su mayoría, por portafolios de manejo activo que buscan generar una rentabilidad más alta que el índice de referencia[3]. A junio de 2022 el valor del tramo de mediano plazo ascendía a USD 24.278,3 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 junio de 2022 el valor de mercado del tramo del oro en las reservas ascendía a USD 272,6 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.

1 El contrato marco establecido por la International Swaps and Derivatives Association (ISDA) tiene como objetivo establecer los términos y condiciones que rigen para los derivados sobre el mostrador negociados entre entidades.

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-.



## 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 junio 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, 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 junio 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 0,74 y del tramo de mediano plazo de 1,39. 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 junio de 2022 la porción del portafolio de inversión administrada internamente corresponde a USD 37.300,7 m (71,05 % del portafolio de inversión), mientras que el programa de administración externa ascendía a USD 15.200,3 m (28,95 % 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: DWS International GmbH, Goldman Sachs Asset Management, L.P., J.P. Morgan Asset Management (UK) Limited, Pacific Investment Management Company LLC, State Street Global Advisors Trust Company y UBS Asset Management (Americas) Inc. (Gráfico A1.2). Los recursos que manejan estas entidades se encuentran en las cuentas de custodia del Banco de la República y los contratos de los administradores se pueden cancelar cuando se considere necesario. Las inversiones en los fondos administrados por el Banco de Pagos Internacionales (BPI) también se consideran parte del programa de administración externa. A estos fondos solamente tienen acceso los bancos centrales y entidades multilaterales, y tienen como propósito hacer inversiones en activos apropiados para las reservas internacionales mundiales, en un esfuerzo cooperativo entre diferentes países[10].

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 permitidos 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.

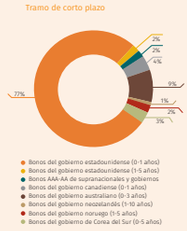
8 Véase el Recuadro "Nueva composición cambiaria del portafolio de reservas internacionales" en el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de marzo de 2012 para una explicación detallada de la metodología de composición cambiaria de las reservas.

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

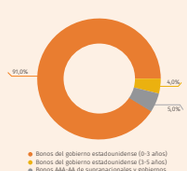


Gráfico A1.1
Composición del índice de referencia
(información al 30 de junio de 2022)

1. Tramo de corto plazo

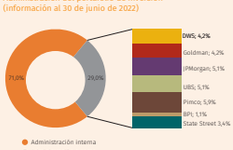



2. Tramo de mediano plazo




Fuente: Banco de la República.

Gráfico A1.2
Administración del portafolio de inversión
(información al 30 de junio de 2022)




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

10 En la actualidad se invierte en un fondo de títulos emitidos por el gobierno de China (USD 293,57 m) y un fondo de títulos emitidos por corporaciones no financieras (USD 264,43 m).