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 1476 | Bogotá, D. C., miércoles, 18 de octubre de 2023 | EDICIÓN DE 28 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 2023)



JUNTA DIRECTIVA

Presidente

Ricardo Bonilla González
Ministro de Hacienda y Crédito Público

Directores

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

Gerente General

Leonardo Villar Gómez

Bogotá, agosto 3 de 2023

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

Estimados señores:

La Junta Directiva del Banco de la República, de conformidad con lo previsto en el artículo 5° de la Ley 31 de 1992, presenta a consideración del Honorable Congreso de la República su Informe al Congreso en el cual se presentan los resultados macroeconómicos del primer semestre de 2023 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 **12**

2. Entorno macroeconómico **20**
   2.1 Evolución y perspectivas del entorno macroeconómico internacional **20**
   2.2 Evolución y perspectivas de la actividad económica y el mercado laboral **25**
   2.3 Evolución y perspectivas de la situación fiscal **31**
   Sombreado 1: Economía regional **35**
   Recuadro 1: Evolución reciente del balance ahorro-inversión y su financiamiento **40**

3. Inflación y decisiones de política monetaria **44**
   3.1 Evolución y perspectivas de la inflación **44**
   3.2 Decisiones de política monetaria **47**
   Recuadro 2: Efectos económicos de la indexación y su prevalencia en Colombia **49**

4. Evolución y perspectivas de los mercados financieros y de crédito **53**
   4.1 Intermediación financiera de los establecimientos de crédito **53**
   4.2 Mercados financieros locales **63**
   4.3 Exposición al riesgo de mercado del sistema financiero y evolución del portafolio de las instituciones financieras no bancarias **67**
   Sombreado 2: Base monetaria y M3 **69**
   Recuadro 3: Resiliencia del sistema financiero colombiano: análisis a partir del reciente período de estrés bancario en Estados Unidos **73**

5. Balance externo y reservas internacionales **78**
   5.1 Evolución y perspectivas de la balanza de pagos de Colombia **78**
   5.2 Reservas internacionales **81**
   Sombreado 3 Participación del Banco de la República en el Banco de Pagos Internacionales **87**

6. Situación financiera del Banco de la República **89**
   6.1 Estado de situación financiera del Banco de la República (balance general) **89**
   6.2 Estado de resultados (PyG) **91**

7. Los pagos en la economía colombiana **97**
   7.1 Avances en torno al sistema de pagos inmediatos **97**
   7.2 Panorama global de la moneda digital de banca central (CBDC) **101**
   Recuadro 4: La digitalización reciente de los pagos en Colombia **104**

Anexo: Políticas de administración del portafolio de inversión de las reservas internacionales **107**

Índice de gráficos

Gráfico 2.1 Crecimiento económico mundial **20**
Gráfico 2.2 Precios internacionales de algunas materias primas **21**
Gráfico 2.3 Inflación total al consumidor e inflación al consumidor excluyendo alimentos y energía para el G7 y la OCDE **22**
Gráfico 2.4 Inflación total al consumidor **22**
Gráfico 2.5 Tasa de interés de política monetaria **23**
Gráfico 2.6 Indicadores de percepción de riesgo en los mercados financieros internacionales **25**
Gráfico 2.7 Prima de riesgo (CDS a cinco años) para algunas economías de la región **25**
Gráfico 2.8 Flujos de portafolio hacia economías emergentes por parte de no residentes **25**
Gráfico 2.9 Producto interno bruto (PIB) **26**
Gráfico 2.10 Población ocupada por dominio geográfico **29**
Gráfico 2.11 Empleo por posición ocupacional (agregado nacional) **30**
Gráfico 2.12 Tasa global de participación por dominio geográfico **30**
Gráfico 2.13 Tasa de desempleo por dominio geográfico **31**
Gráfico 2.14 Índice de vacantes de diferentes fuentes **31**

Diagrama S1.1 PIB real departamental, 2022 **35**
Gráfico S1.1 Variación anual del PIB departamental, 2022 **36**
Gráfico S1.2 Pulso Económico Regional **37**

Gráfico R1.1 Déficit en la cuenta corriente y balances de ahorro e inversión de Colombia por sector institucional **41**
Gráfico R1.2 Financiamiento del déficit de la cuenta corriente de Colombia por instrumento financiero **41**
Gráfico R1.3 Balance ahorro inversión de Colombia por componentes de ingresos y gastos **41**
Gráfico R1.4 Balance ahorro inversión de los hogares por componentes de ingresos y gastos **42**
Gráfico R1.5 Balance ahorro inversión de los hogares por instrumento financiero **42**
Gráfico R1.6 Balance ahorro inversión de las sociedades no financieras por componentes de ingresos y gastos **42**
Gráfico R1.7 Balance ahorro inversión de las sociedades no financieras por instrumento financiero **43**
Gráfico R1.8 Balance ahorro inversión del Gobierno General por componentes de ingresos y gastos nominales **43**
Gráfico R1.9 Balance ahorro inversión del Gobierno General por componentes de ingresos y gastos nominales **43**

Gráfico 3.1 Índice de precios al consumidor (IPC) **45**

Gráfico R2.1 IPC de subcanastas relacionadas con la indexación **50**
Gráfico R2.2 Crecimiento de la productividad total de los factores (PTF) y tasa de informalidad en 2022 **51**

Gráfico 4.1 Indicadores de solvencia de los establecimientos de crédito **53**
Gráfico 4.2 Indicador de riesgo de liquidez promedio simple a treinta días de los establecimientos de crédito **54**
Gráfico 4.3 Coeficiente de fondeo estable neto de los establecimientos de crédito **54**
Gráfico 4.4 Composición del balance de *Silicon Valley Bank* y del sistema bancario colombiano **55**
Gráfico 4.5 Crecimiento real anual de la cartera bruta de los establecimientos de crédito **56**
Gráfico 4.6 Percepción de la demanda de crédito para los establecimientos de crédito **56**
Gráfico 4.7 Cambios de las exigencias en la asignación de nuevos créditos **57**
Gráfico 4.8 Cambio en la oferta de nuevos créditos **57**
Gráfico 4.9 Deuda sobre ingreso disponible de los hogares (DTI) **58**
Gráfico 4.10 Carga financiera promedio ponderado de los hogares que accedieron a nuevos créditos **58**
Gráfico 4.11 Ahorro bruto de los hogares y sus componentes **58**
Gráfico 4.12 Endeudamiento del sector corporativo privado, por cobertura cambiaria, IED y comercio exterior del deudor **59**
Gráfico 4.13 Indicador de calidad por mora (ICM) **59**
Gráfico 4.14 Tasa de política monetaria (TPM), tasa interbancaria (TIB) e IBR (*overnight*, a 1, 3, 6 y 12 meses) **60**
Gráfico 4.15 Tasa de interés activas **61**
Gráfico 4.16 Tasas de interés nominales pasivas **62**
Gráfico 4.17 Saldo de los depósitos a la vista y a plazo **62**
Gráfico 4.18 Rentabilidad del activo (ROA) **63**
Gráfico 4.19 Distribución del ROA entre entidades **63**

Gráfico 4.20 Comportamiento del mercado cambiario de la región **64**
Gráfico 4.21 Índice de tasas de interés en algunas economías de la región **65**
Gráfico 4.22 Tasas cero cupón TES en pesos por plazo, índice de deuda privada y tasa de política monetaria **65**
Gráfico 4.23 Compras netas acumuladas por año de los inversionistas extranjeros en el mercado al contado de TES **66**
Gráfico 4.24 Compras netas acumuladas por año de los inversionistas extranjeros en el mercado al contado de TES **67**
Gráfico 4.25 Rentabilidad de las instituciones financieras no bancarias **68**
Gráfico 4.26 Fondos de inversión colectiva abiertos sin pacto de permanencia (activo y aportes netos) **68**

Gráfico S2.1 Base monetaria, efectivo y reserva bancaria **70**
Gráfico S2.2 Base monetaria por fuentes **71**
Gráfico S2.3 M3 y sus componentes **72**

Gráfico R3.1 Ejercicio de sensibilidad estático de solvencia **75**
Gráfico R3.2 Ejercicio de sensibilidad del IRL (retiro depósitos a la vista) **76**
Gráfico R3.3 *WATM gap* por plazos **77**

Gráfico 5.1 Composición de las reservas internacionales **82**
Gráfico 5.2 Composición del portafolio de inversión por sectores **83**
Gráfico 5.3 Distribución de las inversiones por calificación crediticia **83**
Gráfico 5.4 Composición cambiaria del portafolio de inversión **84**
Gráfico 5.5 Duración del Portafolio de Inversión **84**
Gráfico 5.6 Acuerdos recientes de la LCF **85**

Gráfico 7.1 Porcentaje de pagos digitales sobre el volumen total de pagos **97**
Diagrama 7.1 Estándares internacionales en la provisión de pagos inmediatos **98**
Gráfico 7.2 Actividades de los bancos centrales alrededor de la CBDC (mayorista y minorista) **101**

Gráfico R4.1 Frecuencia de uso de canales electrónicos con respecto a hace dos años **104**
Gráfico R4.2 Uso de canales de pago durante el último mes **104**
Gráfico R4.3 Tenencia de productos o medios de pagos por área geográfica **105**
Gráfico R4.4 Tenencia de productos o medios de pagos por ingresos de los hogares **105**
Gráfico R4.5 Uso de instrumentos de pago por ingreso del hogar **105**

Gráfico A1.1 Composición de los índices de referencia de los tramos de corto y mediano plazo **110**
Gráfico A1.2 Administración del portafolio de inversión **111**

Índice de cuadros

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

Cuadro 5.1 Balanza de pagos de Colombia **79**

Cuadro 6.1 Estado de situación financiera del Banco de la República clasificado por criterio económico **90**
Cuadro 6.2 Estado de resultados (PyG) del Banco de la República, enero-junio **92**
Cuadro 6.3 Proyección del estado de resultados del Banco de la República, 2023 **94**

Introducción

En el transcurso del primer semestre de 2023 la economía colombiana continuó avanzando en el proceso de ajuste requerido para corregir los desequilibrios macroeconómicos y controlar las presiones inflacionarias acumuladas tras los diversos choques de oferta y la rápida expansión de la demanda durante 2021 y 2022, la cual superó el crecimiento potencial de la economía.

El ajuste económico en curso ha sido posible gracias a la moderación del crecimiento de la demanda interna y a la progresiva disolución de los choques de oferta que elevaron los costos de producción. La demanda interna comenzó a desacelerase en los últimos meses de 2022 y se contrajo un -0,2 % en el primer trimestre de este año, debido al menor crecimiento del consumo de los hogares y a la caída de la formación bruta de capital. Por su parte, los menores precios internacionales de las materias primas, la paulatina normalización de las cadenas de suministro y la apreciación de la tasa de cambio han contribuido a disipar los choques de oferta, lo cual se ha reflejado en una disminución de la inflación anual de precios al productor desde un nivel del 19,2 % a finales de 2022 al 4,7 % en junio de 2023[1].

El menor dinamismo de la demanda interna se ha venido reflejando en una desaceleración progresiva de la actividad económica. Es así como en el primer trimestre de 2023 el PIB registró un crecimiento anual del 3,0 %, ritmo equivalente a una tercera parte del crecimiento promedio anual que se observó durante los tres primeros trimestres de 2022 (9,1 %). Según el indicador de seguimiento de la economía (ISE) que elabora el DANE, esta pérdida de dinamismo continuó en abril y mayo, al registrarse variaciones de ese indicador del -0,8 % y 0,6 %, respectivamente, frente a los mismos meses de 2022. Estos resultados fueron inferiores a lo observado en marzo (1,4 %), en la serie del ISE ajustada por efecto estacional y calendario. Ello apunta a que el crecimiento del PIB seguirá declinando en el segundo trimestre, lo cual es coherente con el pronóstico de crecimiento del PIB ligeramente inferior al 1,0 % para 2023 elaborado por el equipo técnico. A pesar de la desaceleración económica en curso, el mercado laboral sigue mostrando fortaleza, como se deduce del continuo descenso de la tasa de desempleo en el agregado nacional hasta el trimestre móvil terminado en mayo (10,4 %), su valor más bajo desde el inicio de la pandemia del covid-19[2].

La desaceleración de la actividad económica es un fenómeno que se anticipaba, en parte, como resultado de la política monetaria restrictiva que adoptó el Banco de la República para controlar las presiones inflacionarias. A la menor actividad económica también estaría contribuyendo una política fiscal menos expansionista que en 2022, según se contempla en los pronósticos presentados en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2023* (*MFMP-23*). A esto se añadió una desaceleración de la demanda externa relevante para el país debido al menor crecimiento de los socios comerciales, en un contexto internacional de altas tasas de interés de política monetaria, tasas de inflación por encima de sus metas y elevada incertidumbre generada por la prolongación de la invasión de Rusia a Ucrania.

1 Corresponde a la variación anual del IPP de oferta interna.

2 Al cierre de este Informe se conocieron los datos de la Gran Encuesta Integrada de Hogares de junio, con los cuales la tasa de desempleo se mantuvo estable en su medición desestacionalizada del agregado nacional para el trimestre móvil (10,3 %), aunque con una reducción para el dato puntual de junio.

La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) ha sido reiterativa en sus diversas comunicaciones sobre la necesidad de adelantar este proceso de ajuste, para lograr el retorno gradual de la inflación a la meta del 3 %, corregir los desequilibrios macroeconómicos y asegurar la sostenibilidad del crecimiento económico en el largo plazo. La responsabilidad constitucional que recae sobre el Banco de la República, sobre la cual se hizo énfasis en el pasado *Informe al Congreso*, exige mantener una inflación baja y estable en consonancia con la política económica en general, de manera que permita apoyar un crecimiento económico sostenible y un balance externo financiable. Las decisiones de política monetaria se han adoptado con el respaldo de la sólida base institucional y técnica que soporta el esquema de inflación objetivo, cimentada en la experiencia acumulada durante más de dos décadas por el banco central.

Los motivos específicos que ha tenido la JDBR para emprender un proceso de ajuste monetario, el más fuerte desde que el Banco de la República adoptó la estrategia de inflación objetivo, han sido complejos y de diversa índole. Las presiones inflacionarias provinieron inicialmente de choques de oferta de origen externo e interno que presionaron al alza los costos y precios de los alimentos y otros productos de consumo, a las cuales se agregaron presiones de origen cambiario. Estos choques llevaron a un incremento de las expectativas de inflación, lo cual desató un proceso de indexación de precios, que se exacerbó debido a los excesos de demanda que surgieron en 2022. La respuesta de la política monetaria mediante el incremento de las tasas de interés buscaba reducir los excesos de demanda, contener el aumento de las expectativas y limitar los efectos de la indexación de precios. Todo ello crea las condiciones propicias para permitir que, a medida que los choques de oferta cedan y se alivien, y con ello las presiones de costos, la inflación empiece a reducirse. Este es un proceso que se cumple con cierto rezago, pero que, dado el tiempo que la política monetaria lleva actuando, ya se ha empezado a producir, como lo mostró la reciente disminución de la tasa de inflación y la revisión a la baja de sus expectativas a diferentes plazos.

Acorde con el mandato constitucional de asegurar una coordinación de la política monetaria con la política económica general, además de mitigar las presiones inflacionarias, el ajuste monetario viene cumpliendo el propósito de corregir los desequilibrios macroeconómicos que ponen en riesgo la estabilidad de la economía colombiana. Al respecto, no cabe duda de que el crecimiento del PIB del 7,3 % en 2022 fue sobresaliente, al haber más que duplicado el crecimiento mundial (3,5 %) y superado ampliamente la expansión de América Latina y el Caribe (3,9 %), según cifras del FMI. Un dinamismo económico tan elevado trae importantes ganancias de bienestar, en particular cuando permite reducir las tasas de desempleo, como ha venido ocurriendo en Colombia; sin embargo, es un crecimiento insostenible en tanto se fundamenta en una situación fiscal ampliamente deficitaria y en un preocupante incremento en el endeudamiento de los hogares. Ello generó un exceso de demanda agregada que no solo presionó al alza la inflación y sus expectativas, sino que también amplió el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos a niveles históricamente altos durante varios años.

El déficit de la cuenta corriente aumentó desde un nivel del 5,6 % del PIB en 2021, que ya era elevado, a uno del 6,2 % del PIB en 2022, uno de los más altos observados en Colombia. La ampliación del desbalance externo en 2022 se produjo en un año en el que los precios internacionales del petróleo, el carbón y el café se mantuvieron en niveles favorables, lo que contribuyó al buen desempeño de las exportaciones. No obstante, para cubrir los faltantes de oferta, la economía incrementó de manera importante su demanda de importaciones, impidiendo una reducción del desbalance externo. Como consecuencia, la economía colombiana recurrió a un mayor endeudamiento externo, bien sea como flujo de inversión de portafolio o como endeudamiento directo. Todo esto muestra la vulnerabilidad que significa para la economía mantener un nivel de gasto que supera significativamente sus ingresos.

La política monetaria restrictiva, junto con el aumento en la carga tributaria, han venido induciendo un ajuste progresivo de estos desequilibrios. La desaceleración de la demanda interna iniciada a partir del cuarto trimestre de 2022 ocurrió de la mano de una moderación del consumo de los hogares, cuyo crecimiento en el primer trimestre de 2023 fue del 3,0 %, comparado con un incremento del 9,5 % en 2022. Esto último se ha reflejado en una desaceleración del crédito de consumo, que pasó de crecer desde un ritmo cercano al 23 % anual a finales del tercer trimestre del año anterior, a algo menos del 7,0 % anual a mediados de junio de 2023. De haberse continuado con una expansión tan rápida del crédito de consumo, se habría podido generar una situación insostenible sobre la capacidad de pago de los hogares. Asimismo, la formación bruta de capital, que tuvo un desempeño sobresaliente en 2022, empezó a mostrar ajustes en sus principales componentes. La principal fuente de dicha corrección ha sido la inversión en maquinaria y equipo, que en el primer trimestre del año presentó caídas tanto en términos trimestrales como anuales, principalmente en el rubro de equipo de transporte.

A la par con el avance en la corrección de los desequilibrios macroeconómicos, la inflación total interrumpió la tendencia creciente que mantuvo hasta marzo de 2023. En efecto, luego de alcanzar un nivel del 13,1 % al cierre del año anterior, la inflación total se mantuvo estable alrededor del 13,3 % durante los primeros tres meses de 2023, y a partir de abril empezó a descender, para ubicarse en 12,1 % en junio. Los alimentos han sido el rubro que más ha contribuido a este cambio de tendencia, al haber reducido su variación anual del 27,8 % en diciembre pasado al 14,3 % en junio. Esta variación ha sido compensada en alguna medida por el incremento de la inflación de regulados, debido a los sucesivos aumentos en los precios de la gasolina.

Por su parte, la inflación básica (sin alimentos ni regulados) continúa mostrando rigidez, al ubicarse en el 10,5 % en junio, lo que refleja procesos de indexación de precios. La subcanasta de servicios ha sido especialmente afectada por el fenómeno de indexación, a lo cual se han agregado las presiones de costos laborales, el aumento en los precios de los alimentos que han presionado al alza las comidas fuera del hogar y la elevada demanda por servicios de entretenimiento. Este comportamiento debería ir cediendo a medida que los efectos de la política monetaria terminen por transmitirse a la economía, y la tendencia decreciente de la inflación se refleje en una revisión a la baja de las expectativas de variación de precios por parte del público. Así lo prevén los pronósticos del equipo técnico y las expectativas del mercado que anticipan una inflación decreciente durante los próximos dos años.

1. Resumen ejecutivo

Entorno macroeconómico internacional

La economía mundial se expandió a un ritmo cercano al 2,6% anual en el primer trimestre de 2023, según estimaciones de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), en respuesta al dinamismo de las grandes economías emergentes, como India, Indonesia y Brasil. A este grupo se suma la economía de China, a pesar de que su desempeño en lo corrido de 2023 ha estado por debajo de su promedio histórico, y de aquel que las autoridades chinas esperaban, luego de haber abandonado la política de "cero-covid" en diciembre. La persistencia del crecimiento de Estados Unidos también ha contribuido al dinamismo mundial. En el ámbito internacional se destaca la progresiva mejora de la confianza de los consumidores, la normalización en las cadenas globales de suministro y la dinámica favorable de las actividades de servicios. Para lo que resta del año se anticipa una desaceleración del crecimiento mundial, en medio de un clima económico incierto caracterizado por tensiones geopolíticas, riesgos a la estabilidad financiera, elevado endeudamiento en muchas economías, y los efectos de políticas monetarias restrictivas en numerosos países, cuyas tasas de inflación continúan por encima de sus metas, a pesar de los descensos logrados hasta el momento. La pérdida de dinamismo se concentraría en las economías avanzadas, para la cuales el Fondo Monetario Internacional (FMI) prevé un crecimiento del 1,5% en 2023, comparado con una expansión del 2,7% en 2022. Las economías emergentes y en desarrollo lograrían un crecimiento del 4,0% en el presente año, igual al del año anterior (4,0%). Sin embargo, para América Latina y el Caribe, el FMI pronostica que el crecimiento disminuya del 3,9% en 2022 al 1,9% en 2023[3].

Durante el primer semestre de 2023 la inflación a nivel mundial ha venido cediendo, presionada a la baja por los efectos de las políticas monetarias restrictivas, la desaceleración de la actividad económica global, la normalización de las cadenas globales de suministro, y la moderación de los precios de las materias primas. Al alivio de las presiones inflacionarias también han contribuido las disminuciones de los precios internacionales de los alimentos, destacándose la moderación de los precios de los aceites vegetales y los cereales, como el trigo y el maíz[4]. Igualmente, se han registrado reducciones en los precios de los fertilizantes y en la cotización del gas natural en Europa. Además, los precios del petróleo se han reducido desde un nivel promedio cercano a los USD100 por barril en 2022, a cotizaciones que este año han fluctuado alrededor de los USD80 por barril para la referencia Brent. El FMI prevé que la dinámica de moderación de la inflación se mantenga en los próximos meses, y que la inflación mundial anual promedio pase del 8,7% en 2022 al 6,8% en 2023. No obstante, a diferencia de la inflación total, la inflación básica ha mostrado rigidez en muchos países. Según la OCDE, esto se explica por las elevadas presiones inflacionarias en el componente de servicios, la estrechez en los mercados laborales y la modificación de los patrones de demanda desde los bienes hacia los servicios.

El dólar estadounidense ha presentado un comportamiento volátil en lo corrido del año, en medio de cambios en las expectativas sobre la magnitud del ajuste monetario por parte de la Reserva Federal (Fed); una mayor aversión al riesgo causada por los problemas en algunos bancos regionales en Estados Unidos, y la incertidumbre en torno a las negociaciones del techo de la deuda estadounidense. El debilitamiento reciente del dólar se explica por las expectativas de que, luego de hacer un último ajuste, la Fed detenga el ciclo de incrementos de la tasa de interés, teniendo en cuenta que la inflación anual en Estados Unidos se redujo al 3% en junio, frente al 4,0% anual registrado en mayo. Al mismo tiempo, se esperan mayores alzas de tasas de interés por parte de los bancos centrales de otras economías desarrolladas.

3 International Monetary Fund (2023). *World Economic Outlook*: A Rocky Recovery, Washington, D. C., abril.

4 La ruptura del acuerdo para la exportación de cereales entre Ucrania y Rusia ocurrida recientemente podría volver a presionar al alza los precios de los cereales.

Actividad económica en Colombia

Luego de alcanzar un elevado crecimiento del 7,3% en 2022, el dinamismo del PIB se moderó en el primer trimestre de 2023, al registrar una cifra del 3,0% anual. Este comportamiento fue jalonado por una demanda externa neta positiva, debido, primordialmente, a una caída de las importaciones, en especial de las de bienes de capital, afectadas por la desaceleración de la actividad económica. La demanda interna contribuyó de manera negativa al crecimiento, lo que se reflejó en la pérdida de dinamismo del consumo de los hogares y la contracción de la formación bruta de capital. Con respecto a los sectores productivos, el único que decreció fue la construcción, mientras que la agricultura y la minería lograron crecimientos positivos marginales, en contraste con sus caídas del cuarto trimestre de 2022.

En el contexto del ajuste macroeconómico que redujo el dinamismo de la demanda interna, al examinar sus principales componentes se encuentra que el consumo de los hogares disminuyó su crecimiento al 3,0% anual en el primer trimestre, comparado con una expansión del 11,1% anual en el mismo trimestre de 2022. Esta desaceleración reflejó las contracciones ocurridas en el consumo de bienes durables (-8,1%) y semidurables (-3,2%), debido a las altas tasas de interés del crédito de consumo y de las tarjetas de crédito que financian estos tipos de gasto, junto con una mayor carga tributaria. Este resultado también se explica por la elevada base estadística asociada con el mayor consumo de este tipo de bienes que indujo los días sin IVA en 2022[5]. Por su parte, el consumo de bienes no durables disminuyó su crecimiento al 1,3% anual, frente a una expansión del 5,1% anual en el mismo periodo de 2022, como resultado de los mayores precios de los alimentos y de los combustibles. La formación bruta de capital se contrajo un 9,6% anual en el primer trimestre, lo que contrasta con una expansión correspondiente del 20,6% anual durante el primer trimestre del año anterior, lo cual reflejó la fuerte caída de la inversión en maquinaria y equipo (-7,9%), principalmente asociada con las menores importaciones de equipo de transporte.

Por el lado de la oferta, las actividades financieras y de seguros, y las actividades artísticas, de entretenimiento y de recreación, fueron las que registraron mayores dinamismos durante el primer trimestre del año. El sector de la construcción tuvo un bajo desempeño (-2,8%), principalmente debido a la contracción de las obras civiles (-15,2%), con lo cual sus niveles se ubicaron sustancialmente por debajo de los de prepandemia.

El equipo técnico del Banco de la República pronostica un crecimiento del PIB del 0,9% en 2023, lo cual indica que la actividad económica continuará desacelerándose en lo que resta del año. Al respecto, los resultados del ISE para abril y mayo mencionados ya permiten anticipar un bajo desempeño económico en el segundo trimestre. El bajo crecimiento que se prevé para 2023 se daría en un entorno internacional caracterizado por condiciones financieras apretadas, baja dinámica de los socios comerciales y menores términos de intercambio a los obtenidos en 2022. En

5 Los días sin IVA en 2022 se realizaron el 11 de marzo, 17 de junio y 2 de diciembre.

el ámbito interno, la transmisión en curso de los efectos de la política monetaria contractiva, la política fiscal menos expansiva, según lo expuesto por el Gobierno Nacional en el *MFMP-2023*, además de los bajos niveles de confianza de consumidores e inversionistas, redundarán en la pérdida de dinamismo de la actividad económica. El menor crecimiento económico previsto para este y el próximo año terminará de corregir los excesos de demanda aún existentes, lo cual contribuirá a consolidar la convergencia de la inflación hacia la meta, y permitirá avanzar en la disminución del desbalance externo. Este ajuste creará las condiciones propicias para retornar a una senda de crecimiento acorde con la capacidad productiva del país, en un contexto de estabilidad de precios.

Empleo

La tasa de desempleo continuó descendiendo en términos anuales durante los primeros meses de 2023, de tal forma que en el agregado nacional registró un nivel del 10,4% en el trimestre móvil terminado en mayo, ubicándose por debajo de su promedio histórico. El dinamismo del empleo ha estado explicado, en mayor medida, por la recuperación de la ocupación en el área rural. En particular, entre mayo de 2022 y 2023 el empleo rural creció un 4%, cifra mayor a la observada en el área urbana (2,9%). Este comportamiento se refleja en un incremento de la tasa de ocupación, que en el agregado nacional se ubicó en el 57,6% en el trimestre móvil terminado en mayo, con un incremento anual de 1,1 puntos porcentuales (pp). Por sectores económicos, las mayores contribuciones a la variación anual del empleo, en el agregado nacional, estuvieron a cargo de las ramas del comercio y alojamiento, manufacturas y las actividades profesionales.

Hasta mayo de 2023 el segmento asalariado, que había sido un importante impulsor de la creación de empleo durante el periodo posterior a la pandemia, se ha estabilizado. Por su parte, el segmento no asalariado ha registrado un crecimiento importante, del orden del 6,4% frente a diciembre de 2022. Este comportamiento refleja la mejor dinámica del empleo en el área rural, que se caracteriza por ocupaciones de tipo informal. El mayor dinamismo del empleo no asalariado y el estancamiento del asalariado explican el incremento en la tasa de informalidad durante este periodo. Es así como la tasa de informalidad se ubicó en el 57,3% en mayo de 2023, cifra superior en 0,3 pp a la observada en diciembre de 2022, cuando registró un nivel del 57%.

La participación laboral, medida a través de la tasa global de participación, se ubicó en el 64,3% en el trimestre móvil terminado en mayo para el agregado nacional, con un aumento anual de 0,6 pp. El crecimiento de la participación laboral fue liderado por su aumento en el área rural (0,7 pp), superior a la observada en el área urbana (0,5 pp). Por género, el incremento anual de este indicador fue mayor en las mujeres (1,2 pp) que en los hombres (0,1 pp). Al mismo tiempo, la mayor demanda laboral para las mujeres se manifestó en una reducción anual de su tasa de desempleo (-1,1 pp), superior a la observada para los hombres (-0,8 pp).

A pesar de los altos niveles actuales de vacantes y de reducciones de la tasa de desempleo, que señalan que el mercado laboral se mantiene estrecho, es previsible una pérdida de dinamismo de este mercado en los próximos meses, lo que se traduciría en ligeros incrementos de la tasa de desempleo. Así lo sugieren los resultados de la *Encuesta trimestral de expectativas económicas* (ETE) del Banco de la República de abril, que mostró que la diferencia entre los empresarios que planean aumentar su planta de personal y aquellos que la esperan disminuir, en un horizonte de entre tres y seis meses, se redujo frente a la registrada en enero de 2023. Este resultado apunta a una menor dinámica de la ocupación en el segmento asalariado en el futuro cercano.

Inflación y política monetaria

La inflación de precios al consumidor mantuvo una tendencia creciente en el transcurso del año anterior, y al cierre de 2022 alcanzó un 13,1%. Durante el primer trimestre de 2023 esta se estabilizó alrededor del 13,3% anual y a partir de abril comenzó a mostrar una tendencia decreciente, hasta ubicarse en junio en el 12,1% anual, un punto porcentual por debajo del nivel registrado en diciembre de 2022. Los descensos de la tasa de inflación durante el segundo trimestre han sido explicados, entre otros factores, por la caída de la inflación de alimentos; los ajustes a la baja de los precios internacionales de algunos alimentos, materias primas y costos de transporte; la apreciación de la tasa de cambio, y la reducción de la inflación de precios al productor. Lo anterior, en un contexto de una moderación del crecimiento de la demanda interna, la cual obedece a una mayor carga tributaria y a una tasa de interés de política monetaria que se ubica en terreno contractivo. El alivio sobre las presiones inflacionarias atribuible a estos factores ha sido, en parte, compensado por el alza en los precios de los combustibles.

Dentro de los factores que explican la tendencia decreciente de la inflación, sobresale la importante reducción de la variación anual de los precios de los alimentos. Luego de alcanzar un pico del 27,8% en diciembre de 2022, la variación anual de alimentos disminuyó progresivamente a lo largo del primer semestre, hasta ubicarse en el 14,3% en junio. Aun cuando la inflación de alimentos continúa por encima de la total, la corrección registrada hasta junio empieza a favorecer el presupuesto de los hogares, teniendo en cuenta que este rubro pesa un poco más del 15% en la canasta del consumidor. La moderación de la inflación de alimentos ha sido posible gracias a la recuperación en la oferta de alimentos perecederos, y a las menores presiones de costos de origen externo, a lo cual también ha contribuido la apreciación del peso.

Por otra parte, el aumento en los precios de los combustibles ha presionado al alza la inflación anual del rubro de regulados del índice de precios al consumidor (IPC). Dicha inflación pasó del 11,8% en diciembre de 2022 al 15,6% en junio de 2023. Los incrementos en los precios de los combustibles por parte del GNC son necesarios para reducir el déficit del Fondo de Estabilización de los Precios de los Combustibles (FEPC), lo que compromete el ajuste requerido de las finanzas públicas. Adicionalmente, las alzas de algunas tarifas de servicios públicos y de transporte han añadido presión sobre la inflación de regulados.

La inflación básica sin alimentos ni regulados aumentó del 9,5% al 10,5% entre diciembre de 2022 y marzo de 2023, y a diferencia de la inflación total, en el segundo trimestre mostró rigidez a la baja, manteniéndose alrededor del 10,5% hasta junio. Esto indica que, exceptuando los alimentos y regulados, persisten presiones inflacionarias importantes en el resto de la canasta del consumidor. La rigidez a la baja de la inflación básica se explica, en buena medida, por el fenómeno de indexación de precios, que se ha visto agudizado por el incremento de las expectativas de inflación y por los aumentos del salario mínimo en los dos últimos años. Al respecto, las expectativas de inflación total y sin alimentos, medidas a partir de las encuestas de junio, continúan elevadas y por encima de la meta a distintos plazos, a pesar de sus disminuciones recientes. La credibilidad en la política monetaria y la tendencia misma de reducción de la inflación observada, como viene sucediendo en los últimos tres meses, llevará a los agentes económicos a revisar a la baja sus expectativas de inflación. Ello deberá ayudar a reducir la indexación de precios y facilitará la convergencia de la inflación hacia la meta del 3%.

La política monetaria ha reaccionado a los múltiples choques inflacionarios que se han producido después de la pandemia, y que han sido descritos en detalle en *Informes al Congreso* anteriores. El incremento progresivo de la tasa de interés de

política, desde el 1,75 % en septiembre de 2021 hasta su nivel actual del 13,25 %, cambió la política monetaria desde una postura expansiva, como la que se requería para afrontar los efectos de la pandemia, a una contractiva como la que la JDBR ha considerado necesaria para contener el desborde inflacionario y recuperar la credibilidad en la meta de inflación. La política monetaria actúa con rezago, lo que explica que sus efectos hayan tardado cerca de un año, pero a partir del cuarto trimestre de 2022 comenzaron a manifestarse con claridad a través de una disminución del dinamismo de la demanda interna. Asimismo, el cambio de postura monetaria se ha reflejado en una desaceleración del crecimiento del crédito de consumo, que hasta el tercer trimestre de 2022 se expandía a un ritmo insostenible. Todo ello empieza a reflejarse en una caída de la inflación y en una paulatina corrección de las expectativas de inflación, proceso que se irá consolidando hacia adelante, a medida que los efectos de la política monetaria se manifiesten plenamente. Así lo sugieren las expectativas de los agentes económicos, que anticipan que la tendencia descendente de la inflación iniciada en abril continuará en los próximos meses y que esta proseguirá su convergencia a la meta en 2024.

Balanza de pagos

En el primer trimestre de 2023 el déficit de la cuenta corriente fue del 4,2 % del PIB. Esto significó una reducción del desbalance externo de dos puntos porcentuales del PIB, comparado con el registrado en el mismo trimestre de 2022. En términos absolutos este ajuste equivalió a una disminución de USD 1.950 millones (m) en el tamaño del déficit externo. La reducción de este desequilibrio tuvo lugar en un entorno de menor dinamismo de la demanda interna, debido al ajuste en las políticas fiscal y monetaria restrictivas.

La caída del déficit externo se produjo primordialmente por la reducción del déficit comercial de bienes, y por el menor desbalance del comercio de servicios. Si bien las exportaciones agregadas de bienes y servicios aumentaron marginalmente, favorecidas por el mayor precio del carbón y la creciente afluencia de turistas extranjeros al país, la reducción del desequilibrio comercial fue básicamente explicada por la fuerte caída de las importaciones de bienes (USD 1.943 m), como reflejo de la desaceleración de la demanda interna, que incidió en menores compras externas, en especial de maquinaria y equipo. El balance positivo del rubro de transferencias corrientes permaneció relativamente estable, a lo cual contribuyó un incremento anual de los ingresos por remesas de trabajadores. La mejora del déficit externo se compensó, en parte, por el aumento de los egresos netos de la renta de los factores, debido principalmente a los mayores pagos de intereses de créditos externos y al aumento de las remesas de utilidades de las empresas con inversión extranjera directa en Colombia (IED), en particular aquellas que operan en las actividades de petróleo y minería.

La principal fuente de financiamiento externo provino de la IED, a pesar de haberse registrado en el primer trimestre un monto inferior al recibido un año atrás. Esto obedeció a las menores inversiones recibidas en las actividades de servicios financieros y empresariales, y de transporte y comunicaciones que, sin embargo, fueron parcialmente compensadas por las mayores entradas de IED a las actividades de petróleo y minería. Estos recursos de financiamiento se complementaron con ingresos por inversiones extranjeras de cartera y desembolsos netos por concepto de préstamos externos y otros flujos de capital.

Para 2023 el equipo técnico proyecta un déficit de la cuenta corriente del 4,1 % del PIB, inferior al déficit del 6,2 % observado en 2022. Esta corrección se daría, principalmente, por el menor déficit comercial de bienes y servicios, debido a la importante reducción que se prevé de las importaciones, acorde con la moderación de la demanda interna y la disminución en los precios internacionales de las materias primas. La corrección del déficit comercial se vería limitada por los menores precios internacionales de los principales productos de exportación y los bajos niveles de producción de algunos de estos bienes. Al ajuste anual del déficit corriente contribuiría el menor déficit de la renta de los factores, debido a la disminución de los egresos asociados con las utilidades de las empresas con capital extranjero y con el incremento en los rendimientos de las reservas internacionales.

Acorde con la reducción del déficit de la cuenta corriente, se prevén menores necesidades de financiamiento externo neto para 2023. La IED continuaría siendo la principal fuente de financiamiento, aunque posiblemente en un menor monto que el registrado el año anterior, dada la desaceleración económica, los menores precios del petróleo y otros bienes básicos, y el efecto base por operaciones puntuales de inversión realizadas en 2022, las cuales no se repetirían este año. Por su parte, los flujos de capital del sector público continuarían contribuyendo al financiamiento, aunque en menor medida que en años anteriores, en vista de la reducción esperada del déficit fiscal para 2023.

Finanzas públicas

El déficit fiscal del GNC se ubicó en el 5,3 % del PIB en 2022, lo que implicó una corrección de 1,7 pp frente al déficit de 2021 (7,0 % del PIB). Con este resultado, el GNC logró cumplir la meta de déficit establecida para el periodo de transición en la Regla Fiscal (8,3 %). Este ajuste fue posible gracias al dinamismo de la economía colombiana, que impulsó el recaudo tributario, los favorables términos de intercambio y la reducción de las presiones de gasto asociadas con la pandemia del covid-19. El balance primario del GNC se ubicó en el -1,0 % del PIB en 2022, presentando una corrección de 2,6 pp con respecto al observado en 2021 (-3,6 % del PIB). La deuda neta del GNC presentó una caída de 2,2 pp del PIB en 2022, a un nivel del 57,9 % del PIB. El elevado crecimiento económico contribuyó a esta reducción de la deuda, mientras que el desbalance primario y la depreciación del peso limitaron esta corrección[6].

Por otra parte, entre 2021 y 2022 el déficit del Gobierno General (GG)[7] se redujo en 0,6 pp del PIB, al pasar del 7,1 % en 2021 al 6,5 % del PIB en 2022. El deterioro en el subsector de seguridad social (dados los menores rendimientos del FONPET[8] y del FGPM[9]) junto con la ampliación en el déficit del FEPC entre estos dos años (debido al mayor diferencial entre el precio de paridad internacional y el ingreso al productor) impidieron que la mejora observada en balance fiscal del GNC se reflejase completamente en una disminución del déficit fiscal del GG.

Según los pronósticos presentados en el *MFMP-23*, el ajuste fiscal del GNC continuaría en el presente año, lo que permitirá reducir el déficit del GNC al 4,3 % del PIB al cierre de 2023 y alcanzar un balance primario equilibrado. Las reformas tributarias de 2021 y 2022, los mayores ingresos petroleros y el aumento de los dividendos y utilidades de Ecopetrol y el Banco de la República contribuirían a esta mejora. El ajuste previsto del déficit del GNC llevaría a una reducción de su nivel de deuda

6 Según el enfoque clásico sobre la sostenibilidad de la deuda, la dinámica o variación de la deuda pública como porcentaje del PIB puede segmentarse en cuatro componentes: el crecimiento económico, la tasa de interés real, el balance primario y la tasa de cambio. La deuda pública se hace más sostenible cuando aumenta el crecimiento económico y cuando mejora en el balance fiscal primario. La deuda se hace menos sostenible cuando aumenta la tasa de interés real y cuando se deprecia la tasa de cambio, en tanto parte de la deuda pública sea emitida en moneda extranjera.

7 El GG está integrado por el GNC, los gobiernos regionales y locales, el sector de la seguridad social (pensiones y salud) y el resto de entidades y fondos que hacen parte del nivel central (Resto del Nivel Central), dentro de las cuales se incluye el FEPC.

8 Fondo Nacional de Pensiones de las Entidades Territoriales.

9 Fonde de Garantía de Pensión Mínima.

neta desde el 57,9 % del PIB en 2022 hasta el 55,8 % a finales de 2023. Aunque esto representa una mejora de las finanzas públicas con respecto a los años previos, y a pesar de que es acorde con el cumplimiento de la regla fiscal, el *MFMP-23* proyecta una senda de ajuste más lenta que aquella que se preveía en el anterior *Plan Financiero* presentado por el GNC.

La estrategia fiscal del *MFMP-23* presentada por el GNC para un horizonte de diez años busca la sostenibilidad de la deuda y de las finanzas públicas para asegurar el cumplimiento de la regla fiscal. Dicha estrategia se respalda en los ingresos tributarios esperados por la reforma tributaria de 2022 (Ley 2277 de 2022) y de 2021 (Ley de Inversión Social), y aquellos que se generen por la aceleración esperada del crecimiento económico. Estos ingresos se complementarían con aquellos provenientes de los programas de control de evasión y elusión fiscal de la DIAN y del arbitramento de litigios a cargo de la misma entidad. En materia de gasto, el GNC planea cumplir con las reformas y programas sociales que ha propuesto. Adicionalmente, se propone honrar las obligaciones acumuladas por el FEPC y avanzar gradualmente hacia la eliminación del diferencial de precios de la gasolina y el diésel con respecto a sus precios internacionales, a fin de eliminar la carga de gasto que esto implica para el GNC, y orientarlo hacia otros objetivos.

No obstante, los pronósticos que se contemplan en el *MFMP-23* no están exentos de riesgo. Como lo plantea el Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF) en su evaluación del *MFMP-23*, existen algunos riesgos alrededor de las expectativas de recaudo y de gasto que, de materializarse, podrían llevar a un incumplimiento de las metas de la regla fiscal, especialmente en el periodo 2024-2026. Entre ellos resaltan dudas asociadas con la materialización de los recursos adicionales esperados a cargo de la gestión de DIAN, así como aquellos provenientes del arbitramento de litigios. Considera que estos recursos son, en buena medida, de naturaleza transitoria e incierta, no solo por su efecto en las proyecciones de recaudo sino por su inclusión en la programación de gasto permanente. El CARF también manifiesta su inquietud sobre el impacto fiscal que tendrían las reformas al sistema de salud y al sistema pensional.

Reservas internacionales

En lo corrido de 2023 se ha presentado un aumento en el nivel de las reservas internacionales. El principal factor que explica este aumento es la rentabilidad positiva obtenida en este periodo, como resultado de los mayores rendimientos recibidos. La valorización de las inversiones también ha contribuido al aumento en el nivel de reservas. Es así como las reservas internacionales netas totalizaron USD 57.705,7 m al 31 de mayo de 2023, lo que significa un aumento de USD 436,6 m con respecto al monto registrado a finales de 2022. El rendimiento de las reservas internacionales, excluyendo el componente cambiario en estos primeros meses del año, ha sido del 1,46 % (USD 839,3 m). Por su parte, la valoración observada 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 aumenta a medida que las tasas de interés disminuyen. Estos impactos positivos en las inversiones se han visto parcialmente contrarrestados por la desvalorización de otras monedas de reserva frente al dólar de Estados Unidos, el cual ha generado un efecto cambiario negativo en la valoración de las reservas.

Los diferentes indicadores para evaluar qué tan adecuado es el monto de reservas internacionales señalan niveles adecuados para el país. Un indicador utilizado internacionalmente para medir el nivel adecuado de reservas internacionales es la metodología denominada *assesing reserve adequacy* (ARA). Esta métrica es propuesta por el FMI y establece que las reservas deben cubrir los principales riesgos de la balanza de pagos en periodos de presión en el mercado cambiario. De acuerdo con el FMI, este indicador busca cubrir riesgos asociados con una pérdida de acceso al financiamiento externo, una pérdida de confianza en la moneda local, una reversión de los flujos de capital, y un posible colapso de la demanda externa. 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 2023, la razón de reservas a nivel adecuado del FMI calculado para Colombia se ubicaba en 1,27. Otros indicadores usados para evaluar qué tan adecuadas son 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 junio de 2023 estos indicadores sugieren que el nivel de reservas se encuentra en niveles adecuados.

Utilidades del Banco de la República

En el primer semestre de 2023, la utilidad del Banco de la República ascendió a COP 4.049 miles de millones (mm), como resultado de ingresos por COP 6.423 mm y egresos por COP 2.374 mm. Los ingresos respondieron mayoritariamente al rendimiento de las reservas internacionales y, en menor medida, al rendimiento de los TES en poder del Banco y de los repos de expansión.

En particular, el rendimiento de las reservas internacionales registrado en el estado de resultados del Banco ascendió a COP 3.533 mm, explicado, en gran medida, por la causación de intereses del portafolio de inversión de las reservas. Por su parte, los ingresos generados por el portafolio de TES en poder del Banco de la República y por los repos de expansión ascendieron a COP 1.927 mm y a COP 729 mm, respectivamente. En ambos casos se observa un incremento anual en los rendimientos acumulados hasta junio.

Los egresos se explican, principalmente, por la remuneración a los depósitos del Gobierno en el Banco y a los depósitos de contracción, y por los gastos corporativos. En lo corrido del año a junio, los gastos monetarios ascendieron a COP 1.824 mm explicados, en su mayoría, por la remuneración de los depósitos del Gobierno en el Banco por COP 1.495 mm y de los depósitos de contracción por COP 199 mm. Con relación al primer semestre de 2022, en ambos casos la mayor remuneración estuvo vinculada con los incrementos tanto en la tasa de interés de política monetaria como en los volúmenes promedio. Por su parte, los gastos corporativos sumaron COP 424 mm, al aumentar un 6,6 % en términos anuales.

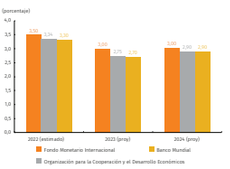
Para 2023 se proyecta una utilidad de COP 8.408 mm, superior a la obtenida en 2022 (COP 1.506 mm), la cual provendría principalmente del rendimiento de las reservas internacionales. La rentabilidad esperada de las reservas respondería a las altas tasas de interés externas. Los ingresos del Banco en 2023 superarían en COP 9.851 mm a los observados en 2022, lo cual sustentaría ampliamente los mayores egresos por COP 2.950 mm previstos para el año. Cabe advertir que el resultado estimado supone un carácter extraordinario en el nivel esperado de utilidades y que ese nivel podría tener un riesgo a la baja.

2. Entorno macroeconómico

2.1 Evolución y perspectivas del entorno macroeconómico internacional

En el primer trimestre de 2023 la economía mundial continuó expandiéndose, aunque para el año completo los organismos internacionales esperan una menor tasa de crecimiento frente a lo registrado en 2022. Según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)[10], en el primer trimestre de 2023 el PIB mundial creció cerca del 2,6% en términos anuales. Se destaca la dinámica relativamente favorable del sector servicios, la mejora paulatina de la confianza de los consumidores y la normalización en las cadenas globales de suministro. En particular, para el primer trimestre del año resaltan el crecimiento anual de grandes economías emergentes como China (4,5%), India (6,1%), Indonesia (5,0%) y Brasil (4,0%), y la resiliencia del crecimiento anual en Estados Unidos (1,8%). En adelante se espera una desaceleración del crecimiento económico mundial, en un contexto de elevadas tasas de interés de política monetaria para enfrentar las presiones inflacionarias en un grupo amplio de países, además de cierta debilidad del sector manufacturero. De esta forma, para todo 2023 los organismos multilaterales esperan un crecimiento económico mundial entre el 2,7% y el 3,0%, cifra inferior a la registrada en 2022 (Gráfico 2.1). Las mayores reducciones del crecimiento se producirían en el grupo de economías avanzadas, las cuales, según el Fondo Monetario Internacional (FMI)[11], pasarían de crecer del 2,7% en 2022 al 1,5% en el presente año. Para 2024 el crecimiento mundial tendría una mejora marginal, sustentada en la moderación de la inflación, el fin del alza de las tasas de política monetaria en los países avanzados y la mejora en las condiciones financieras internacionales. En general, la incertidumbre internacional continúa siendo elevada debido a los riesgos asociados con la evolución de la invasión de Rusia a Ucrania, tensiones geopolíticas adicionales, el comportamiento del crédito en Estados Unidos y a la volatilidad de los mercados financieros internacionales, entre otros factores.

Gráfico 2.1
Crecimiento económico mundial
(variación anual)

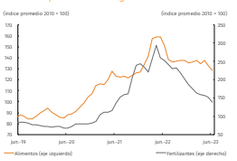


proy: proyectado.
Fuente: Fondo Monetario Internacional (julio 2023), Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (junio 2023), Banco Mundial (junio 2023).

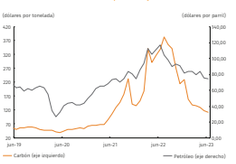
En la primera mitad de 2023 la cotización internacional del petróleo mostró una tendencia decreciente y se ubicó por debajo de lo observado en el mismo periodo de 2022. La cotización del crudo para la referencia Brent se ubicó en promedio cerca de los USD 80 por barril (bl) en el primer semestre del año y se redujo alrededor del 24% frente a lo observado en el mismo periodo de 2022 (Gráfico 2.2, panel B). Esta dinámica ha ocurrido en medio del aumento de la producción y sus perspectivas en países fuera de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP+), la amplia disponibilidad de petróleo de Rusia y el aumento de las exportaciones de Irán y Venezuela. A lo anterior se suma el límite al precio del petróleo ruso y el aumento anual de los inventarios de petróleo y otros combustibles líquidos en los países de la OCDE. No obstante, los recortes a la producción por parte de la OPEP+ han limitado el crecimiento actual y esperado de la oferta mundial de crudo y han dado un soporte a los precios del petróleo. Por su parte, factores de demanda también están presionando los precios a la baja. Dentro de estos se destacan los riesgos sobre el crecimiento mundial, la menor fortaleza de la recuperación de la economía de China, el adecuado abastecimiento de gas natural en Europa y las altas tasas de interés de política monetaria en varias de las principales economías avanzadas. En este contexto, los precios de otros bienes básicos, como el carbón y el cobre, también han disminuido con respecto a los máximos alcanzados el año anterior. Los pronósticos del reporte de julio de la Administración de Información de Energía de los Estados Unidos señalan que el precio promedio del petróleo Brent se ubicaría en USD 79,3 bl en 2023 y USD 83,5 bl en 2024.

Gráfico 2.2
Precios internacionales de algunas materias primas

A. Índice de precios de bienes agrícolas



B. Precios internacionales del petróleo y carbón

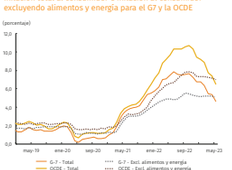


Fuente: Banco Mundial y Bloomberg.

En lo corrido del presente año hasta junio, los precios internacionales de los alimentos se redujeron en comparación con lo registrado un año atrás. No obstante, se mantienen elevados y por encima de los valores previos a la pandemia (Gráfico 2.2, panel A). En junio de 2023 el índice de precios internacionales de los alimentos del Banco Mundial se redujo en un 15,2% con respecto al mismo mes del año anterior. Se destaca la disminución en el precio de los aceites vegetales y los cereales, como el trigo y el maíz. Según la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO, por su sigla en inglés), los precios de estos alimentos se redujeron por las perspectivas favorables para su oferta[12] y debilidad en la demanda de algunos de estos. Además, para el mismo mes el precio de los fertilizantes disminuyó en un 45,3% en términos anuales, en medio de la caída de la cotización del gas natural en Europa y la mejora de las cadenas globales de suministro. En contraste, dentro de los productos que presentan crecimientos anuales en sus precios se destacan el azúcar y el arroz. Según las proyecciones del Banco Mundial en su informe de abril[13], se espera que el índice compuesto de los alimentos se reduzca en un 7,9% en 2023 y en 2,8% en 2024, aunque este indicador aún se ubicaría por encima de lo observado antes de la pandemia. No obstante, existe preocupación debido a la suspensión a mediados de julio de 2023 del acuerdo de granos por parte de Rusia, lo que afecta la exportación de alimentos desde Ucrania y podría incrementar el precio de algunos alimentos, como el trigo.

En el primer semestre de 2023 la inflación total anual mundial disminuyó en medio del ajuste de la política monetaria, la desaceleración económica, los menores precios de las materias primas y la normalización de las cadenas globales de suministro. No obstante, la inflación básica estaría siendo más persistente. Luego del máximo reciente alcanzado en octubre de 2022 (10,7%), la inflación total anual para los países miembros de la OCDE se redujo y se ubicó en un 6,5% en mayo de 2023 (Gráfico 2.3). Lo anterior, en un contexto de menores precios de los combustibles, de la energía y los alimentos, así como de cierta moderación de las presiones en la demanda por bienes y la reducción en los cuellos de botella en el suministro global. Sin embargo, para los países de la OCDE la inflación, excluyendo alimentos y energía, sigue siendo relativamente elevada y persistente, al ubicarse en el 6,9% en mayo, luego del 7,8% alcanzado en octubre de 2022. Para todo el año, el FMI espera que se mantenga esta dinámica y que la inflación total mundial promedio pase del 8,7% en 2022 al 6,8% en 2023 y el 5,2% en 2024; mientras que la inflación anual básica[14] para el promedio anual solo se reduciría del 6,5% en 2022 al 6,0% en 2023 y al 4,7% en 2024. De acuerdo con la OCDE, la mayor persistencia en la inflación básica se debe, en parte, a las elevadas presiones inflacionarias en el componente de servicios, la estrechez en los mercados laborales y la normalización de los patrones de demanda desde los bienes hacia los servicios.

Gráfico 2.3
Inflación total al consumidor e inflación al consumidor excluyendo alimentos y energía para el G7 y la OCDE



Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

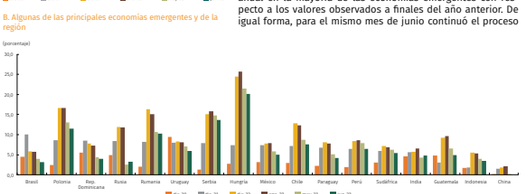
Para finales de 2023 la inflación permanecería por encima de su meta en un grupo amplio de países. En junio de 2023 la inflación total anual en las economías avanzadas continuó su reducción, luego de los elevados niveles registrados a finales de 2022 (Gráfico 2.4, panel A). En particular, se destaca la moderación de la inflación total anual en Estados Unidos y Canadá, que en junio llegó al 3,0% y al 2,8%, respectivamente. No obstante, en algunas economías avanzadas la inflación básica anual aumentó con respecto a los valores observados a finales de 2022. En efecto, en junio de 2023 la inflación anual básica para la zona del euro se ubicó en el 5,5% frente al 5,2% registrado en diciembre de 2022. Por otro lado, en junio de 2023 se dio una reducción generalizada de la inflación total anual en la mayoría de las economías emergentes con respecto a los valores observados a finales del año anterior. De igual forma, para el mismo mes de junio continuó el proceso de moderación de la inflación total para las principales economías de América Latina, tales como Brasil (3,2%), México (5,1%), Perú (6,5%) y Chile (7,6%)[15] (Gráfico 2.4, panel B). Sin embargo, según la OCDE, la inflación sin alimentos ni energía de algunos de estos países se ha reducido a un menor ritmo que lo observado en la inflación total.

Gráfico 2.4
Inflación total al consumidor

A. Algunas economías avanzadas



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

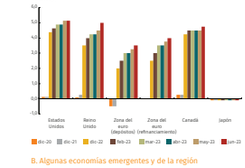


Fuente: Bloomberg.

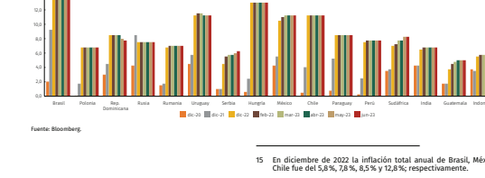
Durante la primera mitad de 2023 la mayoría de los bancos centrales de las principales economías avanzadas realizaron incrementos en su tasa de interés de referencia. Además, en algunos casos podrían darse aumentos adicionales en lo que resta del año (Gráfico 2.5, panel A). En la primera mitad de 2023, el Comité Federal de Mercado Abierto de Estados Unidos (FOMC, por su sigla en inglés) realizó tres incrementos de 25 puntos básicos (pb) en su tasa de política monetaria y la ubicó en un rango entre el 5,00% y 5,25%, niveles no observados desde 2007. Posteriormente, en su reunión de junio, el FOMC mantuvo su tasa de referencia y señaló que el ciclo de endurecimiento de política monetaria no habría alcanzado su tasa terminal, en medio de un mercado laboral apretado, elevada persistencia en el componente básico de inflación y menor estrés en el sistema bancario, luego de la quiebra de algunos bancos regionales meses atrás. Hacia adelante, la mediana de las proyecciones del FOMC y de los futuros asociados con la tasa de interés de política sugieren una mayor tasa de referencia en la segunda mitad de 2023 frente a lo observado a inicios del año.[16] Por otro lado, durante la primera mitad del año los bancos centrales de algunas de las principales economías avanzadas continuaron con su proceso de endurecimiento de política monetaria. Así, en lo corrido de 2023 las tasas de interés de política registraron un aumento de 150 pb en la zona del euro y Reino Unido, y de 50 pb en Canadá, con respecto a los niveles observados en diciembre de 2022, ubicándose en el 4,0%[17], 5,0% y 4,75%, respectivamente. En el segundo semestre, se esperan incrementos adicionales de la tasa en la zona

Gráfico 2.5
Tasa de interés de política monetaria

A. Algunas economías avanzadas



B. Algunas economías emergentes y de la región



Fuente: Bloomberg.

10 OCDE (2023). *OECD Economic Outlook*, vol. 2023, issue 1, núm. 113, OECD Publishing, Paris, https://doi.org/10.1787/cei88438-en

11 FMI (2023). *World Economic Outlook Update:* Near-Term Resilience, Persistent Challenges, Washington, D. C., julio.

12 Hasta junio de 2023 la oferta de cereales se vio favorecida por el acuerdo de granos del mar Negro, que permitió exportar estos productos desde Ucrania. A esto se suma las mejores perspectivas en las cosechas de algunos de estos.

13 World Bank Group (2023). *Commodity Markets Outlook*: Lower Prices, Little Relief, abril, World Bank, Washington, D. C.

14 Corresponde a la inflación, la cual excluye precios de la energía y precios volátiles de los alimentos.

15 En diciembre de 2022 la inflación total anual de Brasil, México, Perú y Chile fue del 5,8%, 7,8%, 8,5% y 12,8%; respectivamente.

16 En la reunión de julio, el FOMC aumentó su tasa de política monetaria en 25 pb y la ubicó en un rango entre 5,25% y 5,5%.

17 Se refiere a la tasa para las principales operaciones de refinanciamiento (MRO). A su vez, en junio de 2023 la tasa de facilidad de depósito (DFR) se ubica en el 3,5% y la tasa de facilidad marginal de crédito (MLF), en el 4,25%.

del euro[18] y el Reino Unido y, en general, las tasas de política monetaria en la mayoría de las economías avanzadas no presentarían reducciones en 2023.

En varias economías emergentes, las tasas de política monetaria se mantendrían en terreno contractivo en el segundo semestre de 2023. En la primera parte de 2023 se registraron aumentos en las tasas de política monetaria de 25 pb en Indonesia, India, Rumania y Perú, con respecto a los niveles registrados en diciembre de 2022, ubicando sus tasas en el 5,75 %, 6,75 % 7,0 % y 7,75 %, respectivamente. Por otro lado, para lo corrido del primer semestre del año el banco central de México aumentó su tasa en 75 pb, ubicándola en el 11,25 %, mientras que el Banco de la Reserva de Sudáfrica lo hizo en 125 pb, para situarla en 8,25 %. Países como Brasil, Chile y Polonia mantuvieron estables y elevadas sus tasas de referencia durante lo corrido del año hasta junio (Gráfico 2.5, panel B). Frente al ciclo sincronizado de ajuste de la política monetaria mundial, contrasta el caso de China, en donde la inflación se ha mantenido baja, al alcanzar un 0,0 % a junio de este año, mientras que la tasa repo a siete días fijada por el Banco Popular de China se ubicó en un 1,9 % en junio, cifra inferior al 2,0 % observada a finales de 2022 y al 2,5 % registrada antes de la pandemia.

La dinámica de los mercados financieros internacionales ha estado influenciada por la incertidumbre en torno al futuro de la inflación, del crecimiento económico y de la política monetaria global, así como por eventos puntuales de aversión al riesgo. Por su parte, durante lo corrido del año se ha evidenciado un mejor apetito por activos riesgosos a nivel global. Las tasas de interés en economías desarrolladas han presentado un comportamiento volátil durante lo corrido de 2023[19]. Por un lado, la persistencia de las presiones inflacionarias, las cuales mantienen la inflación por encima de la meta de los bancos centrales; la fortaleza del mercado laboral en economías desarrolladas y, a partir de esto, los comentarios de varios funcionarios a favor de mantener una postura de política monetaria contractiva, presionaron las tasas de interés al alza en estas economías. Por otro lado, el aumento de la probabilidad de que las economías desarrolladas experimenten una recesión durante los próximos doce meses, junto con los desarrollos ocurridos en algunos bancos regionales en Estados Unidos y lo acontecido con Credit Suisse en Europa generaron episodios puntuales de aversión al riesgo que presionaron temporalmente a la baja las tasas de interés en las economías avanzadas. No obstante, luego de estos acontecimientos, los índices de percepción de riesgo han disminuido en el mundo ante la menor incertidumbre frente a la estabilidad financiera internacional y tras la aprobación de un nuevo techo de la deuda en Estados Unidos (Gráfico 2.6). En este contexto, los índices bursátiles se han fortalecido en las principales economías desarrolladas.

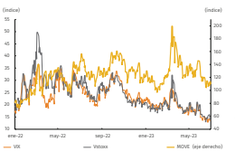
Las tasas de interés de los títulos de deuda pública han presentado reducciones en la mayoría de las economías emergentes. Este comportamiento ha estado asociado con las proyecciones del mercado de una finalización del ciclo de aumentos de tasas de interés en estas economías y, en algunos casos, con expectativas de recortes en las tasas de interés durante los próximos meses. Esto, en adición a la tendencia decreciente de la inflación y sus expectativas, contribuyó al comportamiento favorable de los títulos de deuda pública. Por otro lado, el mayor apetito por activos riesgosos en el globo también ha contribuido con el fortalecimiento de los títulos de deuda pública en economías emergentes (Gráfico 2.7).

A mayo se han presentado entradas netas de inversión extranjera de portafolio hacia economías emergentes por un monto mayor al observado en 2022 para la misma fecha. De acuerdo con cifras preliminares publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por su sigla en inglés), en lo corrido de 2023 se han observado entradas netas de inversión extranjera de portafolio hacia los mercados emergentes por USD 87,6 miles de millones (mm). Este comportamiento se ha explicado por entradas de USD 55,3 mm y USD 32,3 mm a los mercados de deuda y accionarios, respectivamente[20]. A pesar del panorama positivo en general, mayo es el quinto mes consecutivo de salidas del mercado de deuda de China y entradas marginales hacia acciones de este país (Gráfico 2.8). De acuerdo con el IIF, las entradas a los mercados de renta fija han estado soportadas por las valorizaciones de los bonos locales de mercados emergentes, que han mostrado una resiliencia notable este año.

En el caso de América Latina, los flujos de capital de portafolio han presentado entradas netas, principalmente hacia el mercado de renta fija. En lo corrido de 2023 Latinoamérica tuvo entradas por un total de USD 18,5 mm, de las cuales USD 10,2 mm y USD 8,3 mm se dieron a los mercados de deuda y accionarios, respectivamente.

Durante lo corrido de 2023 el dólar estadounidense ha presentado un comportamiento volátil, en medio de cambios en las expectativas de la magnitud del ajuste monetario por parte de la Reserva Federal (Fed) y algunos eventos particulares que generaron mayor aversión al riesgo. Frente al cierre del año pasado, y con información al 30 de junio, el DXY ha disminuido un 0,6 %[21]. El debilitamiento marginal del dólar se explica por las expectativas de una pausa en el ciclo de ajuste monetario por parte de la Fed y de mayores alzas de tasas de interés por parte de los bancos centrales de otras economías desarrolladas. No obstante, en lo corrido del año, el índice ha presentado episodios de alta volatilidad en medio de la publicación de datos económicos mixtos en estados unidos y diversos comentarios por parte de algunos miembros de la Fed frente al rumbo de la política monetaria. También, algunos factores que presionaron al índice al alza fueron la aversión al riesgo causada por los problemas en algunos bancos regionales en Estados Unidos y en Europa (Credit Suisse), y la incertidumbre que se presentó frente a las negociaciones del techo de la deuda estadounidense.

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



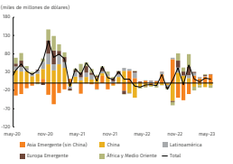
Fuente: Data License, Bloomberg.

Gráfico 2.7
Prima de riesgo (CDS a cinco años) para algunas economías de la región



Fuente: Data License, Bloomberg.

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



Fuente: IIF.

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

2.2.1 Actividad económica

El ritmo de expansión de la economía colombiana continuó moderándose durante la primera mitad de 2023, avanzando hacia una senda más sostenible y compatible con la estabilidad de precios en el largo plazo. De acuerdo con la publicación más reciente del DANE, el PIB registró un crecimiento anual del 7,3 % durante todo 2022, uno de los más altos de la economía global. Sin embargo, desde el tercer trimestre del año pasado dicho crecimiento comenzó a moderarse, en parte, como respuesta a una postura de política monetaria menos holgada. La tendencia a la desaceleración habría continuado en lo corrido de 2023, como lo muestran las cifras del PIB del primer trimestre dadas a conocer por el DANE en mayo. En ese periodo el PIB se expandió a una tasa anual del 3,0 % (Gráfico 2.9), menor a la observada en promedio durante 2022. La información disponible a la fecha, como el índice de seguimiento a la economía (ISE) de abril y mayo (que crecieron en promedio a una tasa anual del -0,12 %), sugiere que esta tendencia continuó durante el segundo trimestre. Además de una política monetaria más restrictiva, otros factores que explicarían esta tendencia son un financiamiento externo menos holgado, unos términos de intercambio que se han reducido, un menor crecimiento de los socios comerciales y una aún alta incertidumbre de consumidores e inversionistas. Este crecimiento más moderado estaría permitiendo una reducción de los excesos de demanda que enfrentó la economía el año pasado, lo cual debería contribuir a la reducción de la inflación y su convergencia a la meta a finales del próximo año.

La moderación en el ritmo de crecimiento económico observada desde el segundo trimestre de 2022 se ha centrado en la demanda interna, en particular en el consumo. Después de presentar crecimientos anuales de doble dígito hacia mediados del año pasado, el gasto interno empezó a desacelerarse en el tercer trimestre de ese año (Cuadro 2.1) y esta tendencia ha continuado en la primera mitad de 2023. De hecho, según las cifras del DANE, en el primer trimestre de este año la demanda interna registró un crecimiento negativo por primera vez desde que ocurrió la recuperación pospandemia. Los indicadores disponibles al segundo trimestre también apuntan en esta dirección. Por componentes, el consumo privado, el de mayor participación en la demanda interna, fue el que más aportó a esta desaceleración en el primer trimestre y habría sucedido lo mismo en el segundo, aunque habría continuado en niveles elevados. La moderación en el crecimiento anual del gasto de los hogares se ha observado tanto en el consumo de bienes como en el de servicios, y sería consecuencia de condiciones monetarias y financieras más restrictivas, a las que se suma un entorno de bajos niveles de confianza de los consumidores y un ahorro acumulado de los hogares (que ya se habría agotado), producto, en parte, de transferencias del Gobierno durante la emergencia sanitaria (véase el Recuadro 1). Por otra parte, el consumo público también habría contribuido al ajuste de la demanda interna, dado que su crecimiento anual en el primer trimestre fue nulo y que para el segundo se espera un descenso anual.

La inversión, que registró niveles máximos históricos en 2022, empezó a mostrar ajustes en sus principales componentes en lo corrido de 2023. La principal fuente de dicha corrección ha sido la inversión en maquinaria y equipo, que en el primer trimestre del año presentó caídas tanto en términos trimestrales como anuales, principalmente en el rubro de equipo de transporte, tendencia que habría continuado en el segundo trimestre. La inversión en otros edificios y estructuras (que incluye obras civiles y edificaciones no residenciales) tampoco habría presentado un desempeño favorable en la primera mitad de 2023, en la medida en que sus niveles continuaron estancados a comienzos de año, al presentar una variación anual negativa, por lo que no se esperan cambios relevantes en este comportamiento en el segundo trimestre. En contraste, la inversión en vivienda ha registrado una mejor dinámica, logrando sostenerse en valores relativamente altos y superiores a los de prepandemia y registrando aumentos anuales superiores al 10 % en el primer trimestre del año y probablemente en el segundo.

El déficit comercial ha iniciado un proceso de ajuste desde los máximos niveles históricos alcanzados en 2022, debido, principalmente, al retroceso de las importaciones. La significativa moderación en el valor de las importaciones que se observa desde el tercer trimestre de 2022 ha sido consistente con el debilitamiento de la demanda interna, en particular del consumo privado y de la inversión en maquinaria y equipo. Por su parte, las exportaciones, según las cifras del primer trimestre de cuentas nacionales y algunas cifras preliminares para el segundo, indican que se mantuvieron en niveles relativamente altos en lo corrido de 2023. Por lo anterior, el déficit comercial se redujo en este periodo desde su máximo nivel histórico alcanzado en 2022, y pasó a ubicarse en niveles cercanos a los de mediados de 2021. Cabe resaltar que los niveles de 2021 ya eran altos frente a las cifras observadas antes de la pandemia.

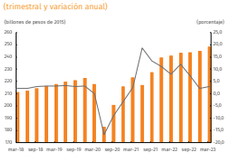
18 En la reunión de julio, el Banco Central Europeo aumentó sus tasas de referencia en 25 pb.

19 El indicador de la volatilidad implícita a un mes de las opciones con Tesoros de Estados Unidos como subyacente (Move) alcanzó en marzo un nivel cercano a 200, algo no observado desde la crisis financiera de 2008. Si bien se ha reducido de manera considerable desde entonces, aún se ubica alrededor de 100, por encima del nivel promedio de 63 observado durante el año previo al comienzo de la pandemia.

20 Durante enero a mayo de 2022 se presentaron salidas netas de inversión extranjera de portafolio hacia los mercados emergentes por USD 1,8 mm, explicadas por salidas por USD 24,7 mm del mercado accionario y entradas de USD 22,8 mm al mercado de deuda.

21 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 %.

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



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

Cuadro 2.1
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto
(corregido por estacionalidad y efectos calendario, base 2015)

	2022				2022	2023
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.
Gasto de consumo final	10,1	13,5	6,8	1,6	7,9	2,4
Gasto de consumo final de los hogares	11,1	14,9	9,0	3,9	9,5	3,0
Bienes no durables	5,1	6,7	2,7	1,2	3,9	1,3
Bienes semidurables	25,8	37,7	5,9	-2,2	14,9	-3,2
Bienes durables	11,0	23,3	3,0	-8,3	6,5	-8,1
Servicios	13,4	17,7	14,6	8,9	13,5	6,5
Gasto de consumo final del gobierno general	5,5	6,0	-3,6	-6,3	0,3	0,0
Formación bruta de capital	20,6	10,5	18,2	18,0	16,8	-9,6
Formación bruta de capital fijo	10,0	12,5	14,7	8,5	11,4	-1,7
Vivienda	2,0	5,7	10,2	0,6	4,5	11,4
Otros edificios y estructuras	-2,5	4,2	10,9	-8,9	0,4	-2,4
Maquinaria y equipo	28,0	24,2	20,5	25,3	24,5	-7,9
Recursos biológicos cultivados	-11,9	-10,7	-4,7	0,9	-6,8	1,5
Productos de propiedad intelectual	14,5	16,9	15,0	3,6	12,4	0,6
Demanda interna	12,5	13,1	9,0	3,7	9,4	-0,2
Exportaciones	19,7	27,7	16,3	-0,9	14,8	4,9
Importaciones	38,6	25,0	21,5	7,5	22,3	-7,4
PIB	8,1	12,1	7,2	2,2	7,3	3,0

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por el lado de la oferta, en el primer trimestre los sectores primario y secundario fueron los que mayor desaceleración registraron en su crecimiento anual[22]. Las actividades terciarias se desaceleraron mucho menos, y esto fue explicado, principalmente, por el buen desempeño que continuó presentando el sector artístico y de entretenimiento, dado el auge de los juegos en línea y las apuestas deportivas, así como por un crecimiento importante del sector financiero y de seguros. En las actividades primarias (agricultura y minería), la desaceleración se concentró en los segmentos de café, carbón y petróleo, los cuales siguieron registrando niveles muy inferiores a los observados en el periodo prepandemia. Por su parte, el menor crecimiento de las actividades secundarias se explica por el pobre desempeño del sector de la construcción, tanto en la subrama de obras civiles como en la de edificaciones (Cuadro 2.2). Los indicadores disponibles para el segundo trimestre sugieren que las tendencias sectoriales se habrían mantenido.

Cuadro 2.2
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica
(corregido por estacionalidad y efectos calendario, base 2015)

	2022				2022	2023
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	-2,6	1,0	-1,4	-4,0	-1,8	0,5
Explotación de minas y canteras	1,0	2,5	5,5	-2,3	1,6	3,5
Industria manufacturera	8,5	21,5	7,4	3,4	9,8	0,7
Electricidad, gas y agua	5,1	7,6	2,9	1,6	4,3	1,4
Construcción	5,3	9,3	13,9	-1,6	6,5	-2,8
Edificaciones	10,4	11,8	21,7	4,9	12,0	2,7
Obras civiles	-6,1	3,0	0,8	-11,9	-3,7	-15,2
Actividades especializadas para la construcción	6,2	9,7	14,6	-0,5	7,3	-3,1
Comercio, reparación, transporte y alojamiento	14,4	21,5	10,0	0,4	11,1	0,4
Información y comunicaciones	20,0	17,8	13,8	5,3	13,9	3,0
Actividades financieras y de seguros	-3,4	11,2	9,4	8,6	6,5	22,6
Actividades inmobiliarias	2,2	2,1	2,0	1,7	2,0	1,9
Actividades profesionales, científicas y técnicas	9,6	12,1	8,2	3,2	8,2	2,1
Administración pública y defensa, educación y salud	4,0	6,6	0,4	-2,6	2,1	1,6
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación	41,4	37,0	39,3	41,8	39,9	18,5
Subtotal valor agregado	7,7	12,0	6,8	1,8	6,9	2,8
Impuestos menos subsidios	11,5	13,1	11,0	5,7	10,2	4,5
PIB	8,1	12,1	7,2	2,2	7,3	3,0

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

22 Las ramas primarias están constituidas por la agricultura, ganadería, pesca, explotación de recursos forestales y minería. Las secundarias se constituyen por el sector industrial y la construcción. El sector terciario es constituido por los servicios en general, como por ejemplo las actividades financieras, de transporte, comerciales y profesionales.

Para lo que resta del año y para 2024 se espera que el PIB siga presentando tasas de crecimiento moderadas. Los pronósticos del equipo técnico del Banco de la República apuntan a una desaceleración adicional de la expansión anual del PIB en lo que resta del año, en un entorno internacional que seguiría siendo poco favorable, dado que las condiciones financieras externas seguirían apretadas, el crecimiento de los socios comerciales sería bajo y los términos de intercambio continuarían siendo menores a los registrados en 2022. También, por un pobre desempeño de la inversión, en particular aquella destinada a la construcción. A este proceso de ajuste seguiría contribuyendo la política monetaria en terreno contractivo. Debido a la moderación en el crecimiento, los excesos de demanda, los cuales superan la capacidad productiva de la economía[23], deberían ser nulos hacia finales de este año, lo que reduciría las presiones inflacionarias y facilitaría la convergencia de la inflación a la meta. Se espera, además, que estos factores permitan también un cierre adicional del déficit externo. Con todo ello, el equipo técnico del Banco de la República prevé un crecimiento cercano al 0,9 % para todo 2023. Para el próximo año se espera un crecimiento del 1 %, en la medida en que la economía deberá finalizar su proceso de ajuste, haciendo posible que la inflación complete su proceso de convergencia a la meta. Esto permitiría que, hacia adelante, la economía se enrute en una senda de crecimiento más equilibrada y compatible con su capacidad productiva, con los recursos disponibles en el país y con la estabilidad de precios.

2.2.2 Mercado laboral

En lo corrido de 2023 el empleo continuó creciendo, con un mejor desempeño de la ocupación en el área rural. De acuerdo con los datos en trimestre móvil de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH)[24], a mayo de 2023 el empleo presentó una variación anual del 3,4 % en el agregado nacional, lo que representa la creación de 757.000 puestos de trabajo. Por dominios geográficos en lo corrido de 2023, a diferencia de lo observado durante el segundo semestre de 2022, el dinamismo del empleo estuvo explicado, en mayor medida, por la recuperación de la ocupación en el área rural (Gráfico 2.10). En particular, entre mayo de 2022 y 2023 el empleo rural creció un 4 %, cifra mayor a la observada en el área urbana (2,9 %). Este comportamiento del empleo se refleja en la tasa de ocupación (TO) del agregado nacional, que a mayo de 2023 creció anualmente en 1,1 pp y se ubicó en el 57,7 %. Por su parte, en mayo la TO creció en el área rural en 1,4 pp y en el área urbana en 0,9 pp, ubicando la TO en 56,9 % y 58,4 %, respectivamente. Por sectores económicos, las mayores contribuciones a la variación anual del empleo, en el agregado nacional, estuvieron a cargo de las ramas del comercio y alojamiento (1,3 pp), manufacturas (0,6 pp) y las actividades profesionales (0,5 pp).

Gráfico 2.10
Población ocupada por dominio geográfico



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

23 La estimación histórica de la brecha del producto se calcula a partir de la diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial (tendencial).

24 El análisis del mercado laboral que se presenta en este *Informe* se hace con base en datos en trimestre móvil y desestacionalizados.

Gráfico 2.11
Empleo por posición ocupacional (agregado nacional)



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

Gráfico 2.12
Tasa global de participación por dominio geográfico



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

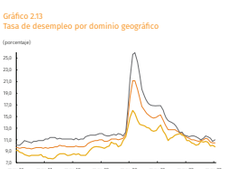
El segmento asalariado y formal del empleo se ha estabilizado, por lo que las recientes ganancias de empleo han sido jalonadas por el segmento informal. Durante 2023 el segmento asalariado, que había sido un importante impulsor de la creación de empleo durante el periodo posterior a la pandemia, ha tendido a estabilizarse. De hecho, al comparar los niveles a mayo de 2023 con aquellos registrados al cierre del año pasado, en diciembre de 2022, este segmento se contrajo ligeramente en un 0,8 %. Por su parte, en el mismo periodo, el segmento no asalariado ha registrado un rápido y significativo crecimiento del orden del 6,4 %, acorde con la mejor dinámica del empleo en el área rural que se caracteriza por este tipo de ocupaciones (Gráfico 2.11). El mejor dinamismo del empleo no asalariado y el estancamiento del asalariado explican el ligero incremento en la tasa de informalidad (TI) durante lo corrido de 2023. De esta manera, la TI se ubicó en el 57,3 % en mayo de 2023. Esta cifra es ligeramente superior en 0,3 pp a la registrada en diciembre de 2022, cuando la TI cerró el año en un 57 %.

En el agregado nacional se ha registrado una recuperación moderada de la participación laboral, explicada, principalmente, por el sector rural, mientras que en el domino urbano se mantiene estable. La participación laboral, medida con la tasa global de participación (TGP), aumentó en 0,6 pp anualmente en mayo de 2023 y se ubicó en el 64,3 % (Gráfico 2.12). El crecimiento de la TGP fue jalonado por la recuperación en el área rural, en donde creció 0,7 pp entre mayo de 2022 y 2023, mientras que el área urbana se mantuvo relativamente estable (0,5 pp) en el mismo periodo. A su vez, por género, el incremento observado en este indicador fue superior para las mujeres (1,2 pp) frente al observado en los hombres (0,1 pp).

La tasa de desempleo continuó cayendo en todos los agregados, dada la buena dinámica del empleo. Los menores aumentos de la TGP con respecto a los de la ocupación dieron espacio a reducciones de la TD. En particular, en el agregado nacional la TD en mayo se sitúo en niveles del 10,4 %. Este comportamiento en la TD nacional, acorde con lo que ocurrió con la ocupación, fue resultado de una mayor disminución de la TD en el área rural frente al área urbana, las cuales se ubicaron en el 9,7 % y 11,0 %, respectivamente (Gráfico 2.13). Por género, el mejor desempeño de la demanda laboral para las mujeres ha resultado en una reducción anual de su TD (-1,1 pp) superior a la observada para los hombres (-0,8 pp). De esta forma, la brecha de género de la TD se situó en 4,8 pp en mayo.

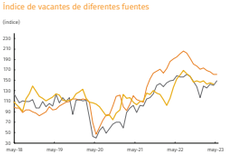
Indicadores de demanda laboral, como las vacantes, muestran señales mixtas. Sin embargo, las encuestas de expectativas sugieren una menor dinámica para el empleo asalariado en el futuro cercano. El índice de vacantes calculado a partir de avisos clasificados presentó una contracción sucesiva durante lo corrido de 2023. Mientras que el indicador calculado a partir de los datos del Servicio Público de Empleo (SPE) y el estimado teniendo en cuenta las contrataciones reportadas en la GEIH sugieren cierta estabilización de la demanda laboral, aunque en niveles históricamente altos (Gráfico 2.14). Los actuales niveles altos de vacantes y las reducciones de

Gráfico 2.13
Tasa de desempleo por dominio geográfico



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

Gráfico 2.14
Índice de vacantes de diferentes fuentes



Nota: base, 100 = 2018. La información de GEIH está disponible hasta abril de 2023. Datos mensuales y desestacionalizados.
Fuentes: Arango (2013), Servicio Público de Empleo (SPE) y Morales y Lobo (2021); cálculos del Banco de la República.

la TD sugieren que el mercado laboral se mantiene estrecho. Sin embargo, las expectativas de contratación a abril, a partir de la *Encuesta trimestral de expectativas económicas* (ETE) del Banco de la República, señalan en el futuro cercano una menor dinámica de la ocupación para el segmento asalariado. Así, la diferencia entre los empresarios que planean aumentar su planta de personal y aquellos que esperan disminuirla, en un horizonte de entre tres y seis meses, es de 1,7 pp, inferior al dato que se registraba en enero de 2023 (2,7 pp). Afín con lo anterior, las proyecciones de la TD sugieren que este indicador podría presentar ligeros incrementos en lo que resta de 2023. Este pronóstico, junto con las menores expectativas de contratación, indican que la estrechez del mercado laboral podría empezar a ceder en la segunda mitad del año.

2.3 Evolución y perspectivas de la situación fiscal

Después del deterioro de las cuentas fiscales generado por la pandemia del covid-19, el déficit fiscal del Gobierno General (GG) disminuyó en 2022[25]. Las cuentas fiscales del GG se vieron afectadas sustancialmente en 2020 y 2021, como resultado, principalmente, del efecto de la pandemia del covid-19 sobre el recaudo y el gasto público del Gobierno Nacional Central (GNC). En efecto, en 2021 el déficit del GG se ubicó en un 7,1 % del PIB, lo que contrasta con el déficit del 2,6 % en 2019. El deterioro del subsector de seguridad social (dados los menores rendimientos del FONPET y el FGPM), junto con la ampliación en el déficit del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC)[26] entre 2021 y 2022 (debido al mayor diferencial entre el precio de paridad internacional y el ingreso al productor), llevaron a que las mejoras observadas en las cuentas fiscales del GNC en dicho periodo no se reflejasen en una corrección significativa del déficit fiscal del GG, el cual en 2021 y 2022 se ubicó en el 7,1 % y 6,5 % del PIB[27], respectivamente.

Las finanzas públicas del GNC registraron una importante corrección en 2022, mayor que la observada en el GG. Esto, respaldado en buena medida por el impulso en el recaudo tributario debido a la recuperación de la actividad económica.

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

26 "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, que resulta de considerar tanto el precio internacional de referencia del CL como la tasa de cambio. La dinámica entre ambos precios, multiplicada por la cantidad de combustible vendida en el periodo, determina la posición neta del fondo; así, cuando el precio de referencia es mayor al de paridad, se genera un diferencial de participación (ingreso de FEPC), mientras que cuando esta diferencia es negativa, se genera un diferencial de compensación (gasto)" (*Marco Fiscal de Mediano Plazo*, 2022: 68).

27 Las cifras más recientes de las cuentas económicas institucionales del DANE revelan un déficit del GG para 2022 del 5,2 % del PIB, inferior al 7,7 % de 2021.

Partiendo ya de niveles de endeudamiento elevados en 2019, la pandemia del covid-19 se tradujo en una caída del recaudo y en una expansión del gasto estatal, que derivaron en un deterioro del déficit fiscal y de la deuda del GNC, cuyo desbalance aún no se ha revertido plenamente. Al final de 2020 el déficit fiscal del GNC fue del 7,8 % del PIB (versus 2,5 % de 2019), mientras que la deuda neta alcanzó un 60,7 % del PIB (versus 48,4 % en 2019). Lo anterior refleja la magnitud del choque enfrentado por la economía colombiana y su efecto en el deterioro de las cuentas fiscales. En 2021, apoyado por una política monetaria y fiscal expansiva, se inició el proceso de recuperación de la actividad económica. En 2022 la senda positiva de crecimiento de la economía continuó, lo cual favoreció el recaudo tributario, que aumentó al 30,7 % en dicho periodo. Esto permitió un descenso del déficit fiscal del GNC, el cual representó un 5,3 % del PIB al cierre de 2022, equivalente a una corrección de 1,7 pp frente al déficit de 2021 (7,0 % del PIB).

El ajuste fiscal del GNC continuaría en 2023, alcanzando un balance primario equilibrado según cifras del más reciente *Marco Fiscal de Mediano Plazo, 2023* (*MFMP-23*) presentado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP). Las reformas tributarias aprobadas a finales de 2021 y 2022, los mayores ingresos petroleros y el aumento de los dividendos y utilidades de Ecopetrol y el Banco de la República llevarían a una mejora de las cuentas fiscales en 2023. De acuerdo con el *MFMP-23*, en 2023 el déficit fiscal y la deuda neta del GNC alcanzarían un 4,3 % y 55,8 % del PIB, respectivamente. Esto mostraría una disminución y se destacaría la corrección del déficit fiscal en 1,0 pp del PIB frente a 2022. El ajuste previsto llevaría las cuentas del GNC a registrar un balance primario equilibrado (0,0 % del PIB), que contrasta con el déficit primario observado entre 2020 y 2022 (3,2 % en promedio). Por su parte, el *MFMP-23* prevé que el gasto total del GNC alcance el 23,6 % del PIB en 2023, superior al observado tanto en 2019 (18,7 %), como en 2020 y 2021 (23,1 %). Al desagregar el nivel de gasto de 2023, este estaría compuesto por un gasto de intereses, que ascendería al 4,3 % del PIB[28], pagos que realiza la Nación para cubrir la posición neta del FEPC por 1,6 % del PIB y un gasto primario sin FEPC que alcanzaría el 17,6 % del PIB. Entre los rubros que llevaron a que el gasto público no haya disminuido tras la terminación de la pandemia del covid-19, sino, por el contrario, se haya incrementado, entre 2020 y 2023 sobresalen las mayores presiones de gasto por intereses (+1,5 pp del PIB) y por el FEPC (+1,6 pp del PIB), así como los nuevos proyectos del Gobierno planteados en el *Plan Nacional de Desarrollo*.

El ajuste del déficit fiscal previsto para 2023 estaría acompañado de una reducción en el nivel de deuda neta como porcentaje del PIB. Según cifras del *MFMP-23*, se proyecta para el GNC un nivel de deuda neta a PIB que alcanzaría el 55,8 % del PIB al cierre de 2023, inferior al 57,9 % del PIB observado en 2022. Aunque esto representa una reducción en el saldo de deuda pública, esta se encontraría aún por encima del nivel previo a la pandemia (48,4 % del PIB de 2019), así como de su promedio histórico y del nivel ancla de la regla fiscal (55 % del PIB).

De acuerdo con el *MFMP-23* recientemente presentado por el MHCP, el proceso de consolidación fiscal en el mediano plazo estaría soportado, en buena medida, por un aumento considerable de los ingresos tributarios. Las proyecciones presentadas en el *MFMP-23* indican que los ingresos tributarios de la nación alcanzarían un máximo histórico del 18,8 % del PIB en 2025 y en adelante se ubicarían en torno al 18,1 % del PIB hasta 2034. Cabe anotar que este nivel representa una importante recuperación frente a lo registrado en el periodo 2020-2021 (13,4 % del PIB) y al periodo prepandemia 2010-2019 (13,8 % del PIB). Del aumento por cerca de 5 pp del PIB del recaudo tributario entre 2021 y 2025, 1,4 pp provendrían de los mayores ingresos de la reforma tributaria aprobada en 2022, 1,3 pp se lograrían por control de la evasión y elusión fiscal de la DIAN, 0,6 pp por procesos de arbitramento en

28 Como porcentaje de los ingresos corrientes de la nación, el gasto de intereses se estima para 2023 en torno al 22,5 %, superior al 18,2 % observado en 2018-2019.

litigios, y el restante se originaría por otras fuentes, como la reforma tributaria de 2021 (Ley de Inversión Social) y el efecto del crecimiento económico sobre el recaudo tributario no petrolero.

A partir de 2025 se prevé una menor senda de gasto debido, principalmente, a los menores pagos del FEPC e intereses de la deuda, lo cual también contribuiría al proceso de ajuste fiscal. Las posiciones netas deficitarias que ha tenido recurrentemente el FEPC, como consecuencia de la evolución observada en los precios internacionales de los combustibles líquidos (CL) (precios de paridad), los cuales se han ubicado por encima de los precios locales (ingreso al productor: IP), se han traducido en un mayor gasto para la nación. Según cifras del *MFMP-23*, durante 2021 y 2022 el fondo registró un déficit del 1,0 % del PIB (COP 11,4 billones) y 2,5 % del PIB (COP 36,7 billones) respectivamente, y para 2023 se prevé una posición neta deficitaria del 1,1 % del PIB (COP 17,8 billones). Dado lo anterior, desde finales de 2022 el GNC ha implementado ajustes mensuales en los precios de los CL, contribuyendo a cerrar de manera gradual y parcial la brecha entre los precios de paridad y el IP. Esto llevaría a alcanzar una posición neta levemente superavitaria en el FEPC en 2024 y, por tanto, a que la nación no incurra en gastos por FEPC a partir de 2025. Lo anterior contrasta con los pagos por 1,6 % y 1,0 % del PIB previstos para 2023 y 2024. Sumado a lo anterior, el gasto en intereses alcanzaría en promedio un 3,3 % del PIB entre 2025 y 2034, lo que implicaría una disminución de 1,2 pp del PIB frente a lo estimado para 2024 (4,5 % del PIB), como resultado del retorno de la inflación a la meta y de la normalización mundial de las tasas de interés.

El *MFMP-23* proyecta una senda de ajuste de las finanzas públicas más lento que el previsto en el anterior *Plan Financiero* presentado por el Gobierno. Para el periodo 2023-2026, el *MFMP-23* proyecta para el GNC un balance primario equilibrado los dos primeros años y, posteriormente, un superávit promedio del 0,3 % del PIB. Esto contrasta con lo proyectado previamente en el *Plan Financiero*, cuando se preveía un superávit promedio del 0,5 % del PIB entre 2023 y 2024 y del 0,4 % entre 2025 y 2026. Adicionalmente, la deuda neta del GNC tendría un descenso más lento, que al 2026 alcanzaría el 56,9 % del PIB según cifras del *MFMP-23*, superior al 56,3 % del PIB previsto en el *Plan Financiero*.

Según el *MFMP-23* presentado por el MHCP para el periodo 2023-2034, las metas de déficit de la regla fiscal se cumplirían. **Al respecto, el Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF) señala algunos riesgos sobre estas proyecciones.** Los pronósticos de déficit fiscal del *MFMP-23* son consistentes con el cumplimiento de la regla fiscal y de su periodo de transición, lo cual es fundamental para garantizar la estabilidad macroeconómica del país. Como lo plantea el CARF en su evaluación del *MFMP-23*[29], existen algunos riesgos alrededor de las expectativas de recaudo y de gasto que, de materializarse, podrían generar un incumplimiento de las metas de la regla fiscal, en especial en el periodo 2024-2026. Entre ellos, el CARF resalta la incertidumbre de que no se materialicen los recursos adicionales esperados por gestión de la DIAN, así como el recaudo proveniente del arbitramento de litigios a cargo de la misma entidad, lo cual llevaría, en conjunto, no solo a menores niveles de recaudo sino a una programación de gasto permanente con ingresos no estructurales inciertos. Acorde con el cumplimiento de la regla fiscal, y dados unos supuestos sobre el costo de financiamiento de la deuda y sobre el crecimiento real de la economía, reducir la deuda pública hasta su nivel ancla del 55 % en 2034, implicará alcanzar de manera permanente balances primarios positivos por cerca del 0,4 % del PIB a partir de 2025. Sin embargo, desviaciones de estos supuestos de balance primario, debido, por ejemplo, a tasas de interés más altas o menores tasas reales de crecimiento del PIB, llevarían a un esfuerzo adicional de mayores superávits primarios para que la deuda mantenga una senda decreciente.

29 Comité Autónomo de la Regla Fiscal (2023).

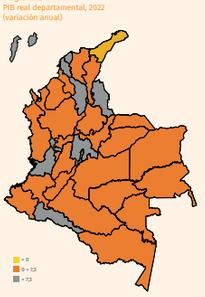
Dada la interacción con la política monetaria, las decisiones y la credibilidad de la política fiscal desempeñan un papel esencial para evitar recargar el ajuste macroeconómico sobre las tasas de interés. Como se comentó, los resultados fiscales han mejorado frente a los años de pandemia; no obstante, a pesar de la reciente reducción de las primas de riesgo para Colombia, estas se mantienen elevadas y distanciadas de las de otros países emergentes con características similares. En este contexto, aumentos de las primas de riesgo y de las tasas de interés que debe pagar el gobierno se reflejarían en incrementos en la tasa de interés real que debe honrar toda la economía, y en presiones al alza sobre la tasa de cambio que limitan el accionar de la política monetaria. Por lo anterior, es fundamental mantener una trayectoria del déficit fiscal que asegure la sostenibilidad de las cuentas públicas y propenda por un ajuste equilibrado entre los agentes de la economía. Un proceso de ajuste fiscal que reduzca gradual y oportunamente el déficit y la deuda pública contribuye a alcanzar menores niveles de riesgo país y 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.

Sombreado 1
Economía regional

1. Panorama de las economías departamentales en 2022

En 2022 todos los departamentos del país y Bogotá crecieron, a excepción de La Guajira (Diagrama S1.1). Bogotá, Antioquia, Valle del Cauca, Cundinamarca, Atlántico y Santander aportaron 5,1 puntos porcentuales (pp) al crecimiento del PIB nacional (7,3 %). La recuperación económica departamental en la mayoría de los territorios se favoreció por una política fiscal expansiva y una política monetaria poco restrictiva, que estimularon el consumo, el cual estuvo represado por los efectos de la pandemia del covid-19. El dinamismo de la demanda departamental se asoció con la disponibilidad de ahorros de los hogares, la expansión del crédito de consumo y las mejoras en los ingresos laborales y el aumento de las remesas, en un entorno libre de restricciones a la movilidad y de cierres parciales en algunas actividades económicas que caracterizaron el año 2021. A pesar del incremento en 2022, las economías regionales moderaron su ritmo de crecimiento ante la tendencia alcista de los precios, el aumento de los costos de producción y las condiciones financieras más restrictivas. En el caso de La Guajira, el descenso en la actividad de minas y canteras, que representó el 60 % de su PIB, marcó el resultado negativo. La notoria caída en la extracción de carbón fue ocasionada por los bloqueos viales que afectaron los trabajos en El Cerrejón y por una elevada base de comparación.

Diagrama S1.1
PIB real departamental, 2022
(variación anual)

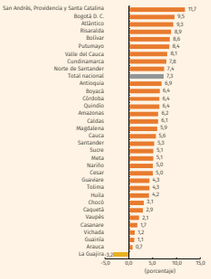


Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Varios departamentos de la región Caribe (San Andrés y Providencia, Atlántico y Bolívar), Suroccidente (Putumayo y Valle del Cauca), Bogotá-Cundinamarca y Risaralda superaron el crecimiento nacional (Gráfico S1.1). En la Costa Caribe, el desempeño fue jalonado, en particular, por el restablecimiento de los servicios de comercio, transporte y alojamiento, asociados con el turismo, dentro de los cuales se destacó el arribo de cruceros. En el nivel nacional San Andrés, Providencia y Santa Catalina fue el departamento con mayor crecimiento anual, con un destacable desempeño en todas las actividades relacionadas con los servicios turísticos y hoteleros. Por su parte, en Bogotá-Cundinamarca se destacaron los resultados de comercio, bares y restaurantes, y las actividades de entretenimiento, impulsadas por la realización de múltiples eventos masivos. Finalmente, el crecimiento en Suroccidente y Risaralda obedeció, en gran medida, a la recuperación del aparato productivo, luego de superar la parálisis en plantas, cierres en las vías e interrupción en los despachos y suministros de mercancías a causa del paro nacional de 2021.

Los crecimientos más bajos se observaron en algunos departamentos de los Llanos Orientales (Guainía, Casanare, Vichada y Vaupés) y del Nororiente (Arauca). En su mayoría, el sector agropecuario tuvo resultados negativos debido al prolongado fenómeno de La Niña y a los altos costos de insumos, lo que desestimuló la siembra o renovación de cultivos. Estas condiciones afectaron la producción de arroz en Casanare y de palma de aceite en Vichada y Casanare. A su vez, la minería en Guainía y Arauca disminuyó debido a una menor extracción

Gráfico S1.1
Variación anual del PIB departamental, 2022



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

de oro y petróleo, respectivamente, al tiempo que la actividad constructora retrocedió en Vaupés.

Por sectores, la mayor contribución al crecimiento del PIB departamental provino del agregado de comercio, transporte, almacenamiento, alojamiento y servicios de comida, excepto en Meta y Putumayo, donde lideró el sector de minería, y en Cundinamarca, donde lo hizo la industria. Cabe resaltar que Bogotá, Antioquia y Valle del Cauca concentraron la mitad de la expansión nacional de este agregado sectorial. El levantamiento de las restricciones a la movilidad y del control de aforos promovieron la afluencia a los establecimientos, la reactivación del turismo y un mayor gasto en servicios fuera del hogar. Adicionalmente, las actividades artísticas, de entretenimiento y recreación tuvieron el crecimiento más alto en todos los territorios, con tasas superiores al 30 % anual. La realización de conciertos caracterizó el dinamismo de este sector en Bogotá, Antioquia, Atlántico y Valle del Cauca, mientras que en los demás territorios se destacó la reanudación de las festividades regionales, eventos deportivos y ferias empresariales, en especial en Norte de Santander, donde más de la cuarta parte del crecimiento económico se atribuyó al desempeño de esta actividad.

La industria se destacó en Cundinamarca, Atlántico, Antioquia, Valle del Cauca, Cauca y Risaralda por su contribución al crecimiento departamental. La manufactura en estas economías y Bogotá aportó 8,5 pp a la variación de la industria nacional (9,8 %). De los 33 territorios, 32 alcanzaron niveles de producción superiores a los registrados en el período prepandemia, como respuesta al buen desempeño del consumo de bienes. La excepción fue Tolima, que estuvo afectado por la lenta dinámica en molinería y minerales no metálicos. En particular, en Antioquia y Bogotá sobresalieron las agrupaciones textiles y confecciones, y las de papel e imprentas, estimuladas por el retorno presencial a clases y oficinas. A su vez, en Valle del Cauca, Risaralda y Cauca se evidenció una recuperación de la industria, después de haber sido las economías más afectadas con el paro nacional de 2021. Adicionalmente, la elaboración de bebidas alcohólicas recobró dinamismo en Antioquia, Atlántico, Boyacá, Cundinamarca y Santander, acorde con la masiva realización de eventos y celebraciones. Los crecimientos más débiles en este sector se presentaron en Bolívar y Santander por efecto de una alta base de comparación, debido a que un año atrás las refinerías de Barrancabermeja y de Cartagena tuvieron elevada producción por alta demanda de combustibles y productos de petroquímica ante la reanudación de actividades pospandemia.

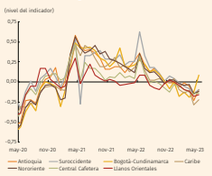
En contraste con los demás sectores, la actividad de agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca contribuyó de manera negativa al crecimiento departamental de la mayoría de los territorios del país, con caídas más pronunciadas en varios departamentos de la Central Cafetera (Tolima, Caldas y Quindío), del Nororiente (Santander, Norte de Santander, Arauca y Boyacá) y de Antioquia. Estas regiones se vieron fuertemente afectadas por el exceso de lluvias que deterioró la floración y germinación del café y, con ello, las cosechas de los departamentos cafeteros. El prolongado invierno también afectó el rendimiento de otros cultivos, en tanto que la producción se

desestimuló por el alza en los costos de los insumos agrícolas y las materias primas, agravados por la invasión de Rusia a Ucrania. Por el contrario, el Valle del Cauca tuvo una variación positiva en la actividad agrícola debido a la molienda de caña azucarera, y en el Huila el resultado positivo estuvo determinado por el aumento de la producción de arroz relacionado con precipitaciones adecuadas para el cultivo.

2. Evolución de la actividad económica regional durante 2023

En lo corrido a mayo de 2023, la economía de todas las regiones se desaceleró debido a una marcada tendencia a la baja de la demanda, de acuerdo con los datos del Pulso Económico Regional calculado por el Banco de la República para siete regiones del país[1]. Caribe, Bogotá-Cundinamarca, la Central Cafetera y los Llanos Orientales presentaron los mayores descensos, seguidos de Antioquia, Suroccidente y Nororiente. La reducción del consumo de los hogares fue determinante de las menores ventas de bienes durables y no durables en todas las regiones; esto, en un entorno de elevados precios, altas tasas de interés e incertidumbre sobre la situación económica y política del país. La región Caribe estuvo afectada, además, por una menor dinámica en el turismo. Pese a lo anterior, en mayo se observó un ligero quiebre en la tendencia en seis regiones (Gráfico S1.2), comportamiento que estuvo atribuido a la mejora en la producción manufacturera, destacó el resultado de Bogotá-Cundinamarca.

Gráfico S1.2
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.

De enero a mayo las ventas del comercio interno cayeron en el comparativo anual, con descensos más pronunciados en las regiones Caribe, Nororiente y Suroccidente. La contracción generalizada fue reflejo del menor consumo en un contexto de elevada inflación, altos costos financieros y una menor confianza de los hogares, dada la incertidumbre política y económica. Además, la ausencia de jornadas sin IVA profundizó los resultados de este sector. En la región Caribe la baja afluencia de turistas acentuó las menores ventas; en Suroccidente el cierre de la vía Panamericana dificultó el despacho de mercancías y su disponibilidad en los establecimientos; y en Nororiente la puesta en marcha de restricciones a la movilidad de automotores venezolanos redujo la demanda, tras la apertura vehicular de la frontera. Por su parte, las menores reducciones del comercio se presentaron en los Llanos Orientales, Bogotá-Cundinamarca y la Central Cafetera, donde las

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. Este informe se elabora con base en las explicaciones de 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 y 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), Central Cafetera (Caldas, Quindío, Risaralda, 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.

ventas estuvieron estimuladas con estrategias promocionales y descuentos que ayudaron a atenuar la caída. A nivel general, la priorización de la compra de bienes de primera necesidad por parte de los hogares suavizó la caída en ventas en todo el país. Consistente con esta priorización, la venta de vehículos nuevos acentuó su caída dado el costoso financiamiento, los mayores precios y el persistente bajo inventario de algunas marcas.

Las ventas del comercio estuvieron acompañadas por una menor dinámica en los créditos de consumo. Los mayores descensos anuales se dieron en las regiones Central Cafetera y Antioquia, debido a la mayor rigurosidad en el otorgamiento de préstamos y a la cautela de los usuarios para endeudarse con altas tasas de interés. La precaución frente al endeudamiento, aunado a los altos precios y los inconvenientes con los subsidios, afectó la venta de vivienda nueva en todas las regiones, donde Bogotá-Cundinamarca, Suroccidente y Nororiente mostraron las mayores contracciones. Dicha tendencia negativa fue más acentuada en el segmento de interés social, lo que estuvo asociado con el retraso en la entrega de subsidios gubernamentales debido al cambio en los requisitos para su asignación.

Así mismo, el turismo se caracterizó por una continua desmejora en los primeros cinco meses del año, desempeño más marcado en las regiones Caribe y Central Cafetera. La ocupación hotelera se desaceleró, desestimulada por el aumento de las tarifas de alojamiento y de los tiquetes aéreos, en gran medida causado por la eliminación de la exención del IVA que el Gobierno decretó después de la pandemia. El mayor deterioro en la región Caribe estuvo asociado con el cierre de operaciones de dos aerolíneas, lo que afectó los viajes turísticos y corporativos, mientras que en la región Central Cafetera el riesgo de actividad volcánica contrajo las visitas a varios de sus departamentos. El sector transporte también se vio afectado por la crisis aeronáutica, lo cual determinó el resultado negativo en el transporte aéreo en todas las regiones. El menor impacto lo tuvo Bogotá, donde los vuelos internacionales atenuaron la desaceleración. En cuanto al segmento terrestre, la movilización de pasajeros intermunicipales marcó los resultados positivos en Bogotá, Antioquia y Llanos Orientales. Por el contrario, el transporte de carga determinó la reducción en Suroccidente tras el cierre de la vía Panamericana, y el transporte urbano de pasajeros fue determinante en Nororiente, con una marcada caída asociada con la menor flota del sistema masivo.

La industria mostró resultados positivos en Antioquia, mientras que la producción manufacturera se redujo en términos anuales en otras regiones industrializadas, como Suroccidente y Bogotá-Cundinamarca. El desempeño de Antioquia estuvo liderado por el aumento en la producción de alimentos y bebidas. Este comportamiento estuvo favorecido por la buena disponibilidad de materias primas, nuevas líneas de productos y el traslado de la producción de algunas plantas de otras regiones. El resultado en Antioquia fue contrarrestado, parcialmente, por la débil demanda que afectó la producción de confecciones y textiles, y de papel, lo que, a su vez, también deterioró la dinámica en Suroccidente y Bogotá-Cundinamarca. La oferta manufacturera estuvo limitada por los altos costos, dificultades en la adquisición de materias primas y el aumento en inventarios de producto terminado debido a la baja demanda. En particular, las agrupaciones industriales de minerales no metálicos, caucho y plástico redujeron su producción, consistente con la contracción de la actividad constructora. A pesar de estas limitaciones, mayo fue positivo debido a la optimización de operaciones en algunas plantas, consolidación de nuevas líneas en el mercado e incremento de la demanda externa, principalmente.

Finalmente, la actividad agropecuaria descendió en la mayoría de las regiones, excepto en Nororiente y Suroccidente, con leves incrementos anuales. La menor producción agrícola estuvo determinada por el exceso de lluvias de algunos períodos atrás, lo cual limitó el desarrollo de los cultivos. Además, en algunos territorios se presentaron dificultades con la disponibilidad de insumos y altos costos de producción. En las regiones Central Cafetera, Nororiente y Antioquia se observaron los mayores descensos en la producción de café, ante un exceso de lluvias que afectó la floración de los cafetales. Por su parte, en los Llanos Orientales y el Caribe el cultivo

de palma de aceite se contrajo, dada la inestabilidad climática que generó problemas fitosanitarios y aparición de plagas. En contraste, Nororiente mostró mejora en la actividad agrícola gracias a la menor intensidad de lluvias que favoreció cultivos como aguacate, arroz, caucho, cítricos y cebolla. En tanto, el renglón pecuario reportó aumento en Suroccidente, Nororiente y Antioquia; las dos primeras regiones mostraron incrementos en la producción de pollo y huevo, fortalecidas por la demanda, mientras que el resultado de Antioquia estuvo liderado por el buen comportamiento del sacrificio de ganado bovino y la oferta láctea. Los Llanos Orientales fueron un caso opuesto que mostró caída en la actividad ganadera, dados los mayores costos y altos precios, que desestimularon el consumo. Esta misma situación se observó en el Caribe que, además, registró una menor producción de leche por la sequía en dicha región.

Recuadro 1
Evolución reciente del balance ahorro-inversión y su financiamiento

A partir de junio de 2021 el Banco de la República (Banrep) y el DANE divulgan conjuntamente los resultados de las Cuentas Nacionales Trimestrales de los Sectores Institucionales (CNTSI). Este trabajo es el resultado de un esfuerzo entre ambas entidades, el cual busca generar estadísticas que cumplan con estándares de calidad internacional, por lo que representa un importante avance en la producción de estadísticas macroeconómicas en Colombia. Las CNTSI garantizan la coherencia y consistencia macroeconómica de los resultados reales y financieros, al brindar una valiosa herramienta para el análisis y seguimiento de la economía colombiana.

En las CNTSI el DANE registra la producción, los ingresos y los gastos de la economía por sectores institucionales, en una medición que se conoce con el nombre de "por encima de la línea" (cuentas no financieras). Por su parte, el Banrep se encarga de medir el financiamiento de la economía por sectores institucionales a través de los movimientos de los activos y de los pasivos financieros, medición identificada como "por debajo de la línea" (cuentas financieras). Ambas medidas corresponden contablemente al balance en la cuenta corriente de la balanza de pagos, y permiten analizar los balances de ahorro e inversión y sus financiamientos, tanto de la economía como de los sectores institucionales. Conceptualmente, estas dos mediciones deberían ser iguales, pero como ocurre en Colombia, se podrían generar discrepancias relacionadas con temas metodológicos, coberturas, fuentes de información, entre otros.

Este recuadro presenta la evolución del balance ahorro-inversión a partir de las CNTSI en el periodo posterior a la pandemia, desde el cuarto trimestre de 2020 hasta su última publicación (correspondiente al primer trimestre de 2023). Con el fin de permitir la comparabilidad entre trimestres y eliminar su volatilidad, los valores de las diferentes variables macroeconómicas y su evolución corresponden a la suma móvil de cuatro trimestres, y se presentan en términos relativos con respecto al PIB nominal anual bajo el mismo tratamiento.

En términos generales, entre el cuarto trimestre de 2020 y el primero de 2023 se observa un aumento del desequilibrio externo o del déficit en la cuenta corriente. De acuerdo con las Cuentas Financieras del Banrep, entre estos dos periodos este desbalance aumentó en 2,4 puntos porcentuales (pp), al pasar del 3,0 % al 5,4 % del PIB. La medición del DANE a través de los ingresos y gastos sugiere la misma tendencia, con un desbalance entre ahorro e inversión de la economía colombiana que aumentó en 1,0 pp, al pasar del 4,9 % al 5,9 % del PIB.

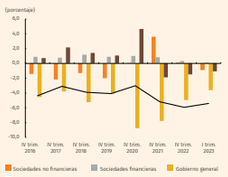
El análisis por sectores institucionales sugiere que el incremento del déficit externo entre los mismos periodos se explicó, principalmente, por los mayores déficits de los hogares y las sociedades no financieras[1], los cuales pasaron de superávits del 4,6 % y 0,1 % del PIB en el cuarto trimestre de 2020, a déficits del 1,1 % y 0,9 % del PIB en el primer trimestre de 2023, respectivamente. Estos resultados fueron compensados parcialmente por la reducción significativa del déficit del Gobierno General[2], que pasó del 8,8 % al 3,6 % del PIB entre los mismos periodos (Gráfico R1.1).

Por otra parte, el análisis por instrumento financiero, construido a partir de las Cuentas Financieras del Banrep, muestra que el financiamiento de la economía colombiana provino de los recursos del resto del mundo. Desde el cuarto trimestre de 2020 hasta el primer trimestre de 2023 se observó un mayor financiamiento externo a través de participaciones de capital en 4,6 pp, al pasar de una inversión neta de los colombianos en el resto del mundo del 1,0 % al 3,6 % del PIB en el primer trimestre de 2023. El financiamiento externo mediante préstamos se ha mantenido relativamente estable alrededor del 3,1 %, mientras

1 Este sector incluye a las empresas no financieras públicas y privadas.

2 Este sector incluye al Gobierno Central, los gobiernos regionales y locales y la seguridad social.

Gráfico R1.1
Déficit en la cuenta corriente y balances de ahorro e inversión de Colombia por sector institucional
(porcentaje del PIB nominal[a/])



a/ Se refiere a la suma móvil de orden 4 del PIB nominal trimestral.
Fuente: cálculos del Banco de la República (cuentas financieras).

que se observa una menor preferencia del resto del mundo a financiar a la economía colombiana a través de títulos de deuda en 1,6 pp. Finalmente, y entre los mismos periodos, se ha visto un incremento en la acumulación neta de depósitos de los colombianos en el resto del mundo en 0,6 pp (Gráfico R1.2).

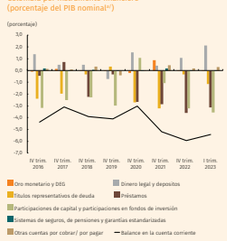
El Gráfico R1.3 permite una mayor comprensión de los anteriores resultados. La descomposición del desbalance ahorro-inversión sugiere que el mayor déficit en la cuenta corriente entre finales de 2020 y comienzos de 2023 obedeció, principalmente, al aumento de la inversión como proporción del PIB, la cual pasó del 19,1 % al 20,5 % del PIB (un aumento de 1,4 pp). Por su parte, el ahorro de la economía presentó pocos cambios, al pasar del 14,2 % al 14,6 % del PIB. Lo anterior fue resultado de una reducción del consumo final de la economía en 1,9 pp, la cual se compensó casi por completo con una disminución del ingreso disponible de 1,5 pp.

Adicionalmente, como parte del análisis de ahorro-inversión, resulta útil estudiar el comportamiento detallado de los sectores institucionales que han presentado los mayores cambios en sus balances entre el cuarto trimestre de 2020 y el primer trimestre de 2023.

Hogares

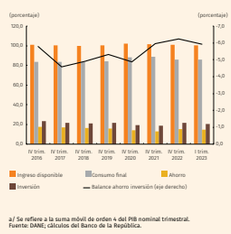
El Gráfico R1.4 presenta la evolución del balance ahorro-inversión para los hogares colombianos, el cual se redujo significativamente entre los periodos comparados (-6,4 pp), al pasar de un superávit del 4,7 % a un déficit del 1,7 % del PIB. Esta variación se explicó, principalmente, por un menor ingreso disponible, que pasó del 84,2 % al 79,5 % del PIB (-4,7 pp). Los niveles de consumo final e inversión como porcentajes del PIB presentaron pocos cambios (pasaron del 77,1 % al 77,2 % y del 3,5 % al 4,5 %, respectivamente).

Gráfico R1.2
Financiamiento del déficit de la cuenta corriente de Colombia por instrumento financiero
(porcentaje del PIB nominal[a/])



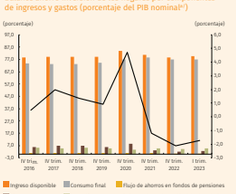
a/ Se refiere a la suma móvil de orden 4 del PIB nominal trimestral.
Fuente: cálculos del Banco de la República (cuentas financieras).

Gráfico R1.3
Balance ahorro inversión de Colombia por componentes de ingresos y gastos (porcentaje del PIB nominal[a/])



a/ Se refiere a la suma móvil de orden 4 del PIB nominal trimestral.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R1.4
Balance ahorro inversión de los hogares por componentes de ingresos y gastos (porcentaje del PIB nominal[a/])



a/ Se refiere a la suma móvil de orden 4 del PIB nominal trimestral.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

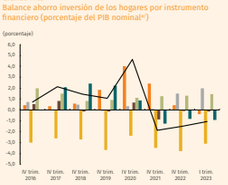
Como se observa en el Gráfico R1.5, entre el periodo de análisis los hogares financiaron la ampliación del desbalance ahorro-inversión mediante la reducción de los depósitos, principalmente, pasando de una acumulación neta del 4,0 % al -0,4 % del PIB. Otra fuente de financiación para los hogares fue la reducción neta de las cuentas por cobrar en ese periodo por 1,8 pp. Este comportamiento se compensó en parte con una adquisición de títulos de deuda en el portafolio de 1,6 pp.

Sociedades no financieras

Tras el incremento del superávit entre ahorro-inversión en 2021, el sector de las sociedades no financieras presentó una reducción de 2,1 pp entre el cuarto trimestre de 2021 y el primero de 2023, al pasar de un superávit del 2,0 % a un déficit del 0,1 % del PIB. Este comportamiento estuvo explicado, principalmente, por un aumento de la inversión, la cual pasó del 11,4 % al 13,8 % (2,4 pp). En la misma línea, pero en menor medida, el ahorro presentó un aumento de 0,4 pp, al pasar del 13,3 % al 13,7 % del PIB (Gráfico R1.6).

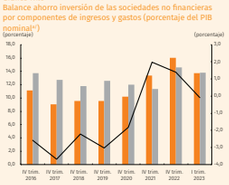
Durante el mismo periodo, las sociedades no financieras de Colombia pasaron de un balance entre ahorro e inversión del 3,6 % a un desbalance del 0,9 % del PIB (-4,5 pp). Esta disminución se financió con la desacumulación de depósitos en 5,1 pp, y con mayor endeudamiento mediante préstamos y cuentas por pagar por 1,5 y 1,1 pp, respectivamente. Las sociedades no financieras mitigaron lo anterior con la ampliación en su portafolio de títulos de deuda y de participaciones de capital en 2,2 y 1,1 pp (Gráfico R1.7).

Gráfico R1.5
Balance ahorro inversión de los hogares por instrumento financiero (porcentaje del PIB nominal[a/])



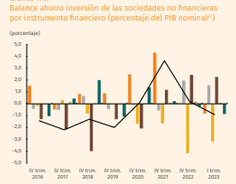
a/ Se refiere a la suma móvil de orden 4 del PIB nominal trimestral.
Fuente: cálculos del Banco de la República (cuentas financieras).

Gráfico R1.6
Balance ahorro inversión de las sociedades no financieras por componentes de ingresos y gastos (porcentaje del PIB nominal[a/])



a/ Se refiere a la suma móvil de orden 4 del PIB nominal trimestral.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R1.7
Balance ahorro inversión de las sociedades no financieras por instrumento financiero (porcentaje del PIB nominal[a/])



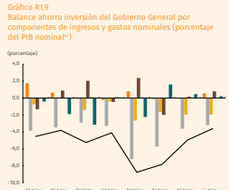
a/ Se refiere a la suma móvil de orden 4 del PIB nominal trimestral.
Fuente: cálculos del Banco de la República (cuentas financieras).

Gobierno General

Entre el cuarto trimestre de 2020 y el primero de 2023 la significativa reducción del déficit del Gobierno General en 5,2 pp fue explicada por la disminución de los gastos totales y el aumento de los ingresos totales, de 4,1 y 1,0 pp, respectivamente. La reducción de los gastos, a su vez, fue posible gracias a los menores pagos de la seguridad social y de gastos de funcionamiento, que se vieron parcialmente compensados con el aumento de otros gastos. El mayor ingreso total como porcentaje del PIB, por su parte, se explicó por un aumento de los ingresos tributarios y una caída de los ingresos por las cotizaciones a la seguridad social (Gráfico R1.8).

Las menores necesidades de financiamiento del Gobierno General implicaron una disminución en las emisiones de títulos de deuda y de las otras cuentas por pagar de 4,0 y 2,4 pp, respectivamente. Lo anterior se mitigó con la disminución en las inversiones netas en fiducias en 1,6 pp, al pasar del 2,4 % al 0,8 % del PIB (Gráfico R1.9).

Gráfico R1.8
Balance ahorro inversión del Gobierno General por componentes de ingresos y gastos nominales (porcentaje del PIB nominal[a/])



a/ Se refiere a la suma móvil de orden 4 del PIB nominal trimestral.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R1.9
Balance ahorro inversión del Gobierno General por componentes de ingresos y gastos nominales (porcentaje del PIB nominal[a/])

a/ Se refiere a la suma móvil de orden 4 del PIB nominal trimestral.
Fuente: cálculos del Banco de la República (cuentas financieras).

3. Inflación y decisiones de política monetaria

3.1 Evolución y perspectivas de la inflación

Desde 2021 se han registrado fuertes presiones externas e internas que llevaron a que en marzo de este año la inflación anual se situara en una tasa elevada no vista en más de dos décadas. En Colombia y en el mundo la inflación comenzó a incrementarse desde 2021, debido a presiones de costos internacionales y por las disrupciones en las cadenas de suministros mundiales[30]. A esto se sumó la invasión de Rusia a Ucrania a inicios de 2022, que ocasionó un incremento significativo en los precios internacionales de los alimentos y del petróleo. Lo anterior, junto con la depreciación del peso frente al dólar, derivó en incrementos significativos en los precios internos de materias primas, de alimentos y de otros bienes finales importados. En el frente interno, a las presiones de demanda sobre los precios originadas por la fuerte recuperación de la economía se sumó una menor producción de algunos alimentos generados por los bloqueos en las vías a mediados de 2021[31] y el aumento sostenido en los precios de los combustibles iniciados en octubre de ese mismo año. Los mecanismos de ajustes automáticos de precios y salarios que existen en el país también contribuyeron al incremento de la inflación. Estos mecanismos, conocidos como indexación (véase el Recuadro 2), amplificaron el impacto de los incrementos en los precios de algunos grupos del IPC, al propagarlos hacia los demás precios de bienes y servicios indexados[32]. También, generaron presiones de costos laborales[33] sobre los precios, afectaron las expectativas de inflación e hicieron que la inflación elevada se hiciera más persistente. En este contexto, desde mediados de 2021 la inflación anual mantuvo una tendencia creciente y en marzo de 2023 se situó en el 13,3 %, tasa no observada desde 1999.

En el segundo trimestre de 2023 la inflación empezó a disminuir, pero se mantiene en una tasa elevada. Lo anterior, como consecuencia de la dilución parcial o total de los choques internos y externos que la habían afectado y por las acciones acumuladas de la política monetaria. Así, en junio la inflación se situó en el 12,1 %, tasa inferior en 1,2 pp a la registrada en marzo, pero muy superior a la meta del 3 % (Gráfico 3.1). En el segundo trimestre, el grupo de alimentos fue el de mayor contribución a este descenso, el de regulados continuó presionando al alza a la inflación, mientras que la inflación básica (sin alimentos ni regulados) dejó de aumentar.

La inflación anual de alimentos ha presentado un descenso importante en lo corrido del año, después del alto nivel alcanzado en diciembre pasado. Las presiones alcistas que explicaron el aumento de estos precios desde mediados de 2021 han cedido de manera importante. En particular, los precios internacionales de varios alimentos y de fertilizantes que importa el país, así como el costo de sus fletes, se han reducido, aunque aún se mantienen en niveles superiores a los registrados a mediados de 2021. A esto se suma una buena oferta de alimentos perecederos producidos en el país, aunque afectada por mayores costos laborales debido a los altos aumentos del salario mínimo de los últimos dos años. En este entorno,

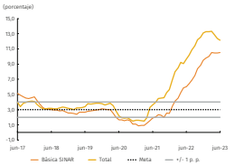
30 Originados por las medidas sanitarias para enfrentar la pandemia del covid-19.

31 El paro nacional de 2021 tuvo efectos negativos sobre la producción de productos como el huevo, la carne de cerdo y otros productos agrícolas, impactos que se extendieron hasta 2022. Véase el Recuadro 1 "Inflación de alimentos: una comparación con otros países", *Informe de Política Monetaria*, octubre de 2022.

32 Por ejemplo, en arriendos, educación, algunos servicios públicos, servicios domésticos, etc.

33 El aumento de la inflación contribuyó a los fuertes aumentos del salario mínimo observados en 2022 y 2023.

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



SINAR: Sin alimentos ni regulados.
Fuente: DANE; cálculos el Banco de la República.

en junio la variación anual del IPC de alimentos se situó en el 14,3 %, cerca de la mitad de lo registrado en diciembre pasado (27,8 %). Pese a lo anterior, los precios se sostienen en niveles altos, con dinámicas superiores a nuestros pares en la región, y con un ritmo de ajuste que todavía supera lo compatible con el cumplimiento de la meta del 3,0 %.

La variación anual de la canasta de regulados del IPC se aceleró de manera importante en el primer semestre, debido, principalmente, al ajuste en los precios internos de los combustibles. A junio la variación anual de este grupo (15,6 %) se explicó, en especial, por aumentos importantes en los precios de los combustibles (del 33,9 % anual en junio). En particular, esta dinámica alcista es consecuencia de la necesidad de acercar los precios internos de los combustibles a los externos y así atenuar el déficit del Fondo de Estabilización de los Precios de los Combustibles (FEPC). Lo anterior, junto con los efectos de la indexación a mayores tasas de inflación y salarios, han mantenido una tendencia al alza en el ajuste anual de las tarifas del transporte regulado. Por otro lado, como es usual en febrero, la educación regulada se ajustó, pero a una tasa anual algo mayor del 9,0 % y superior a la observada en diciembre del año pasado (6,4 %). En contraste, la variación anual de las tarifas de los servicios públicos cayó durante la primera mitad del año (al 14,1 % en junio frente al 17,7 % en diciembre de 2022) por un efecto de comparación estadística favorable, pero siguió presentando alzas mensuales importantes.

En el segundo trimestre la inflación básica interrumpió su tendencia alcista, aunque se mantuvo en un nivel alto. En los primeros tres meses del año, el principal indicador de inflación básica (sin alimentos ni regulados) mantuvo una tendencia creciente y se situó en marzo en el 10,5 % (frente al 9,5 % en diciembre de 2022). Sin embargo, en el segundo trimestre estos aumentos se moderaron como consecuencia del comportamiento del componente de bienes, haciendo posible que la variación anual para la canasta se mantuviera en un 10,5 %. Algunos factores, como la normalización en las cadenas globales de suministros, la reducción de los costos internacionales y las menores presiones cambiarias sobre los precios, contribuyeron para que este grupo registrara una disminución en sus incrementos anuales. A esto se suman las acciones acumuladas de política monetaria que han reducido las presiones de demanda sobre los precios. No obstante, los mecanismos de indexación que operan en Colombia y que afectan rubros importantes de la canasta familiar, como los arriendos y la educación (no regulada), entre otros, han contribuido para que el grupo de servicios presente una tendencia creciente.

Los efectos acumulados de la política monetaria, junto con la dilución de los choques de oferta externos e internos que han afectado los precios, deberían consolidar un sendero de convergencia de la inflación a la meta. Para lo que resta de 2023 se espera que los precios y costos internacionales sigan cediendo, desde los muy altos niveles alcanzados en la segunda mitad de 2022. A esto se suman los recientes niveles más bajos de la tasa de cambio que, de mantenerse, reducirían los costos externos de materias primas y la inflación

asociada con los bienes y alimentos procesados de origen importado. Lo anterior, junto con la disolución de los choques externos, continuaría atenuando las presiones de costos en el país, como ya se refleja en la desaceleración marcada de los diferentes grupos del índice de precios del productor (IPP). Adicionalmente, se espera que la buena dinámica de la oferta de alimentos perecederos siga reforzando la tendencia decreciente de la inflación de alimentos y de las comidas fuera del hogar. A todo lo anterior contribuiría una postura de la política monetaria que continuaría propendiendo por reducir los excesos de demanda y conducir al producto a niveles sostenibles, por anclar las expectativas de inflación en el 3 %, y por alcanzar la meta de inflación. En el caso de los combustibles, en lo que resta de 2023 estos continuarían aumentando y limitarían la reducción de la inflación. Con todo esto, la inflación al consumidor descendería, pero a niveles que superarían la meta al finalizar el presente año. Se espera que los factores bajistas señalados persistan y contribuyan a la convergencia gradual de la inflación hacia la meta a finales de 2024.

El impacto de un eventual fenómeno de El Niño, la evolución de la tasa de cambio y factores externos generan incertidumbre sobre el comportamiento futuro de la inflación. En la actualidad existe una alta probabilidad de ocurrencia de un fenómeno de El Niño. En el pasado este fenómeno ha tenido efectos directos de diversa magnitud sobre los precios de los alimentos y de la energía, y de manera indirecta sobre el conjunto de los precios al consumidor vía indexación y mayores expectativas de inflación. La magnitud del impacto del fenómeno de El Niño ha dependido, en gran medida, de su intensidad y duración, siendo de impacto muy bajo en intensidades débiles o moderadas, pero significativo en intensidades altas o muy altas, como el registrado entre 2015 y 2016. Si se observa un fenómeno de El Niño fuerte, esto puede desviar en una magnitud no despreciable la inflación de 2024 de la senda de convergencia a la meta descrita en este *Informe*. Adicionalmente, la volatilidad exhibida por la tasa de cambio y la diversidad de choques externos que pueden afectar la economía colombiana también generan una alta incertidumbre a los pronósticos de la inflación.

Las expectativas de inflación se redujeron en el primer semestre del año, aunque se mantienen por encima de la meta del 3,0 % a diferentes horizontes. Las expectativas de los analistas económicos, obtenidas a partir de la encuesta mensual del Banco de la República de julio sugieren una inflación total para finales de 2023 del 8,9 %, y del 9,3 % para la inflación sin alimentos. Para el final de 2024, según los resultados de la encuesta, estas medidas se situarían en el 5,0 % y el 4,9 %, respectivamente. Las expectativas para la inflación total a uno, dos y cinco años cayeron frente a la encuesta de junio, y se ubicaron en el 6,0 % (antes 6,4 %), 3,9 % (antes 4,0 %) y 3,0 % (antes 3,3 %), en su orden. Por su parte, con información al 17 de julio, las expectativas de inflación estimadas con base en los bonos de deuda pública (BEI) y ajustados por las primas de riesgo inflacionario y de liquidez[34] a dos, tres y cinco años se situaron en el 5,7 %, 5,3 % y 4,7 %, respectivamente[35].

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

35 Estas cifras corresponden al cálculo realizado en junio para las tasas de abril.

3.2 Decisiones de política monetaria

En el primer semestre de 2023 la mayoría de los bancos centrales mantuvieron una política monetaria contractiva, en un contexto de inflaciones que se han venido reduciendo, pero que se mantienen altas y superan sus metas. En ese periodo los precios internacionales de los alimentos y del petróleo se redujeron respecto a los elevados niveles de 2022 debido a la dilución parcial o total de algunos choques de oferta y de costos que los habían afectado. Esto contribuyó al descenso de la inflación global, pero a tasas que aún superan las metas en las principales economías desarrolladas y en varias emergentes. Las medidas de inflación básica (generalmente excluyen los grupos de alimentos y energéticos) también han disminuido, pero de forma lenta y se mantienen elevadas. Al tiempo, el crecimiento económico mundial se sigue desacelerado, aunque a un ritmo menor que el estimado a comienzos de año. En el caso particular de Estados Unidos, su mercado laboral se mantiene vigoroso, con una tasa de desempleo históricamente baja y con presiones de costos salariales sobre los precios. En este entorno, los bancos centrales de los principales países desarrollados y varios de la región mantuvieron una postura contractiva de la política monetaria. En lo que resta de 2023 es probable que esta postura continúe y que las condiciones financieras globales sigan apretadas.

En Colombia, las acciones tomadas por el Banco de la República responden al mandato constitucional de "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 que la inflación converja a 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 en las 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 frente a la capacidad productiva de la economía, la tasa de política monetaria (TPM) se modifica para que la inflación retorne hacia el 3 %. Si las desviaciones obedecen a factores transitorios (*v. g.*: un fenómeno climático que afecte los precios de los alimentos o choques temporales de oferta) y las expectativas de inflación se mantienen ancladas en la meta, la TPM no se modifica. Por el contrario, si las desviaciones se tornan persistentes al punto de que puedan generar procesos de indexación no deseados de precios, la TPM se modifica para anclar las expectativas y contribuir a que la inflación retorne a la meta. Todos estos procesos son más rápidos y suaves si existe credibilidad en la política monetaria.

La inflación anual se ha reducido y el crédito y la actividad económica han perdido dinámica desde sus altos niveles registrados en 2022. No obstante, la inflación y sus expectativas se mantienen por encima de la meta del 3 % y el nivel de producto supera la capacidad productiva del país. En marzo la inflación anual alcanzó su máximo valor observado en más de dos décadas y en el segundo trimestre empezó a descender debido, principalmente, al comportamiento de los precios de los alimentos. Al tiempo, la inflación básica (sin alimentos ni regulados) dejó de aumentar, y al igual que la total, se situó en una tasa elevada y superior al 3 %. A pesar de que algunos choques externos e internos que habían afectado los precios se siguen diluyendo, el descenso de la inflación en Colombia ha sido más lento que el registrado en otras economías debido a varios factores. Uno de ellos es el mecanismo de indexación de precios que opera en el país (véase Recuadro 3), el cual hace que, por ejemplo, aumentos transitorios en la inflación afecten persistentemente los precios de varios grupos de gasto (*v. g.*: arriendos), o generen mayores costos laborales debido a su fuerte impacto sobre los ajustes del salario mínimo (*v. g.*: los aumentos observados en 2022 y 2023). Los aumentos en el precio

de la gasolina, requeridos para equiparar su precio interno con el externo y mitigar su efecto fiscal negativo, también han contribuido a frenar la desaceleración de la inflación. Otro factor ha sido el nivel de la demanda agregada que, a pesar de su menor dinámica, supera la capacidad productiva de la economía y presiona al alza los precios. Esto también se sigue reflejando en valores altos de déficit externo, aunque menores que los observados en 2022. En este contexto, las acciones acumuladas de la política monetaria han buscado contrarrestar las presiones al alza sobre los precios y llevar a la inflación a su meta. No obstante, los efectos de la política monetaria sobre los precios no son inmediatos, involucran cierto grado de incertidumbre y, por tanto, su contribución a la convergencia de la inflación a la meta requiere de tiempo. Las acciones acumuladas de política monetaria también han contribuido a que los niveles del producto, del crédito y del déficit externo empiecen a converger a valores más sostenibles en el lago plazo.

En el primer semestre de 2023 la JDBR mantuvo una postura contractiva de la política monetaria que permitiría, en el mediano plazo, conducir a la inflación hacia su meta del 3 %. En la primera mitad del año, los indicadores de actividad económica señalaban que la desaceleración de la economía habría continuado. No obstante, los excesos de demanda persistían y se reflejaban en un nivel del producto que superaba la capacidad productiva de la economía y en un déficit de la cuenta corriente que se mantenía elevado, a pesar de su reducción. La inflación total y básica y las expectativas de inflación se redujeron, pero mantuvieron tasas elevadas que superaban la meta. Para lo que resta de 2023 se espera que los choques externos e internos que afectaron la inflación se sigan diluyendo, en un entorno de menores presiones cambiarias sobre los precios, pero con mayores aumentos en los precios de los combustibles. Con esto, la inflación total y básica disminuiría, pero a niveles que superan la meta del 3 % a finales de 2023. Ante esto, la JDBR en sus reuniones de enero, marzo y abril decidió incrementar la tasa de interés de política desde el 12% en diciembre de 2022 hasta el 13,25% en abril. En las reuniones de junio y julio la mantuvo inalterada, en un contexto macroeconómico de inflación decreciente pero elevada, con pronósticos y expectativas de inflación superiores al 3%, y en presencia de excesos de demanda a pesar de la desaceleración de la economía. Esta postura contractiva de la política monetaria propende por la convergencia de la inflación a su meta, y por alcanzar niveles sostenibles del producto. Como se mencionó, existen riesgos que introducen una incertidumbre importante sobre el comportamiento futuro de la inflación, como los efectos de un fenómeno de El Niño sobre los precios de los alimentos y la energía, y la elevada incertidumbre internacional. La existencia de estos riesgos requiere dejar abierta la posibilidad de respuesta de la política monetaria en la dirección que la JDBR considere necesaria. La JDBR reitera que las decisiones futuras dependerán de la nueva información disponible.

Recuadro 2
Efectos económicos de la indexación y su prevalencia en Colombia

Los mecanismos de ajuste automático de precios, conocidos como indexación, han sido una práctica relativamente común, principalmente en economías en vías de desarrollo, incluso bajo diferentes entornos macroeconómicos. Con frecuencia, dichos mecanismos surgen de manera espontánea en los contratos privados de los agentes como herramienta de protección ante inflaciones altas y poco predecibles; sin embargo, en otras ocasiones son producto de regulaciones resultantes de distintos arreglos institucionales. Los efectos económicos de la indexación han sido un área de estudio relativamente activa, y no exenta de debate. En este recuadro se presenta una breve revisión de algunos de los efectos de la indexación que la literatura especializada ha documentado, y se cuantifica la prevalencia del fenómeno en los precios al consumidor en Colombia.

La literatura es amplia al analizar los impactos económicos de la indexación[1], destacando tanto beneficios como costos asociados con esta. En cuanto a los primeros, desde el punto de vista microeconómico, cuando se presentan altas tasas de inflación, la indexación permite disminuir la incertidumbre en los acuerdos contractuales de los agentes (Lefort y Schmidt-Hebbel, 2002). En el mercado laboral, esta sustituye la necesidad de renegociaciones frecuentes de salarios, reduciendo los costos de transacción asociados con las mismas (Gray, 1978; Aizenman, 1984, 1987). Además, posibilita una transferencia de riesgo entre trabajadores y firmas. Esto ocurre debido a que los trabajadores son más aversos al riesgo y, por tanto, están dispuestos a devengar temporalmente salarios nominales más bajos que los del mercado si saben que pueden contar con un mecanismo que les ayude a mantener su poder adquisitivo inalterado ante futuros choques inflacionarios (Azariadis, 1978).

Respecto a los costos de la indexación, se destacan, principalmente, implicaciones importantes en el plano macroeconómico, en especial en lo que concierne a sus efectos sobre las políticas de estabilización de precios. En primer lugar, al supeditar los ajustes actuales de los precios a la variación pasada, la inflación adquiere más inercia y se vuelve más persistente (Edwards y Lefort, 2002). Además, la indexación amplifica el impacto de un incremento de precios que pueda enfrentar un subgrupo particular de bienes, propagándolo hacia los demás bienes o servicios indexados (Landerretche *et al.*, 2002). Los efectos mencionados implican para las autoridades monetarias que la indexación aumenta los costos de reducir la inflación en términos de producto, una conclusión en la que coinciden numerosos estudios (Ball, 1994; Bonomo y García, 1994; Jadresic, 1996; Herrera, 2002).

Así las cosas, ¿cuál es el balance entre los beneficios y costos de la indexación? El consenso en la literatura indica que para un país que logra tasas de inflación moderadas o bajas, el costo-beneficio de la indexación se vuelve desfavorable, ya que los beneficios de la indexación se diluyen mientras que sus costos aumentan (Lefort y Schmidt-Hebbel, 2002). En el contexto actual de la economía colombiana esta conclusión es relevante. En Colombia, luego de haber alcanzado un régimen de baja inflación, una combinación de choques externos e internos de distintas naturalezas, junto con una rápida recuperación de la demanda, dieron lugar al brote inflacionario pospandemia (para una exposición detallada de sus determinantes véase Pulido *et al.*, 2023; o Toro, 2023). Por tanto, el proceso de ajuste de la inflación hacia su meta que actualmente experimenta la economía colombiana podría ser más largo y costoso en la medida en que la indexación se difunda más en la economía.

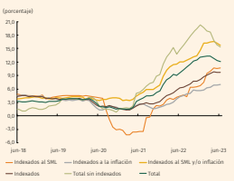
Para analizar qué tan extendida es la indexación en los precios de los bienes y servicios en Colombia, el equipo técnico del Banco realizó un ejercicio exploratorio. Este consiste en seleccionar aquellos rubros del índice de precios al consumidor (IPC) cuyos precios están influidos fuertemente por la inflación del año anterior (en particular la inflación total de fin de año) y/o por la variación del salario mínimo legal (SML) del año vigente, que, a su vez, por regulación, se ajusta al menos con la inflación total del fin del año anterior. La selección

1 Véase, por ejemplo, el resumen de Landerretche *et al.* (2002)

tuvo en cuenta la estructura de costos de cada rubro inferida de las matrices oferta-utilización, la revisión de la normatividad que regula las alzas de precios en algunos rubros del IPC, diferentes análisis estadísticos, los resultados obtenidos por la literatura especializada (Arango *et al.*, 2011; González-Molano *et al.*, 2020) y, finalmente, el criterio del equipo técnico.

A partir de la selección de dichos ítems, se construyó una subcanasta denominada "IPC de indexados"[2]. Esta contiene 49 rubros de los 188 que componen al IPC total y suman una participación del 59,9 % del mismo. Entre estos rubros se incluyen 12 cuyos precios se ajustan por normatividad y por tanto presentan alta rigidez, los cuales cuentan con una ponderación del 13,4% en el IPC total. La alta participación de la subcanasta del IPC de indexados indica que la indexación incide de manera significativa en la inflación colombiana. Adicionalmente, los rubros seleccionados se dividieron de acuerdo con el principal determinante de los ajustes de precios (la inflación pasada, el SML o ambos factores). La subcanasta de los indexados a la inflación pasada la conforman 17 rubros, con una participación del 39,0 % en el IPC total, y contiene elementos como los arriendos, algunos servicios públicos, la educación escolar, entre otros. Por su parte, la subcanasta de indexados al SML está integrada por 16 rubros, entre los que destacan los servicios relacionados con la copropiedad (administración de edificios), la educación no escolar y servicios personales, como los salones de belleza, guarderías, servicio doméstico, entre otros, y suma una participación del 6,5% en el IPC total. Finalmente, la subcanasta de indexados tanto a la inflación pasada como al SML incluye 16 rubros, como las comidas fuera del hogar, algunos servicios médicos y veterinarios, el transporte público, entre otros, y representa el 14,4 % del IPC total[3]. El Gráfico R2.1 muestra el comportamiento reciente de la inflación anual de dichas subcanastas del IPC, en donde se observa que, a junio, estas aún no muestran señales claras de quiebre como sí lo hace el IPC que excluye los rubros indexados, evidenciando la mayor persistencia de los primeros precios ante el brote inflacionario pospandemia.

Gráfico R2.1
IPC de subcanastas relacionadas con la indexación (variación anual)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Ahora bien, la indexación en Colombia incide no solo en los mercados de bienes y servicios, sino también de manera especial en el mercado laboral. En particular, el SML en Colombia tiene una amplia cobertura en la distribución de los salarios del sector formal (Arango *et al.*, 2022; Pulido *et al.*, 2023). Como se mencionó, los ajustes anuales del SML por regulación no pueden ser inferiores a la inflación total observada a fin del año anterior y generalmente también tienen en cuenta el crecimiento de la productividad total de los factores (PTF) del año previo. La literatura reconoce que este tipo de reglas de indexación de salarios introducen ineficiencias adicionales, ya que se basan únicamente en agregados y dejan de lado las heterogeneidades en la productividad, ya sea a nivel sectorial (Duca y VanHoose, 1991) o entre grupos específicos de trabajadores (Kovanen, 1992). Estas ineficiencias se explican porque dichas reglas elevan en mayor medida los costos laborales unitarios en aquellos sectores o grupos con menor crecimiento de la productividad. Esto resulta contraproducente si, por ejemplo, como sucedió en el caso colombiano en 2022, los sectores con menor crecimiento de la productividad coinciden con los de mayor prevalencia de la informalidad (Gráfico R2.2).

2 Esta clasificación es de uso interno en el Banco de la República, es complementaria a las publicadas por el Banco y por el DANE, pero no busca reemplazarlas.

3 Cabe decir que el anterior ejercicio no implica que los rubros seleccionados se ajusten de manera completa con el referente mencionado, sino que el referente tiene una alta participación en el mecanismo de formación de precios del respectivo rubro. Otros factores pueden influenciar los ajustes de precios (choques de demanda, de costos, tipo de cambio, etc.).

Gráfico R2.2
Crecimiento de la productividad total de los factores (PTF) y tasa de informalidad en 2022



Nota: la tasa de informalidad utiliza la definición de cotización a seguridad social.
Fuente: DANE (GEIH y cuentas nacionales); cálculos del Banco de la República.

Esto implica que los mayores aumentos en los costos laborales unitarios en dichos sectores generan presiones para aumentos adicionales de la informalidad.

En conclusión, la literatura documenta que, si bien existen algunos beneficios de la indexación, estos se presentan en contextos de altas inflaciones y de poca previsibilidad. En general, una vez un país ha logrado un régimen de inflación moderada o baja, los costos de la indexación superan a los beneficios. Específicamente, una alta prevalencia de la indexación aumenta el riesgo de que el proceso de convergencia de la inflación hacia la meta sea más prolongado y costoso después de choques inflacionarios, como los experimentados por la economía colombiana después de la pandemia. En Colombia, la evidencia indica que el fenómeno de la indexación tiene un impacto significativo tanto en los mercados de bienes y servicios como en el mercado laboral, por lo que la probabilidad de que se materialicen dichos riesgos no es despreciable.

Referencias

Aizenman, J. (1984). "Optimal Wage Re-negotiation in a Closed and Open Economy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 13, núm. 2, pp. 251-62.

Aizenman, J. (1987). "Wage Indexation", *The New Palgrave Dictionary of Economics*, London: Palgrave Macmillan.

Arango, L. E.; Ardila, L. K.; Gómez, M. I. (2011). "Efecto del cambio del salario mínimo en el precio de las comidas fuera del hogar en Colombia", Capítulo en: López, E.; Ramírez, M. T. (ed.), "Formación de precios y salarios en Colombia", vol. 2, pp. 873-918, Banco de la República de Colombia.

Arango, L. E. (ed.) *et al.* (2022). "Efectos macroeconómicos del salario mínimo en Colombia", *Ensayos sobre Política Económica*, núm. 103, Banco de la República de Colombia.

Azariadis, C. (1978). "Escalation Clauses and the allocation of Cyclical Risks", *Journal of Economic Theory*, vol. 18, núm. 1, pp. 119-155.

Ball, L. (1994). "Credible Disinflation with Staggered Price-Setting", *American Economic Review*, vol. 84, núm. 1, pp. 282-289.

Bonomo, M.; García, R. (1994). "Indexation, Staggering and Disinflation", *Journal of Development Economics*, vol. 43, núm. 1, pp. 39-58.

Duca, J. V.; VanHoose, D. D. (1991). "Optimal Wage Indexation in a Multisector Economy", *International Economic Review*, pp. 859-867.

Edwards, S.; Lefort, F. (2002). "Stabilization, Persistence, and Inflationary Convergence: a comparative analysis", en F. Lefort y K. Schmidt-Hebbel (eds). *Indexation, Inflation, and Monetary Policy*, pp. 65-104, Santiago, Chile, Central Bank of Chile.

González-Molano, E. R.; Hernández-Ortega, R.; Caicedo-García, E.; Martínez-Cortés, N.; Romero, J. V.; Grajales-Olarte, A. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 1122, Banco de la República.

Gray, J. A. (1978). "On Indexation and Contract Length", *Journal of Political Economy*, vol. 86, núm. 1, pp. 1-18.

Herrera, L. O. (2002). "Indexation, Inflationary Inertia and the Sacrifice Coefficient" en F. Lefort y K. Schmidt-Hebbel (eds). *Indexation, Inflation, and Monetary Policy*, pp. 183-206, Santiago, Chile, Central Bank of Chile.

Jadresic, E. (1996). "Wage Indexation and the Cost of Disinflation", IMF Staff Papers vol. 43, núm. 4, pp. 796-825.

Kovanen, A. (1992). "The Heterogeneity of Labor, Wage Indexation and Welfare", *European Economic Review*, vol. 36, núm. 1, pp. 37-49.

Landerretche, O.; Lefort, F.; Valdés, R. (2002). "Causes and Consequences of Indexation: A Review of the Literature", en F. Lefort y K. Schmidt-Hebbel (eds). *Indexation, Inflation, and Monetary Policy*. pp. 19-64, Santiago, Chile, Central Bank of Chile.

Lefort, F.; Schmidt-Hebbel, K. (2002). "Indexation, Inflation, and Monetary Policy: An Overview", en F. Lefort y K.Schmidt-Hebbel (eds). *Indexation, Inflation, and Monetary Policy*, pp. 1-17, Santiago, Chile, Central Bank of Chile.
Pulido, J.; Vargas-Herrera, H.; Ospina-Tejeiro, J. J. (2023). "The Labor Market in Colombia: Structural Features and the Role of Wages in the Post-pandemic Inflationary Surge", Borradores de Economía 1232, Banco de la República.
Toro, J. (ed). (2023). "Determinantes del brote inflacionario postpandemia" Blog Banrep, 10 de julio, disponible en: https://www.banrep.gov.co/es/blog/determinantes-brote-inflacionario-postpandemia

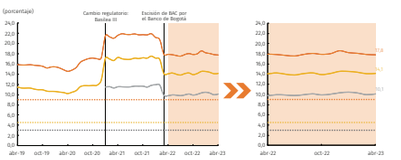
4. Evolución y perspectivas de los mercados financieros y de crédito

4.1 Intermediación financiera de los establecimientos de crédito

Durante lo corrido de 2023 los establecimientos de crédito mantuvieron altos niveles de capital, así como una posición de liquidez sólida, que les permitiría enfrentar la materialización de diversos riesgos. El sistema financiero colombiano cuenta con altos niveles de liquidez y solvencia, acorde con la regulación internacional de Basilea III, al encontrarse por encima de los niveles mínimos requeridos localmente, y mostrar suficiencia para enfrentar la materialización de riesgos extremos de baja probabilidad. En particular, en lo corrido de 2023 la solvencia agregada de los establecimientos de crédito (EC) se ha mantenido relativamente estable, al ubicarse en el 17,8 % a abril (Gráfico 4.1). Por su parte, el indicador de riesgo de liquidez (IRL) del establecimiento de fondeo estable neto (CFEN) de los EC se ubicaron, respectivamente, en el 196,9 % al 16 de junio y en 108,9 % en abril, por encima de sus mínimos regulatorios (Gráficos 4.2 y 4.3).

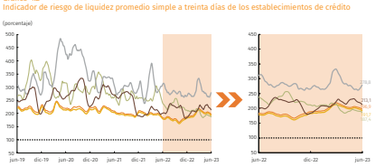
El colapso de algunos bancos en el exterior no tuvo impacto directo sobre las entidades financieras locales. Algunas características particulares que protegen al sistema financiero colombiano son: 1) la práctica generalizada de valoración del portafolio de inversión a precios de mercado, incentivada por el cumplimiento de algunos indicadores regulatorios, 2) la adecuada administración del riesgo de liquidez, 3) la baja exposición de las instituciones locales a los bancos estadounidenses afectados y 4) una estructura de balance conservadora propiciada por la regulación colombiana. Durante marzo de 2023 el sistema financiero de Estados Unidos experimentó un periodo de estrés en el cual varios bancos resultaron afectados, entre ellos First Republic Bank y Silicon Valley Bank. El colapso de

Gráfico 4.1
Indicadores de solvencia de los establecimientos de crédito



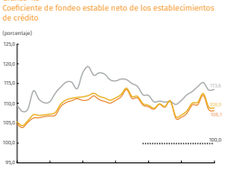
Nota 1: las cifras reportadas desde enero de 2021 de solvencia y solvencia básica no son comparables con la serie histórica debido al cambio regulatorio que exigió a las entidades empezar a converger a los lineamientos establecidos por Basilea III.
Nota 2: los límites regulatorios de solvencia total y básica son 9% y 4,5%, respectivamente. En 2023 (2024) los límites que incluyen el colchón de conservación son 10,125% (10,5%), 6,75% (7,5%) y 5,625% (6,0%) para la solvencia total, básica adicional y básica, en su orden. Para las entidades sistémicamente importantes se requieren 75pb (100pb) adicionales. En la práctica el incumplimiento de los colchones de capital no implica incumplir con los límites regulatorios, y por tanto no constituye una situación de insolvencia.
Nota 3: con la expedición de los Decretos 1477 de 2018 y 1421 de 2019 las entidades tuvieron que empezar a cumplir con el requerimiento regulatorio de la relación de apalancamiento a partir de enero de 2021. Esta relación se define como la suma del valor del Patrimonio Básico Ordinario neto de deducciones y el Patrimonio Básico Adicional, dividida por el valor de apalancamiento definido como la suma de los activos netos de provisiones, las exposiciones netas en operaciones de reporto o repo, las simultáneas y las TTV, las exposiciones crediticias en derivados y la exposición de las contingencias. El límite regulatorio de la relación de apalancamiento es del 3%.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.2
Indicador de riesgo de liquidez promedio simple a treinta días de los establecimientos de crédito



Nota: el IRL presentado para el total y cada EC se calcula como la razón entre el promedio de las últimas cuatro semanas del mes de los activos líquidos ajustados por liquidez de mercado y riesgo cambiario (ALM) con respecto el promedio de las últimas cuatro semanas del mes de los requerimientos netos de liquidez (RNL). Dado lo anterior, mayores niveles del indicador son positivos, pues reflejan mejores posiciones de liquidez de las entidades o una liquidez más amplia en el sistema.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.3
Coeficiente de fondeo estable neto de los establecimientos de crédito

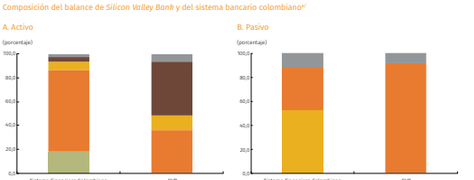


Nota 1: la información para construir este gráfico proviene del Formato 238 de la Superintendencia Financiera de Colombia.
Nota 2: el CFEN de los EC desde de marzo de 2022 se calcula empalmando la información correspondiente a los grupos 1, 2 y 3. Por su parte, previo a esta fecha solo se emplea la información correspondiente a los grupos 1,2. Lo anterior se debe a que, desde marzo de 2022, hubo una retransmisión de la información de la entidad más representativa del grupo 3. La serie del indicador para este grupo no se presenta en el gráfico debido a que las entidades que lo componen no deben cumplir con un límite regulatorio del CFEN. Con corte a marzo de 2023 este grupo agrupaba un 0,18% de activos.
Nota 3: no se muestran los límites regulatorios del grupo 2 dado que son menores a los del grupo 1 y su CFEN agregado observado es superior.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

estas entidades respondió, en síntesis, a la alta exposición de títulos del Tesoro que se contabilizaban como títulos al vencimiento dentro del activo de estas entidades, posición que se fondeaba, principalmente, mediante depósitos a la vista altamente concentrados en empresas tecnológicas estadounidenses[36]. Lo anterior contrasta de manera significativa con la estructura de balance del sistema financiero local, en la que el fondeo es más estable y la exposición a títulos al vencimiento es reducida, comportamiento que es incentivado por el cumplimiento del coeficiente de fondeo estable (Gráfico 4.4, paneles A y B). Con el objetivo de evaluar la resiliencia de los EC colombianos, el Recuadro 3 de este *Informe* realiza algunos ejercicios que permiten concluir que, en caso de materialización de un escenario similar al observado en Estados Unidos, de manera agregada los EC contarían con los recursos necesarios para hacer frente a los requerimientos de sus clientes. Adicionalmente, sería bajo el impacto potencial de valorar los títulos al vencimiento de los EC como títulos negociables. Lo anterior resultaría en un nivel de solvencia agregado adecuado y que se encontraría por encima de los mínimos regulatorios. Por último, en el primer semestre del año se ha observado una disminución en el indicador que mide la exposición de los EC al riesgo de tasa de interés del libro bancario, acorde con los incentivos regulatorios que tienen las entidades a incurrir en menos descalces en términos de plazos y tasas. En lo regulatorio, cabe resaltar que el sistema financiero local se encuentra alineado con los estándares internacionales de administración de solvencia y liquidez establecidos en Basilea III. Dentro de esta regulación se destaca la implementación del CFEN, y la valoración a precios de

36 Para más información sobre este episodio de estrés bancario, véase el Recuadro 3 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre de 2023, disponible en: https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/reporte-estabilidad-financiera/primer-semestre-2023

Gráfico 4.4
Composición del balance de *Silicon Valley Bank* y del sistema bancario colombiano[a/]



a/ Incluye bancos, compañías de financiamiento comercial y cooperativas financieras.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

mercado de todos los depósitos sujetos al cumplimiento de los indicadores locales de riesgo de liquidez, indicadores que no están obligados a cumplir algunos de los bancos regionales en Estados Unidos.

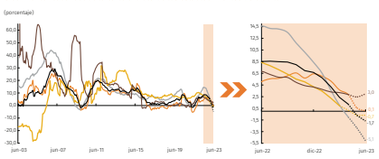
El ritmo de crecimiento del crédito se ha reducido durante 2023, después de mostrar dinámicas de expansión muy altas, en especial en la modalidad de consumo. Posterior a las altas tasas de crecimiento presentadas durante el primer semestre de 2022, y acorde con un panorama de mayores tasas de interés y de desaceleración de la actividad económica local, todas las modalidades de cartera han presentado una desaceleración de su ritmo de expansión real anual desde la segunda parte de 2022[37]. Dicho comportamiento ha sido más marcado para consumo y vivienda, carteras que empezaron a registrar contracciones reales anuales en abril y mayo de 2023, respectivamente (Gráfico 4.5). La modalidad de microcrédito es la que menos se ha desacelerado, acorde con la percepción general de una reducción de la demanda menos profunda frente a la registrada en las otras modalidades (Gráfico 4.6), y en un entorno de una percepción general de mayor oferta en esta modalidad (Gráfico 4.8). Dado el ajuste de la postura de la política monetaria desde septiembre de 2021, el efecto de las medidas macroprudenciales implementadas por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) a finales del año pasado, asociadas con una mayor exigencia en términos de provisiones para la cartera de consumo[38], junto con condiciones más estrictas en la asignación de préstamos por parte de los EC, se podría esperar que el ritmo de crecimiento de la cartera siga disminuyendo en los próximos meses.

El menor dinamismo de la cartera en la primera parte de 2023 se dio junto con la percepción de una menor oferta y demanda de crédito, y con mayores exigencias para otorgar nuevos préstamos por parte de los establecimientos bancarios.

37 En términos nominales, la cartera total y todas las modalidades mantienen tasas de crecimiento positivas: total (9,8 %), comercial (11,7 %), consumo (6,0 %), vivienda (10,9 %) y microcrédito (14,9 %).

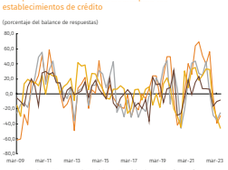
38 El 29 de noviembre expidió la Circular Externa 026 de 2022, mediante la cual se imparten instrucciones para la constitución de provisiones por riesgo sobre la cartera de consumo para afrontar la eventual materialización de riesgos de crédito. Para lo anterior, se modificó el factor de ajuste por plazo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

Gráfico 4.5
Crecimiento real anual de la cartera bruta de los establecimientos de crédito



Nota 1: las líneas punteadas corresponden a datos preliminares de abril y mayo de 2023 provenientes del formato 281 de la Superintendencia Financiera de Colombia, el cual cuenta con información semanal de algunas cuentas de los balances de los establecimientos de crédito.
Nota 2: los crecimientos reales presentados en este gráfico se calcularon utilizando el índice de precios al consumidor sin alimentos.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.6
Percepción de la demanda de crédito para los establecimientos de crédito

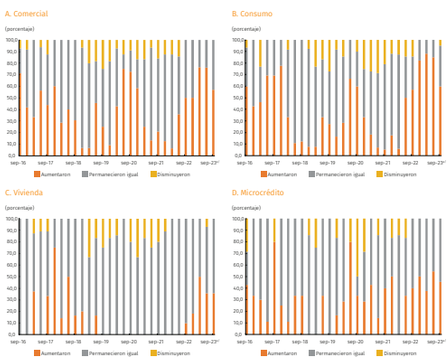


Nota: Un resultado positivo (negativo) del balance de respuestas se interpreta como una percepción general de un aumento (reducción) en la demanda de crédito.
Fuente: *Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia*, junio de 2023; cálculos del Banco de la República.

Los resultados del *Reporte sobre la Situación del Crédito en Colombia* del Banco de la República, con corte a junio de 2023, muestran que la percepción de la demanda de crédito por parte de los EC, que venía reduciéndose desde mediados de 2022 para todas las modalidades de crédito, registró un cambio de tendencia para las carteras de consumo, comercial y microcrédito; sin embargo, aún se ubica en niveles de baja demanda (Gráfico 4.6). En cuanto a las exigencias, los EC encuestados se mostraron más restrictivos en el otorgamiento de nuevos créditos, principalmente para consumo y comercial (Gráfico 4.7). Para el próximo trimestre, en todas las modalidades el porcentaje de entidades que espera aumentar los requerimientos será menor al observado a junio de 2023 y únicamente para vivienda una proporción reducida prevé disminuirlos. Por su parte, la percepción que tienen las entidades sobre la oferta de crédito se contrajo para las carteras de microcrédito y consumo, mientras que para vivienda y comercial aumentó levemente (Gráfico 4.8). Teniendo en cuenta lo anterior, de continuar la tendencia positiva en los indicadores de demanda y oferta, podría esperarse una leve recuperación en el mercado de crédito durante los próximos trimestres, a excepción de la modalidad de consumo.

El endeudamiento de los hogares continúa en niveles elevados, aunque ha venido reduciéndose sostenidamente. Por su parte, su ahorro se ha recuperado, pero se mantiene por debajo de los niveles prepandemia. La buena dinámica del ingreso disponible de los hogares (que creció al 20,8 % en términos anuales a marzo de 2023), junto con la reciente desaceleración de su cartera, llevó a una disminución en la razón de deuda a ingreso disponible de estos agentes (Gráfico 4.9). Teniendo en cuenta los escenarios macroeconómicos base del Banco de la República y una senda de bajo crecimiento en la cartera que se ajusta a los datos más recientes, para finales de 2023 se esperarían caídas adicionales en este indicador, que podrían alcanzar niveles no observados desde 2017. Por su parte, la carga financiera promedio ponderada de los hogares para nuevos créditos, reportada por los bancos en la *Encuesta sobre la situación del crédito* en Colombia, que refleja los cambios de la razón de amortizaciones y pago por intereses a ingreso disponible, mostró una desaceleración al alcanzar un indicador del 33,1 % en junio de 2023 (Gráfico 4.10). Por último, el Gráfico 4.11 presenta el ahorro bruto anualizado de los hogares y sus componentes, reportados en las cuentas nacionales trimestrales por sector institucional del DANE. En este se evidencia el agotamiento de los altos niveles de ahorro alcanzados por los hogares en el primer año de la pandemia y que apalancó el buen dinamismo del consumo durante 2021 y 2022. No obstante, en los últimos trimestres el buen

Gráfico 4.7
Cambios de las exigencias en la asignación de nuevos créditos



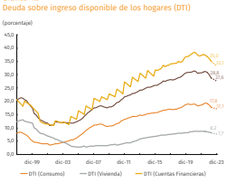
a/ Expectativas para el próximo trimestre.
Fuente: *Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia*, junio de 2023; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.8
Cambio en la oferta de nuevos créditos



Nota: un resultado positivo (negativo) del balance de respuestas se interpreta como una percepción general de un aumento (reducción) en la oferta de crédito.
Fuente: *Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia*, junio de 2023; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.9
Deuda sobre ingreso disponible de los hogares (DTI)



Nota: los gráficos presentan el indicador de deuda a ingreso (DTI por sus siglas en inglés). Para ello se utiliza el ingreso disponible ajustado bruto de los hogares que proviene de las cuentas nacionales por sector institucional. Los segmentos punteados corresponden a pronósticos del indicador a partir de los escenarios macroeconómicos base del equipo técnico del Banco de la República, y una senda de bajo crecimiento de la cartera. En el gráfico se presentan cuatro medidas de endeudamiento:
1. Línea café: deuda de los hogares con los establecimientos de crédito, las cooperativas de ahorro y crédito, los fondos de empleados y la Titularizadora Colombiana.
2. Línea amarilla: deuda de los hogares proveniente de los saldos de las cuentas financieras publicadas por el Banco de la República. Adicional a lo incluido en la línea café, se incluyen los microcréditos y los créditos comerciales a cargo de personas naturales, además de obligaciones con otras instituciones financieras.
3. Línea gris (naranja): créditos de vivienda (consumo) con establecimientos de crédito.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE; cálculos del Banco de la República.

desempeño del ingreso disponible de los hogares y una ligera desaceleración del gasto de consumo final han resultado en un incremento del ahorro, aunque a niveles que permanecen muy por debajo de lo observado en 2020, antes del impacto generado por los periodos de confinamiento.

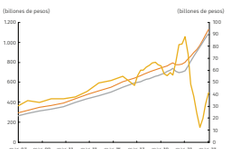
Después de que el endeudamiento del sector corporativo privado se incrementara a finales de 2022, principalmente por las operaciones en moneda extranjera, a marzo de 2023 este endeudamiento se redujo en un contexto de apreciación del peso colombiano y una desaceleración de la cartera. La mayoría de las operaciones en moneda extranjera cuentan con mecanismos de mitigación del riesgo cambiario. A marzo de 2023 el endeudamiento total del sector corporativo como proporción del PIB anualizado se ubicó en el 52,6 %, y presentó una reducción con respecto a diciembre de 2022 (Gráfico 4.12). Esta reducción estuvo explicada, principalmente, por la apreciación del peso y su efecto sobre la deuda denominada en moneda extranjera (41,4 % de la deuda y 21,7 % del PIB). Adicionalmente, el porcentaje de la deuda en moneda extranjera que cuenta con algún mecanismo de mitigación del riesgo cambiario (deuda a exportadores, a firmas con operaciones de cobertura financiera, o a empresas con IED) ha permanecido relativamente estable y sigue representando la mayor parte de la deuda en moneda extranjera (73,1 %). La tendencia de reducción en la deuda podría consolidarse durante el primer semestre de 2023, dada la estabilidad del peso y la desaceleración de la cartera comercial.

Gráfico 4.10
Carga financiera promedio ponderado de los hogares que accedieron a nuevos créditos



Fuente: *Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia*, junio de 2023; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.11
Ahorro bruto de los hogares y sus componentes

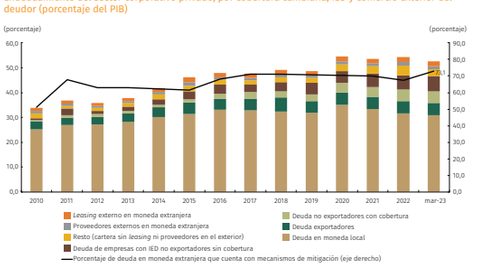


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En lo corrido del año se ha observado un incremento de la mora en los créditos, impulsada por la modalidad de consumo. No obstante, las provisiones cubren un alto porcentaje de la cartera vencida. Durante lo corrido de 2023 el indicador de calidad por mora (ICM)[39] para la cartera total ha presentado

39 Se calcula como la razón entre la cartera vencida y la cartera bruta total (la cartera vencida incluye el saldo de los créditos que se han dejado de pagar por un periodo mayor a treinta días).

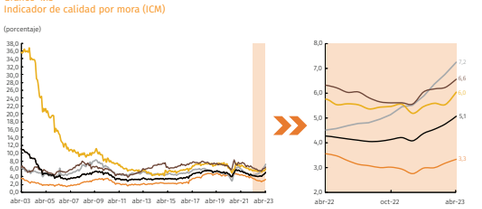
Gráfico 4.12
Endeudamiento del sector corporativo privado, por cobertura cambiaria, IED y comercio exterior del deudor (porcentaje del PIB)



Nota: la deuda en moneda extranjera de proveedores y *leasing* con entidades del exterior no se tiene disponible por NIT y, por tanto, no se puede identificar si esta deuda pertenece a empresas con cobertura.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, DANE y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

deterioros, después de haber exhibido una tendencia decreciente desde finales de 2020 y de haber alcanzado el nivel más bajo desde enero de 2017 (Gráfico 4.13). Este deterioro del ICM ocurrió después de las altas tasas de crecimiento de la cartera registradas durante el año anterior, en particular la de consumo, y en un contexto de desaceleración económica y de alta carga financiera de los hogares. Aunado a lo anterior, este incremento puede estar relacionado con la eliminación de la información de las centrales de riesgo derivada de la Ley de "Borrón y cuenta nueva". Por modalidad, la de consumo continuó con una tendencia creciente en el deterioro de su ICM, mientras que la comercial, la de vivienda y el microcrédito ya evidencian un inicio de deterioro. Cabe mencionar que los indicadores de cobertura de cartera vencida tanto para la total como por modalidad se encuentran en niveles que permiten inferir que las provisiones cubren un alto porcentaje de esa cartera vencida. El monitoreo constante de este indicador cobra más relevancia en un entorno de desaceleración económica, de condiciones financieras más restrictivas y de altos niveles de inflación. Cabe esperar que las medidas tomadas por la SFC mediante la Circular Externa 026 de 2022 para la constitución de provisiones por riesgo sobre la

Gráfico 4.13
Indicador de calidad por mora (ICM)

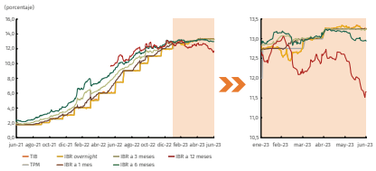


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

cartera de consumo con el fin de afrontar la eventual materialización de riesgos, ayuden a mitigar los impactos negativos del contexto macroeconómico. De igual forma, las medidas tomadas por varios EC durante lo corrido de 2023 de reducir sus tasas de interés en algunos segmentos específicos de consumo, vivienda y microcrédito pueden ayudar a mitigar dichos impactos negativos sobre algunos hogares y firmas especialmente vulnerables.

Los movimientos de la tasa de interés de política monetaria continuaron reflejándose en las tasas de interés del mercado monetario. Durante el primer semestre de 2023, el IBR *overnight* y la tasa interbancaria se incrementaron, acorde con los cambios en la tasa de interés de política monetaria[40]. Estas tasas, que son indicadores del costo de fondeo de las entidades financieras a ese plazo, si bien estuvieron cerca de la TPM (para el IBR la diferencia promedio fue de -0,96 pb), presentaron algunas desviaciones transitorias durante marzo[41]. Dicho comportamiento se dio tras el vencimiento de TES UVR y el pago de intereses de deuda pública a finales de febrero, lo que, junto con los pagos de inicios de marzo, implicaron una disminución de los depósitos del Gobierno en el Banco por cerca de COP 23 billones y aumentaron la disponibilidad de liquidez primaria de la economía[42]. Para los demás plazos del IBR, la diferencia entre plazos y frente a la TPM se cerró de manera progresiva, e incluso, en los plazos de seis y doce meses se observaron niveles inferiores a la tasa de referencia, reflejando expectativas de una postura menos contractiva en el mediano plazo (Gráfico 4.14).

Gráfico 4.14
Tasa de política monetaria (TPM), tasa interbancaria (TIB) e IBR (*overnight*, a 1, 3, 6 y 12 meses)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República con información hasta el 30 de junio de 2023.

Las tasas de interés de los créditos alcanzaron máximos en el primer trimestre de 2023, y a partir del segundo trimestre comenzaron a descender. Frente a diciembre de 2022, las tasas de todas las modalidades de créditos aumentaron en los primeros meses del año, aunque a un ritmo menor al observado un año atrás[43]. No obstante, los incrementos en las tasas de los créditos a los hogares

40 En particular, al 30 de junio de 2023 el IBR *overnight* se ubicó en el 13,24 % y la tasa interbancaria a un día en 13,26 %, con incrementos de 127,40 pb y 130,16 pb frente al cierre de 2022 (en el mismo periodo la TPM se incrementó 125 pb).

41 Durante marzo, el IBR *overnight* se ubicó en promedio -13,72 pb por debajo de la TPM.

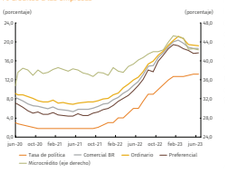
42 Véase sombreado de la Base monetaria y M3.

43 Entre diciembre de 2022 y marzo de 2023, la tasa agregada de créditos comerciales (metodología Banrep) aumentó 79 pb (ordinario 141 pb, tesorería 39 pb y preferencial bajó 4 pb); la de consumo 97 pb (libranzas 36 pb y distinto de libranzas 298 pb); la de adquisición de VIS 18 pb, y diferente de VIS 131 pb; la de tarjeta de crédito de personas naturales 217 pb, y microcrédito 79 pb. Cabe señalar que

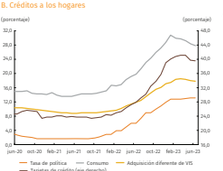
(consumo, tarjeta de crédito personas naturales y adquisición de vivienda)[44] continuaron siendo más pronunciados que los de los créditos a las empresas, que tuvieron cambios de magnitud similar a los de la TPM (75 pb). Posteriormente, las tasas de todas las modalidades empezaron a descender, en especial en abril y mayo[45]. En el caso de microcrédito, a partir de abril (con la entrada en vigor del Decreto 455 del 29 de marzo de 2023) esta modalidad se segmentó en cinco submodalidades con tasas de usura diferentes, pero en todos los casos menores a la que estuvo vigente hasta marzo[46]. El descenso de las tasas de interés de los créditos en los meses más recientes es reflejo, posiblemente, de que las entidades estén otorgando préstamos a clientes con un menor nivel de riesgo, dado el deterioro en los indicadores de morosidad que se ha observado en lo corrido del año (Gráfico 4.13). Además, también pueden obedecer a la menor demanda de crédito que enfrentan las entidades financieras y a la expectativa de un cambio en la postura de política monetaria a futuro (Gráfico 4.15).

Gráfico 4.15
Tasa de interés activas

A. Créditos a las empresas



B. Créditos a los hogares



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (formato 414); cálculos del Banco de la República con información al 30 de junio de 2023.

Las tasas de interés de los depósitos también registraron máximos entre febrero y marzo de 2023, y posteriormente disminuyeron. En los primeros meses de 2023, tanto las tasas de captación a través de CDT, como las tasas de los depósitos de ahorro, continuaron aumentando como lo venían haciendo desde 2021[47]. En el caso de CDT, los mayores incrementos se observaron en las tasas a plazos mayores a seis meses. Asimismo, en esos plazos se presentaron los mayores montos captados desde que se tiene registro. A partir de marzo las tasas de CDT comenzaron a descender significativamente,

a partir del 1 de julio de 2022 la información de tasas activas proviene del formato 414 de la SFC, las cuales no son estrictamente comparables con las obtenidas de la fuente anterior (formato 088).

44 La excepción fue la tasa de adquisición de VIS, cuyo aumento en el trimestre fue menor al de los créditos a las empresas.

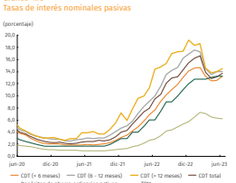
45 Al comparar las tasas de junio de 2023 frente a marzo de 2023, la tasa agregada comercial bajó 121 pb (ordinario 148 pb, preferencial 88 pb y tesorería 7 pb); microcrédito (crédito productivo) descendió 248 pb; consumo 175 pb (libranzas 17 pb y distinto de libranzas 295 pb); adquisición de VIS 68 pb y diferente de VIS 62 pb, y tarjeta de crédito de personas naturales 161 pb. Cabe señalar que para microcrédito (créditos productivos), aún no se cuenta con información disponible para cada una de las submodalidades creadas por el Decreto 455 a partir de abril).

46 A partir de abril de 2023 el Gobierno creó la modalidad de créditos productivos, la cual reemplaza la modalidad de microcrédito. Dentro de esta nueva modalidad se crearon cinco ¿tres? tipos de créditos: productivo popular (hasta 5 SMMLV), productivos (entre 5 y 25 SMMLV) y productivos de mayor monto (entre 25 y 120 SMMLV), los dos primeros, diferenciando entre rural y urbano, según donde se desarrolle el proceso productivo para el cual se solicita el crédito. Las tasas de usura vigentes hasta septiembre de 2023 para las nuevas modalidades se definieron en 40,67 % para productivo de mayor monto, 46,79 % para productivo y 52,89 % para productivo popular.

47 La tasa agregada de CDT registró su máximo histórico (en términos nominales) en febrero de 2023, lo que implicó un aumento de 119 pb frente a diciembre de 2022 (los CDT menores a seis meses aumentaron 59 pb, entre seis y doce meses 44 pb, mientras los mayores a doce meses bajaron en ese mismo periodo 58 pb, porque su tasa máxima se alcanzó en diciembre de 2022). La tasa agregada de depósitos de ahorro ordinarios (activos) también alcanzó su máximo en términos nominales en febrero de 2023, con un aumento de 160 pb frente a diciembre de 2022 (personas jurídicas 198 pb, entidades oficiales 190 pb, personas naturales 9 pb).

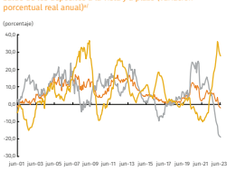
junto con el valor de las captaciones, en mayor medida en el segmento de tesorería. De igual manera, las tasas de ahorro también cayeron, jalonadas por las de los depósitos de personas jurídicas y entidades oficiales. Este comportamiento a la baja se explicó por menores necesidades de fondeo estable requerido por parte de las entidades financieras, acorde con la disminución en el dinamismo de la cartera y, también, posiblemente reflejando de forma anticipada reducciones futuras en la TPM. Además, la caída de las tasas de CDT y ahorros en marzo también estuvo reforzada por la coyuntura de amplia liquidez generada por el vencimiento de TES UVR a finales de febrero, lo que llevó a que la caída fuera pronunciada y que posteriormente (mayo y junio) se revirtiera una parte de aquella[48] (Gráfico 4.16).

Gráfico 4.16
Tasas de interés nominales pasivas



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (formato 441); cálculos del Banco de la República con información al 30 de junio de 2023.

Gráfico 4.17
Saldo de los depósitos a la vista y a plazo (variación porcentual real anual)[a/]



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

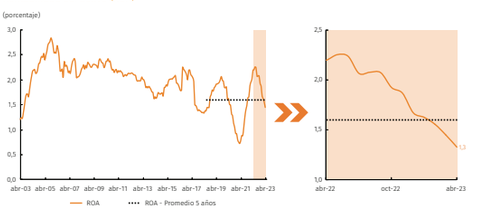
En el primer semestre de 2023 los depósitos a la vista continuaron desacelerándose, y los depósitos a plazo dejaron de crecer. El saldo de los depósitos de ahorro y de los depósitos en cuenta corriente (entre otros), que permiten a sus tenedores realizar pagos debitando contra sus saldos, cayó de manera persistente en lo corrido de 2023. Si bien es usual que, frente a diciembre, estos depósitos se reduzcan en los primeros meses del año, en esta ocasión la disminución fue más pronunciada, llegando a registrar las mayores caídas en términos anuales de lo corrido de este siglo[49]. Para los CDT, si bien las variaciones anuales permanecieron altas (más del 35 % en términos reales), el ritmo de aumento en el margen se redujo a partir de marzo, cuando empezaron a disminuir las tasas de interés de este tipo de depósitos. Con esto, en el margen, el fondeo en pesos de los establecimientos de crédito con sus clientes presentó un menor dinamismo que el registrado en 2022 (Gráfico 4.17).

La rentabilidad de los establecimientos de crédito continuó con la tendencia decreciente que ha venido registrando desde inicios del segundo semestre de 2022. La rentabilidad agregada de los EC mantuvo la tendencia decreciente presentada desde la segunda mitad de 2022, ubicándose en niveles inferiores al promedio de los últimos cinco años (Gráfico 4.18). La disminución de la rentabilidad se dio, principalmente, por un mayor gasto de intereses por depósitos y por un incremento del gasto en provisiones, derivado de la aceleración de las carteras riesgosa y vencida para la cartera total. Por entidad, se observaron amplias heterogeneidades en este indicador (Gráfico 4.19). No obstante, esta ampliación se ha observado en varios momentos del tiempo, donde algunos EC presentan menores rentabilidades por su nicho de negocio o por el riesgo adquirido. A abril las entidades que evidenciaron un valor del ROA negativo concentraron el 9,7 % del activo total de los EC,

48 Entre febrero de 2023 y junio de 2023 la tasa agregada de CDT bajó 288 pb (los CDT menores a seis meses disminuyeron su tasa en 142 pb, entre seis y doce meses en 328 pb, y los mayores a doce meses en 413 pb). No obstante, las tasas de CDT alcanzaron su nivel más bajo del semestre en abril. Entre febrero y junio la tasa de los depósitos de ahorro ordinarios se redujo todos los meses y en total cayó 109 pb.

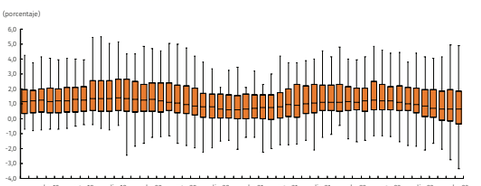
49 Los saldos de los depósitos de ahorro y las cuentas corrientes presentaron disminuciones anuales del 5,5% y 11,8% en promedio, respectivamente (-15% y -20,7% en términos reales) durante el primer semestre del año.

Gráfico 4.18
Rentabilidad del activo (ROA)



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

Gráfico 4.19
Distribución del ROA entre entidades



Nota: el límite inferior y superior de cada caja denota el percentil 25 y 75, en su orden, de la distribución del ROA de los EC en cada fecha. La línea horizontal dentro de la caja corresponde a la mediana.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

y nueve de ellas tenían más del 50 % de su cartera total colocada en la modalidad de consumo. Dadas las perspectivas de un menor crecimiento económico para 2023 y la dinámica de desaceleración de la cartera, se podría esperar que la tendencia negativa de la rentabilidad persista en el corto plazo.

4.2 Mercados financieros locales

4.2.1 Mercado cambiario

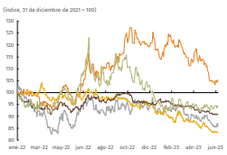
Para mantener una tasa de inflación baja y estable y alcanzar el máximo nivel sostenible del producto y el empleo, el Banco de la República sigue un esquema de inflación objetivo[50] con un régimen de tasa de cambio flexible. La flexibilidad cambiaria es considerada un elemento fundamental para el logro de estos objetivos, debido a que: 1) ante choques externos, gran parte del ajuste lo realiza la tasa

50 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.

de cambio[51]; 2) las autoridades de una economía pequeña y abierta con tasa de cambio flexible tienen mayor autonomía en su política monetaria, lo cual les facilita alcanzar sus propias metas de inflación y reaccionar a sus propios ciclos económicos[52]; 3) reduce los incentivos para la toma de un riesgo cambiario excesivo[53], y 4) la volatilidad propia de la flotación estimula el desarrollo del mercado de coberturas, lo cual es importante para mantener la estabilidad financiera y promover el desarrollo de los mercados[54].

El comportamiento favorable del peso durante el primer semestre de 2023 fue el reflejo de una menor percepción de riesgo hacia Latinoamérica. También se suman algunos factores locales, como mayores flujos de oferta de divisas en el mercado *spot* y la incidencia de una percepción positiva de la fortaleza de las instituciones, mencionada por parte de distintos agentes del mercado. Al 30 de junio el peso colombiano corrigió de manera importante el debilitamiento observado durante el segundo semestre de 2022, al haberse apreciado un 13,2 % (Gráfico 4.20). De acuerdo con los agentes del mercado, el fortalecimiento del peso obedece principalmente a: 1) la oferta de dólares, debido al pago de impuestos de grandes contribuyentes y al ingreso de inversión extranjera directa; 2) una percepción positiva frente a la fortaleza de las instituciones locales, las cuales han tenido un papel importante en la revisión y debate de las reformas propuestas por el Gobierno, y 3) a un movimiento de corrección, debido a que la moneda local había estado castigada y su desempeño estuvo rezagado frente al de otras de la región.

Gráfico 4.20
Comportamiento del mercado cambiario de la región



Fuente: Bloomberg, Data License. Datos al 30 de junio de 2023.

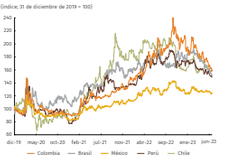
Aunque durante lo corrido de 2023 el peso colombiano se apreció más que sus pares, si se compara su dinámica con las de la región desde el inicio de la pandemia, la debilidad del peso persiste (Gráfico 4.20). Tomando como horizonte de análisis el cierre de 2021, el peso colombiano ha acumulado una depreciación del 5,0 %, mientras que las divisas de los otros países de la región se han apreciado[55]. Este desempeño, aun rezagado del peso colombiano frente al de sus pares de la región, se puede explicar por algunos factores internos que han generado presiones hacia la depreciación, principalmente, el comportamiento del diferencial de las primas de riesgo del país y factores asociados con incertidumbre local.

Durante el primer semestre de 2023 se evidenció una mejora de la liquidez en el mercado cambiario[56] y no hubo evidencia de alteraciones en la formación adecuada del precio de la divisa. La mejora en la liquidez se vio reflejada en una disminución del costo transaccional (medido por el *bid-ask spread*) y un incremento en la profundidad del mercado de contado. Por su parte, los mercados cambiarios de contado y de derivados se han desempeñado sin alteraciones, aunque los costos en el mercado *forward* han aumentado en el último mes[57].

4.2.2 Mercados de deuda y accionario

Durante 2023 se ha registrado una importante valorización en los títulos de deuda pública local, superior a la de la región, junto con una mejora de la liquidez y la volatilidad de este mercado. Este desempeño se explica por una corrección parcial en los altos niveles de las tasas de interés observados durante 2022, entre otros factores globales y locales. Si bien la deuda pública emergente ha presentado un buen comportamiento durante 2023, acorde con las expectativas de un pronto comienzo del ciclo de recortes de tasas de interés y el mayor apetito por riesgo hacia estas economías (Gráfico 4.21), la deuda pública colombiana ha presentado un mejor desempeño que sus pares. Ese comportamiento se explica, principalmente, por las correcciones frente a las altas desvalorizaciones observadas el año pasado, la expectativa de que la inflación haya tocado un techo en el primer trimestre de 2023, y por la percepción de varios agentes del mercado de una alta fortaleza institucional local (Gráfico 4.22). Si bien el mercado de deuda pública colombiano ha presentado correcciones importantes, si se compara con el desempeño desde finales de 2021, continúa rezagado frente a sus pares de la región[58].

Gráfico 4.21
Índice de tasas de interés en algunas economías de la región



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

Gráfico 4.22
Tasas cero cupón TES en pesos por plazo, índice de deuda privada y tasa de política monetaria



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

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

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

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

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

55 Del 30 de diciembre de 2021 al 30 de junio de 2023 el BRL, MXN, CLP y PEN presentaron variaciones del -14,0 %, -16,3 %, -5,8 % y -9,1 % contra el dólar estadounidense, respectivamente.

56 Se toma como referencia el *bid-ask spread* (BAS) y las medidas de profundidad de mercado. El BAS se calcula como el promedio de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta en la sesión de contado de Set-FX para cada segundo entre las 8:30 *a. m.* y la 1:00 *p. m.*, de cada día, dividido por la tasa promedio de Set-FX del día. Un aumento del indicador refleja una menor liquidez. Por su parte, las medidas de profundidad corresponden al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta del peso/dólar, que se extraen de Set-FX cada cinco minutos entre las 8:30 *a. m.* y la 1:00 *p. m.* para las mejores posturas dentro de un rango de +/- $5 y de +/- $10, y el total del mercado. Una disminución del indicador refleja una menor liquidez. En la primera mitad de 2023 (I sem. 2023), con información al 30 de junio, el BAS promedio se ubicó en 0,061 %, mientras que en el II sem. 2022 se ubicó en 0,068 %. Por su parte, las medidas de profundidad a $5, $10 y total se ubicaron en promedio en el I sem. 2023 en USD 5,9 millones (m), USD 11,3 m y USD 43,9 m, respectivamente, mientras que en el II sem. 2022 se ubicaron en USD 5,2 m, USD 9,9 m y USD 41,4 m, respectivamente.

57 Este mayor costo hace referencia a un aumento en la diferencia entre la devaluación implícita y la teórica de los contratos *forward* a un mes.

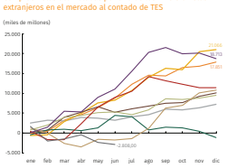
58 Si se compara el desempeño del mercado de deuda pública desde enero de 2022 hasta junio de 2023, se observa que los títulos colombianos de corto plazo se desvalorizaron 390 pb, mientras que en la región se desvalorizó en promedio 120 pb. En cuanto a los títulos de largo plazo, los colombianos se desvalorizaron 170 pb, mientras que la región presentó una desvalorización promedio de 24 pb.

Respecto a las expectativas de inflación, las diferentes medidas que se extraen del mercado de deuda pública local presentaron disminuciones, sin embargo, sus niveles aún se mantienen por encima de la meta del Banco de la República. De acuerdo con las expectativas de inflación implícitas en el mercado de deuda pública[59], la inflación esperada a un año ha disminuido 210 pb durante lo corrido del año, mientras que la esperada a cinco años lo ha hecho en 140 pb. Así, al 30 de junio la inflación esperada a estos plazos se ubicó en un 6,4 % y 6,0 %, respectivamente. La reducción en las expectativas de inflación ayuda a valorizar los títulos de deuda pública, al aumentar la credibilidad de que se va a alcanzar la meta de inflación del Banco de la República en el futuro.

Con respecto a los participantes en el mercado de deuda pública, los fondos de pensiones y cesantías han aumentado de manera significativa sus posiciones en estos activos y volvieron a posicionarse como los principales tenedores de títulos en moneda local desde febrero de 2023. Al cierre de 2022 los fondos de pensiones y cesantías contaban con una participación del 26,5 % sobre el total de la deuda pública en moneda local. Para junio de 2023 la participación aumentó 0,7 pp, al pasar al 27,2 %.

Los inversionistas extranjeros han realizado ventas de títulos de deuda pública en moneda local en lo corrido de 2023. No obstante, su participación en el mercado no ha disminuido de manera sustancial y se mantienen como el segundo mayor tenedor. Los inversionistas extranjeros han vendido en neto durante el año COP 3.437 mm[60] y COP 1.252 mm[61] de TES en pesos y UVR, respectivamente, siendo estas las mayores ventas acumuladas para inicio de año desde 2014. Este comportamiento se encuentra asociado con episodios de incertidumbre sobre el contexto local, periodos de disminución del apetito por riesgo en el ámbito internacional y, recientemente, con tomas de utilidad dadas las valorizaciones acumuladas por los títulos colombianos durante el año. Así, la posición de los extranjeros dentro de los tenedores de TES disminuyó[62], ubicándose como los segundos mayores tenedores, por detrás de los fondos de pensiones y cesantías (Gráfico 4.23).

Gráfico 4.23
Compras netas acumuladas por año de los inversionistas extranjeros en el mercado al contado de TES



Fuente: DCV. Cálculos: DOAM.

59 Las medidas corresponden al *break-even inflation* (BEI) derivado del mercado de deuda pública local.

60 Con corte al 30 de junio, durante el año 2023 los inversionistas extranjeros han vendido en neto en el mercado de contado COP 2.463 mm. En cuanto al mercado a futuro, su posición, mediante contratos *non delivery forwards* (NDF) de TES denominados en pesos, ha disminuido en COP 974 mm.

61 Durante 2023 los inversionistas extranjeros han vendido en neto en el mercado de contado COP 365 mm. En cuanto al mercado a futuro, su posición, mediante contratos NDF de TES denominados en UVR, ha disminuido en COP 907 mm.

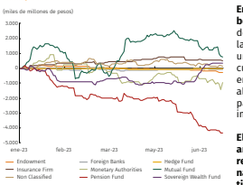
62 Al cierre de 2022, los inversionistas extranjeros contaban con una participación del 26,2 % sobre el total de la deuda pública en moneda local. Para junio de 2023, la participación disminuyó 1,8 pp, pasando al 24,4 %.

Además, por tipo de agente extranjero se ha observado una recomposición hacia agentes con una posición menos estable (fondos mutuos), por mayores salidas de fondos de pensiones internacionales. En particular, los fondos internacionales de pensiones han sido los principales vendedores durante 2023 (COP 4.118 mm), seguidos de las autoridades monetarias, con ventas netas por COP 960 mm[63]. Por el contrario, los fondos mutuos han realizado compras por COP 1.428 mm[64] (Gráfico 4.24).

En lo corrido de 2023 el fondeo mediante la colocación de bonos corporativos perdió dinamismo. Durante lo corrido del año las colocaciones de bonos corporativos por medio de la BVC han sido de COP 0,29 billones (b), lo cual representa una caída del 86 % frente al mismo periodo de 2022 (COP 2 b), cuando las colocaciones fueron realizadas principalmente por entidades del sector financiero[65]. Lo anterior, en un entorno de altas tasas de interés y mayor percepción de riesgo. Por otra parte, en el primer trimestre del año se evidenció un aumento importante en los montos colocados en CDT.

El índice MSCI Colcap cayó durante el primer semestre del año, a diferencia del aumento promedio registrado en la región[66]. En este sentido, el desempeño del mercado accionario continuó rezagado frente a sus pares de la región, al tiempo que su liquidez se deterioró. El comportamiento del MSCI Colcap se ha dado ante la persistencia de algunos factores de incertidumbre local, la caída del precio de las acciones de los sectores financiero y petrolero, y algunos eventos corporativos. Lo anterior se dio en un entorno de baja liquidez del mercado, que en el semestre alcanzó niveles promedio históricamente bajos[67].

Gráfico 4.24
Compras netas acumuladas por año de los inversionistas extranjeros en el mercado al contado de TES



Fuente: DCV. Cálculos: DOAM.

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

La rentabilidad de las instituciones financieras no bancarias (IFNB) se recuperó. En lo corrido de 2023 la rentabilidad de las IFNB como porcentaje de su activo (ROA) se incrementó, comparada con los niveles mínimos que alcanzó en 2021, y con corte a marzo de 2023 se ubicó en valores cercanos a los registrados antes de la pandemia. Las sociedades comisionistas de bolsa presentaron su valor máximo de rentabilidad en los

63 En lo corrido de 2023, los *endowment funds* han registrado ventas por COP 184 mm, los bancos extranjeros por COP 34 mm y los *hedge funds* por COP 19 mm.

64 En lo corrido de 2023, los fondos soberanos han realizado compras por COP 239 mm, los no-clasificados por COP 269 mm y las compañías de seguros por COP 566 mm.

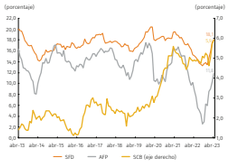
65 En 2022 el sector financiero realizó el 61 % de las colocaciones del año.

66 En el primer semestre del año el índice MSCI Colcap se ha desvalorizado 11,9 %, mientras que los principales índices bursátiles de México, Perú, Brasil y Chile se han valorizado en promedio (8,2 %).

67 En lo corrido de 2023 (al 30 de junio) el promedio diario de negociación de acciones pertenecientes al índice MSCI Colcap ha sido de COP 57,7 mil millones (mm): el nivel semestral más bajo desde que se tiene información (primer semestre de 2008).

Gráfico 4.25
Rentabilidad de las instituciones financieras no bancarias

A. Sociedades fiduciarias, administradoras de fondos de pensiones y comisionistas de bolsa

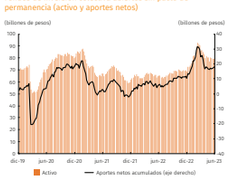


B. Seguros generales y de vida



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

Gráfico 4.26
Fondos de inversión colectiva abiertos sin pacto de permanencia (activo y aportes netos)



Nota: aportes netos acumulados corresponden a los aportes totales menos los retiros totales acumulados.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

últimos diez años, al alcanzar un 5,9 % en abril de 2023 (Gráfico 4.25, panel A). Para las compañías de seguro los niveles de rentabilidad fueron similares a los que tenían antes de la pandemia y para las compañías de seguros generales el nivel de rentabilidad se situó en un nivel del 2,9 %, valor máximo desde principios de 2012 (Gráfico 4.25, panel B).

El activo administrado por los fondos de inversión colectiva abiertos sin pacto de permanencia (FICASPP) se incrementó, aunque desde mediados de marzo de 2023 se observaron algunos retiros. Los FIC son vehículos financieros de ahorro e inversión administrados por sociedades especializadas en los que se invierten recursos provenientes de los aportes de varios inversionistas en un portafolio de activos[68]. En particular, los FIC abiertos sin pacto de permanencia (Ficaspp) brindan liquidez a los inversionistas, rentabilidad y estabilidad al capital mediante inversiones en valores de alta calidad a corto plazo. Dada su naturaleza, son susceptibles a retiros que, en tiempos normales, respaldan con los recursos en cuentas a la vista y el vencimiento de sus títulos. Sin embargo, ante retiros masivos por parte de sus inversionistas, los fondos podrían recurrir a la liquidación anticipada de sus títulos, lo que generaría mayores presiones sobre su precio y volatilidad del mercado. Entre diciembre de 2022 y marzo de 2023 el activo de los Ficaspp aumentó y registró su valor máximo histórico a inicios de marzo de 2023 (alrededor de COP 92,0 b). Lo anterior, como resultado del incremento de los aportes, que alcanzaron un total de COP 21 b (Gráfico 4.26). Entre mediados de marzo y abril de 2023 se observó una reversión de la tendencia creciente y el activo total cayó cerca de COP 13 b por cuenta de un incremento en los retiros, el cual coincidió con una disminución en la rentabilidad dada la reducción de las tasas de los CDT[69]. Seguido de este periodo, el activo administrado de los Ficaspp se ha mantenido relativamente estable y a junio de 2023 se ubica alrededor de COP 79,0 b.

Algunos Ficaspp registraron caídas en sus indicadores de liquidez en los últimos meses, pero permanecieron por encima de los mínimos regulatorios. Hasta mediados de marzo de 2023 la disminución en la liquidez de los Ficaspp se explicó por el incremento en el activo y la recomposición del portafolio. En adelante, y hasta abril de 2023, se acentúo la caída de la liquidez debido a una reducción en los recursos disponibles en cuentas a la vista para hacer frente al aumento de las redenciones registradas. Finalmente, acorde con la estabilidad del activo y de los retiros, para junio de 2023 el IRL agregado se mantiene estable y por encima del mínimo regulatorio (100 %)[70].

68 Estos fondos se clasifican en: 1) abierto, con o sin pacto de permanencia, en donde el inversionista puede redimir sus participaciones en cualquier momento; 2) cerrado, donde se establecen plazos para efectuar redenciones, y 3) bursátil, en cuyo caso la política de retiros dependerá de lo que se estipule en el reglamento del fondo.

69 Para mayor detalle, véase la sección 2.1.3.1 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer trimestre de 2023.

70 Para mayor detalle sobre la liquidez de los Ficaspp, véase la sección 2.1.3.1 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer trimestre de 2023, Gráfico 2.20.

Sombreado 2
Base monetaria y M3

Durante el primer semestre de 2023 los agregados monetarios presentaron crecimientos nominales inferiores a los registrados a lo largo de 2022, y en términos reales alcanzaron los niveles más bajos de los últimos 22 años. La desaceleración se explicó, principalmente, por las caídas en niveles (nominales y reales) del efectivo y los depósitos a la vista (como los depósitos en cuenta corriente y en cuentas de ahorro); pero también se observó un menor ritmo de aumento en el margen para los depósitos a plazo, los cuales continuaron ganando participación dentro de los agregados amplios. Con ello, el multiplicador monetario, que es la relación entre el volumen de dinero en sentido amplio y la base monetaria, volvió a incrementarse, luego de haber registrado reducciones desde 2017.

Para la base monetaria, durante la primera mitad del año se registró un crecimiento nominal anual promedio del 1,7 %, que corresponde al -8,6 % en términos reales[1] (vs. 11,7 % en 2022 en términos nominales y 4,3 % en términos reales), esta última es la mayor caída en lo corrido de este siglo. Lo anterior se explica tanto por el comportamiento del efectivo en poder del público (principal componente de la base monetaria) como de la reserva bancaria[2]. En cuanto al efectivo, su demanda se había incrementado de forma significativa durante la pandemia y parece estar retornando a la senda que traía previamente. Esta situación también se presentó de forma generalizada en el mundo[3]. Para la reserva bancaria también se observó una desaceleración, explicada por la recomposición de los depósitos desde depósitos a la vista a favor de los CDT, que se había iniciado en 2022 y continuó en el primer semestre del año. Los CDT y los bonos reconocen un rendimiento más alto a sus tenedores en comparación con los depósitos de ahorro, pero tienen un menor requerimiento de encaje para las entidades financieras, según su plazo[4] y, por esta vía, los cambios en la composición entre depósitos a plazo y los depósitos a la vista impactan la reserva bancaria. Cabe señalar que los depósitos a la vista, al igual que el efectivo, se habían incrementado de forma significativa durante la pandemia, por lo que una parte de este cambio en participación corresponde a la reversión del efecto de la pandemia sobre la demanda de activos líquidos, en un contexto de altas tasas de interés y de inflación (que son costos para los tenedores de este tipo de activos), donde también se adelantaba la convergencia del CFEN[5]. Además, el total de los depósitos mostró un menor dinamismo en lo corrido de este año frente a lo observado en 2022. Los elementos mencionados, así como el menor crecimiento económico, estarían contribuyendo a la desaceleración de la demanda de dinero en general (Gráfico S2.1).

En niveles nominales, en el primer semestre de 2023 la base monetaria se redujo en COP 14.147 mm (COP 12.785 mm el efectivo y COP 1.362 mm en la reserva bancaria). Si bien en

1 Se utilizó el IPC sin alimentos como deflactor. Los promedios se calculan sobre datos semanales (a viernes).

2 En lo corrido del año, hasta junio, el crecimiento anual promedio del efectivo fue del 1,1 % y el de la reserva, del 3,6 % (-9,1 % y -6,9 % en términos reales, respectivamente).

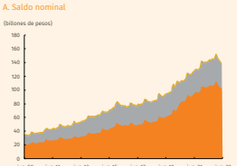
3 Por ejemplo, en Canadá pasó del 8,6 % en promedio durante 2020 y 2021 al -2,4 % en el primer trimestre de 2023; en Chile del 40,7 % al -30,7 %; en México del 12,5 % al 0,6 %; en Perú del 23,9 % al -10,7 %; en Reino Unido del 5,2 % al -10 %, y en Estados Unidos del 8,4 % al -2,7 %.

4 Actualmente, los depósitos a la vista tienen un coeficiente de reserva requerida del 8 %, los CDT y los bonos con plazo inferior a 18 meses del 3,5 % y los CDT y bonos con plazo mayor a 18 meses del 0 % (artículo 1, Resolución Externa 5 de 2008, disponible en: https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/reglamentacion/archivos/Compendio-Res-Ext-5-2008_31jul2020.pdf).

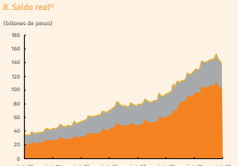
5 Dicho periodo finalizó en marzo de 2023.

Gráfico S2.1
Base monetaria, efectivo y reserva bancaria
(saldo y variación porcentual anual, promedio móvil de cuatro semanas: datos a viernes)

A. Saldo nominal



B. Saldo real[a/]



C. Variaciones anuales nominales



D. Variaciones anuales reales[a/]



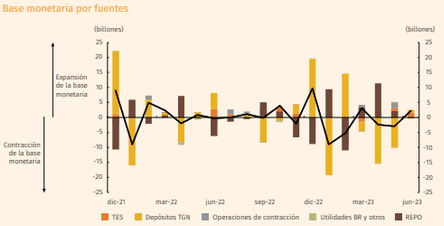
a/ Deflactado utilizando el IPC sin alimentos.
Fuente: Banco de la República.

el primer bimestre es usual que el saldo del efectivo se reduzca (luego de alcanzar un máximo en las últimas semanas del año inmediatamente anterior), en esta ocasión la caída se ha prolongado y ha sido más pronunciada por los factores mencionados.

Desde el punto de vista de las fuentes (Gráfico S2.2), en el primer semestre de 2023 el Banco de la República realizó las operaciones pertinentes para garantizar un suministro adecuado de base monetaria, buscando que las diferencias entre su oferta y su demanda no generaran presiones significativas en el mercado monetario. En particular, los depósitos del Gobierno en el Banco tuvieron cambios significativos, lo que hizo necesario complementar el uso de operaciones de liquidez transitoria (repos y depósitos de contracción) con compras y ventas de TES del portafolio monetario. Así, con los vencimientos de TES a finales de febrero y otros pagos[6] que realizó el Gobierno en los primeros días de marzo, los depósitos del Gobierno en el Banco se redujeron en cerca de COP 23.000 mm[7], lo cual generó una expansión de la base monetaria de aproximadamente el 16,5 % de su saldo. Ante esto, el Banco decidió convocar a subastas de depósitos remunerados no constitutivos de encaje para recoger los excedentes de liquidez desde los últimos días de febrero[8] y realizar ventas de TES de su portafolio monetario durante marzo[9]. Posteriormente, cuando los flujos de caja del Gobierno llevaron a que nuevamente se incrementara el saldo de sus depósitos en el Banco, al generar un efecto contraccionista sobre la liquidez primaria, el Banco decidió ampliar los plazos de las operaciones repo[10] y realizar compras de TES[11].

Por su parte, el M3 y los depósitos presentaron una variación anual nominal promedio del 10,1 % y 11,7 % (vs. 12,8 % y 13,1 % en 2022). Esto corresponde, en términos reales, a crecimientos del -1,0 % y 0,4 % anual, los cuales son los más bajos de los últimos 22 años (Gráfico S2.3). La desaceleración del M3 ocurre tanto por el comportamiento del efectivo como de los depósitos. Para los depósitos, el saldo de las cuentas corrientes y las cuentas de ahorro (entre otros depósitos a la vista) cayó de forma significativa,

Gráfico S2.2
Base monetaria por fuentes



Fuente: Banco de la República.

6 Cupones de TES, vencimientos de TES de corto plazo, transferencias, entre otros.

7 Específicamente, alcanzaron niveles similares a los del cierre de 2022. Típicamente, este período es el punto más bajo en el saldo de los depósitos del Gobierno en el Banco de la República.

8 A partir del 24 de febrero y hasta el 14 de abril se convocó a subasta de depósitos de contracción (depósitos remunerados no constitutivos de encaje), a plazos de siete y catorce días.

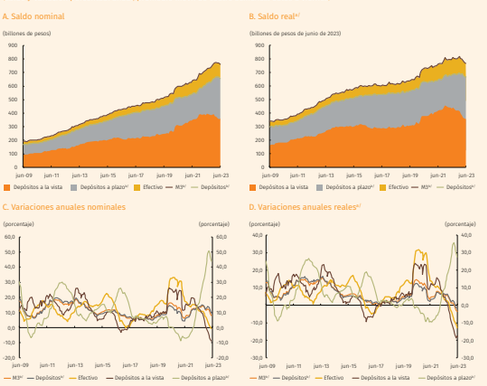
9 En marzo, el Banco realizó ventas de TES en el mercado por COP 1.453,5 mm (véase: https://www.banrep.gov.co/es/noticias/noticias-novedades/compras-ventas-divisas-tes-portafolio-marzo-2023). Además, al finalizar marzo el Banco de la República había reducido su portafolio de TES en COP 1.609 mm ya que, atendiendo a la solicitud del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, las utilidades correspondientes al ejercicio anual de 2022 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/noticias/junta-directiva-banrep-aprueba-trasladar).

10 A partir del 15 de mayo se ofrecieron repos a plazos de treinta y catorce días, adicionales a los plazos de siete días y *overnight* que se ofrecen normalmente.

11 Específicamente, entre mayo y junio el Banco de la República adquirió TES en el mercado por COP 4.836 mm.

tanto en términos nominales como reales[12], al tiempo que los CDT redujeron su crecimiento en el margen (a partir de marzo), aunque en términos anuales continúa en niveles altos (por encima del 25 % en términos reales)[13] (Gráfico S2.3).

Gráfico S2.3
M3 y sus componentes
(saldo y variación porcentual anual, promedio móvil de cuatro semanas: datos a viernes)



a/ Se utilizó el IPC sin alimentos como deflactor.
b/ Se excluyen los CDT y bonos en poder del Banco de la República.
Fuente: Banco de la República.

12 Durante 2023, los depósitos a la vista presentaron una variación anual nominal promedio de -6,0 % y -15,5 % en términos reales. A junio de 2023, en términos nominales el saldo de los depósitos a la vista se ubicó en niveles similares a los de mediados de 2021, y en términos reales a los de abril de 2020.

13 Específicamente, durante el primer trimestre la variación anual nominal promedio de los CDT fue del 59 %, mientras que durante el segundo trimestre fue del 55,5 % (correspondientes al 43,3 % y 39,4 % en términos reales).

Recuadro 3
Resiliencia del sistema financiero colombiano: análisis a partir del reciente período de estrés bancario en Estados Unidos

Durante marzo de 2023 el sistema financiero de Estados Unidos experimentó un período de estrés en el cual varios bancos regionales resultaron afectados, entre ellos First Republic Bank, Silicon Valley Bank, Signature Bank y Silvergate Bank[1,2]. El colapso de estas entidades respondió a múltiples causas y puso en evidencia los potenciales efectos de una fuerte flexibilización en la regulación financiera a la que estaban sujetas estas entidades. Esto se vio reflejado en la estructura de balance de las entidades donde existía una alta exposición en títulos del Tesoro que se contabilizaban como títulos al vencimiento dentro del activo de estas entidades[3], posición que se fondeaba principalmente a través de depósitos a la vista altamente concentrados en empresas tecnológicas estadounidenses. Estas entidades concentraban por el lado del activo unos títulos que se desvalorizaron por efecto de la subida de tasas de la Reserva Federal (Fed), mientras que por el lado pasivo contaban con unos depósitos a la vista cuyos depositantes eran clientes institucionales que concentraban un monto importante de recursos y que no tenían restricciones para hacer retiros en cualquier momento. Además, estas entidades no contaban con requerimientos mínimos de liquidez medidos a través del indicador de riesgo de liquidez de corto plazo (IRL) y el coeficiente estable neto (CFEN), los cuales están diseñados para limitar la exposición a retiros masivos en periodos de estrés. Este tipo de bancos regionales no estaban sujetos al cumplimiento de estándares de liquidez y solvencia de acuerdo con lo establecido por los lineamientos internacionales, conocidos como los principios de Basilea III. En el caso de Estados Unidos, este tipo de requerimientos son aplicables a las entidades financieras más grandes. Adicionalmente, la pérdida de confianza en las instituciones respectivas por parte del público llevó a que se presentaran retiros masivos que, a su vez, condujeron a que las instituciones afectadas entraran en situación de insolvencia.

En Colombia, a diferencia de lo establecido en la regulación financiera para estos bancos regionales, todo establecimiento de crédito (EC) debe cumplir con los estándares de Basilea, sin excepción. Estos estándares sirven como referencia de una adecuada regulación y supervisión bancaria[4]. Además, constituyen un conjunto de normas mínimas que siguen los países, las cuales son usadas y monitoreadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) para medir periódicamente la situación del sistema financiero de cada uno, así como la calidad de la regulación y supervisión[5]. En el caso colombiano, por ejemplo, los títulos contabilizados al vencimiento no representan una proporción significativa del activo de los EC[6] y los pasivos se encuentran diversificados entre depósitos a la vista y títulos de mayor duración, como CDT y otros, lo que disminuye la exposición al riesgo de liquidez.

1 El activo de estos bancos era de USD 229.100 millones (m) para First Republic Bank, USD 209.026 m para Silicon Valley Bank, USD 110.364 m para Signature Bank y USD 11.353 m para Silvergate Bank.

2 Para más detalle sobre la situación que llevó al colapso de estas entidades, véase el Recuadro 3: "Estrés financiero en el sistema bancario en Estados Unidos y un ejercicio de sensibilidad sobre la solvencia de los establecimientos de crédito", publicado en el *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre de 2023.

3 De acuerdo con la regulación colombiana, los EC tienen la posibilidad de contabilizar los bonos que adquieren como títulos al vencimiento, lo que significa que el valor del mismo se registra según la valoración hecha al momento de realizar la compra, y las ganancias producidas por los rendimientos del título se contabilizan en la fecha de su maduración, en lugar de registrarlo como título negociable, situación en la que el EC tiene que valorar el título con base en la tasa de interés vigente en el mercado y asumir periódicamente las pérdidas o ganancias que son producto de las variaciones de aquella en el mercado.

4 Los principios de Basilea sirven como referencia para una adecuada regulación y supervisión bancaria. Constituyen un conjunto de normas mínimas seguidas por los países, las cuales son usadas y monitoreadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) para medir y supervisar los riesgos financieros en los que incurren los países en distintas jurisdicciones. Para más información sobre la aplicación de esta regulación en el caso colombiano, consúltese el documento "Road to Basel: fortaleciendo la regulación financiera en Colombia", disponible en: https://www.asobancaria.com/2023/06/13/edicion-1380-road-to-basel-fortaleciendo-la-regulacion-financiera-en-colombia/

5 Estos estándares son monitoreados por el FMI en sus revisiones especializadas, en las cuales se evalúa la regulación local, denominada *financial system stability assesment* (FSAP).

6 De acuerdo con la regulación colombiana, los bancos, corporaciones financieras, cooperativas financieras y compañías de financiamiento se definen como EC.

En este recuadro se presentan diversos ejercicios que sugieren que, en caso de materialización de un escenario similar al observado en Estados Unidos, el sistema bancario colombiano tendría resiliencia para enfrentar estos riesgos. En otras palabras, los EC contarían con los recursos necesarios para hacer frente a los requerimientos de sus clientes y pérdidas de capital ante un escenario negativo. Esto se debe, en gran parte, a los altos estándares en términos de regulación financiera que permiten que Colombia cuente con un adecuado marco de estabilidad financiera y a un balance conservador de los EC.

Los resultados muestran que en el entorno regulatorio colombiano, donde los EC deben cumplir los límites de la regulación establecida bajo los estándares de Basilea III: 1) el impacto potencial de una reclasificación de algunas inversiones, que implicara su valoración diaria y no únicamente al ser compradas, sería bajo en términos del capital de los EC, y este se mantendría por encima de los mínimos regulatorios; 2) los niveles de liquidez son lo suficientemente amplios como para soportar una salida fuerte de depósitos a la vista por parte de los principales clientes de cada institución financiera, dada la adopción de indicadores de liquidez de corto plazo y estructural, y 3) en los últimos seis meses se observa una disminución en la exposición de los EC al riesgo de tasa de interés del libro bancario, lo cual hace que los aumentos en las tasas de interés tengan menor impacto sobre el balance de los EC. En general, se observa que los riesgos de liquidez e insolvencia que se exacerbaron en algunos bancos regionales en Estados Unidos están acotados por la regulación financiera que rige a los EC en Colombia.

1. Riesgo de solvencia

De acuerdo con la regulación vigente, los EC colombianos deben cumplir con un nivel de solvencia total mínimo del 9,0 %. Esto significa que la proporción de patrimonio que deben tener en su balance para respaldar sus activos ponderados por nivel de riesgo (haciendo que aquellos más riesgosos ponderen más y aquellos menos riesgosos tengan un peso menor) debe ser de al menos aquel guarismo. Desde que se implementó dicha regulación a mediados de los años noventa, los EC han cumplido con dicho indicador. Además, la regulación local integra los conceptos de patrimonio técnico, patrimonio básico ordinario, básico adicional y adicional, los cuales hacen parte de las recomendaciones de Basilea III. Por su parte, con la expedición de los decretos 1477 de 2018 y 1421 de 2019 las entidades tuvieron que empezar a cumplir con un límite regulatorio de la relación de apalancamiento a partir de enero de 2021 equivalente al 3,0 %, lo que restringe el nivel de riesgo que pueden tomar estas entidades.

Para medir el impacto de un evento similar al presentado en Estados Unidos en el sistema financiero colombiano, se realizó un ejercicio de sensibilidad para los EC, el cual pretende cuantificar los efectos sobre la solvencia ante la materialización de los riesgos que enfrentarían las entidades frente a cambios importantes en las tasas de interés de mercado que generarían desvalorizaciones en su portafolio. En particular, se plantearon tres escenarios adversos de distinta intensidad donde las entidades debían materializar las pérdidas ocasionadas por la valoración de TES no negociables (inversión al vencimiento) a precios de mercado[7].

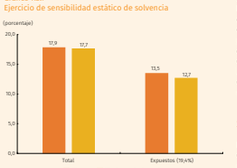
En este ejercicio se utilizó información de balance de los EC a marzo de 2023 y se construyó un choque de desvalorización de acuerdo con el desplazamiento de la curva de TES cero cupón observado durante el segundo semestre de 2022, periodo caracterizado por desvalorizaciones históricamente altas[8]. En este escenario los EC experimentan una desvalorización del máximo del periodo considerado (-4,4 %).

Los resultados sugieren que, con datos a marzo de 2023, en los escenarios analizados la solvencia total (ST) agregada se mantendría ampliamente por encima del límite regulatorio (9,0 %, Gráfico R3.1). Esto se debe en buena medida a que la ST de los EC al inicio del ejercicio se encuentra en un nivel del 17,9 %, el cual es casi el doble al mínimo regulatorio

7 Lo anterior incrementaría el componente de valor del riesgo de mercado incorporado en el cálculo de la solvencia. Adicionalmente, la desvalorización de los TES que originalmente se encontraban contabilizados como títulos al vencimiento, por efecto de su reclasificación a títulos negociables, reduciría el patrimonio técnico de las entidades.

8 Para más detalle sobre este ejercicio véase el Recuadro 3: "Estrés financiero en el sistema bancario en Estados Unidos y un ejercicio de sensibilidad sobre la solvencia de los Establecimientos de Crédito", publicado en el *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre de 2023.

Gráfico R3.1
Ejercicio de sensibilidad estático de solvencia



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

establecido en la normatividad colombiana. Lo anterior hace que los EC locales sean resilientes a este tipo de choques. Al analizar más en detalle los resultados del ejercicio, se encuentra que en el escenario de estrés se presentaría una caída del indicador de ST en 0,2 puntos porcentuales (pp) para el total de los EC. Por otra parte, para el grupo de los EC expuestos, el impacto sería de 0,8 pp, manteniéndose por encima del límite regulatorio. Los anteriores resultados se deben a la baja participación de los TES al vencimiento sobre el activo de las entidades expuestas (3,6 % a marzo de 2023), y a que estas entidades representan el 19,4 % de los activos totales de los EC a marzo de 2023.

2. Riesgo de liquidez

El riesgo de liquidez se define como la posibilidad que tiene una entidad financiera de no alcanzar a cumplir con los flujos de caja previstos e imprevistos, en un horizonte de tiempo (por lo general treinta días), empleando los activos que tiene a su disposición. En Estados Unidos, ante la ausencia de una regulación que obligara a los bancos regionales a medir y gestionar su riesgo de liquidez, estos últimos se concentraron en activos no líquidos, es decir, activos que no se pueden cambiar por dinero fácilmente y de forma inmediata, al tiempo que sus pasivos estaban representados principalmente en depósitos a la vista por parte de clientes institucionales pertenecientes al sector tecnológico, que por su naturaleza podían ser retirados en cualquier momento. Dado lo anterior, una situación de fragilidad como la que sufrió Silicon Valley Bank en marzo, cuando los activos que mantenía la institución no eran suficientes para responder con los retiros proyectados (y que, por consiguiente, los llevó a materializar pérdidas de títulos que mantenían al vencimiento), produjo una pérdida de confianza de los depositantes institucionales que intentaron retirar de forma inmediata los recursos que mantenían en depósitos a la vista. Estos, al representar montos elevados que no estaban asegurados por la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)[9] y, al estar altamente concentrados, terminaron por agudizar su situación y finalmente llevar a este banco a una situación de insolvencia.

En Colombia, entre diferentes aspectos de regulación de la liquidez de la economía, se cuenta con el Sistema de Administración del Riesgo de Liquidez (SARL) que tienen que seguir y cumplir los EC, sociedades comisionistas de bolsa y fondos de inversión colectiva sin pacto de permanencia (FIC). En particular, los EC deben cumplir con el indicador de riesgo de liquidez de corto plazo (IRL) y con un indicador de liquidez estructural o coeficiente de fondeo estable neto (CFEN). Mientras que el IRL busca que la institución financiera gestione su riesgo de liquidez a un horizonte de hasta treinta días, el CFEN busca que la gestión tenga en cuenta características más detalladas del balance contable de la entidad (plazos, contrapartes, montos, liquidez o incertidumbre) buscando que los EC mantengan un perfil estable de su fondeo en relación con la composición de sus activos, por lo que se reconoce como un indicador liquidez estructural[10]. Además, ambos indicadores siguen los lineamientos de Basilea, referente de estándares de regulación financiera en el ámbito internacional.

La situación evidenciada en Estados Unidos pone de manifiesto la relevancia de contar con una regulación activa de riesgo de liquidez, que permita monitorear a los EC para detectar cualquier clase de vulnerabilidad o señal de alarma. En particular, resulta importante

9 La FDIC es una institución gubernamental estadounidense que cumple el papel que en la institucionalidad colombiana se asigna a Fogafín, sirviendo como asegurador de los depósitos de los consumidores financieros estadounidenses y protegiendo sus saldos hasta un máximo de USD$250.000.

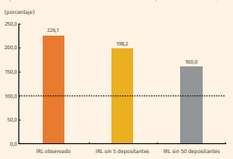
10 El Banco de la República, además, cuenta con indicadores que se encargan de medir el riesgo de liquidez por moneda de los EC (El y IIC).

analizar la diversificación de los depósitos de los EC. Para el caso del Silicon Valley Bank, la proporción de depósitos que estaban en manos de clientes institucionales era cercana al 90%. En Colombia, en cambio, la concentración de depósitos a la vista de los EC en sus cinco principales clientes representa el 6,7% del pasivo, en promedio, y el 12,3% del pasivo, en promedio, cuando se consideran los cincuenta principales clientes de depósitos a la vista.

Con el objetivo de evaluar la resiliencia de los EC, se realizó un ejercicio de sensibilidad en el que se tomó el IRL de cada institución observado al 26 de mayo de 2023 y se determinaron sus nuevos niveles en dos escenarios hipotéticos de estrés: 1) retiro de los depósitos a la vista de sus cinco principales clientes, y 2) retiro de los depósitos a la vista de sus cincuenta principales clientes[11]. En este ejercicio se tienen en cuenta únicamente a los EC con un IRL observado inferior al 400%[12]. Los resultados del ejercicio muestran que el IRL promedio de los EC, que inicialmente se encontraba en 226,1%, se ubicaría en 198,2% en el primer escenario, y en 160% en el segundo escenario (Gráfico R3.2). De tal forma, en ambos casos el indicador agregado se ubicaría por encima del mínimo regulatorio del 100%, lo que evidencia la presencia de unos márgenes de liquidez adecuados por parte de los EC para enfrentar el escenario adverso considerado.

A pesar de que por construcción el IRL plantea un escenario de estrés para los depósitos a la vista, haciendo que los EC supongan un retiro fuerte en estos depósitos dentro del cálculo de las salidas no esperadas de recursos, estos resultados muestran la importancia que tiene el monitoreo del comportamiento de las principales contrapartes de los EC, sobre todo durante episodios transitorios de estrés financiero que se acompañen por una alta incertidumbre de los agentes económicos.

Gráfico R3.2
Ejercicio de sensibilidad del IRL (retiro depósitos a la vista)



Nota: la línea punteada representa el mínimo regulatorio (100%).
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

3. Riesgo de tasa de interés del libro bancario

Desde 2019 la regulación de Basilea ha impartido instrucciones sobre la medición y regulación del riesgo de tasa de interés del libro bancario (RTILB). Este riesgo que enfrentan los intermediarios financieros hace referencia a la potencial pérdida que pueden asumir las entidades cuando se presentan incrementos en las tasas de interés de corto plazo. Dado que la actividad de intermediación financiera se fundamenta en captar recursos de corto plazo a través de depósitos, y colocarlos en el mercado a un plazo mayor a través de operaciones de crédito, se genera un descalce natural en los EC. Esta diferencia natural de plazos implica que la sensibilidad del valor de los activos ante cambios en la tasa de interés de los activos va a ser mayor que la de los pasivos. Si se supone todo lo demás constante, un aumento en las tasas de interés podría reducir el margen neto de interés (la diferencia entre el rendimiento de los activos frente al costo de los pasivos), riesgo que se materializó en el caso del Silicon Valley Bank ante el aumento desde 2022 en las tasas de interés de la Fed para contener la inflación.

En Colombia ha habido avances en la cuantificación y regulación de este riesgo. En 2022 la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC)

11 Se tiene en cuenta el comportamiento en los dos últimos años de cada depositante, en términos de la variación de su saldo. Así, se supone que el choque por depositante es un retiro en una proporción equivalente al percentil 95 de la distribución de retiros durante ese período. Esto implica que en el primer ejercicio los depositantes retiran el 64,0% de su saldo y en el segundo ejercicio lo hacen en una proporción del 68,6%.

12 Puesto que aquellas entidades con un IRL mayor tiene una estructura de negocio que las hace más robustas en términos de liquidez.

emitió la regulación del RTILB que se implementará en 2024, siguiendo los lineamientos de Basilea. Actualmente, los EC cuantifican el RTILB usando modelos internos.

Uno de los indicadores empleados para cuantificar el RTILB es el WATM gap. Este indicador mide la diferencia entre la duración de los activos y pasivos sensibles a variaciones en las tasas de interés ponderada para los distintos plazos. En el Gráfico R3.3 se presenta el cálculo del WATM gap para los EC desde junio de 2015 a junio de 2023. El indicador es negativo, lo que sugiere que un incremento en las tasas de interés afecta negativamente el margen de intermediación de los EC. Se observa que desde mediados de 2019 los EC han reducido gradualmente el WATM gap, lo que sugiere una menor exposición al RTILB. Esta reducción obedece, principalmente, a una contracción en la duración del activo y a un alargamiento en la duración del pasivo explicado, en buena medida, por la implementación del CFEN, lo cual reduce el descalce de plazos de los EC y, por ende, su sensibilidad ante incrementos futuros en las tasas de interés.

Gráfico R3.3
WATM gap por plazos



Nota: corresponde al valor total para los EC. Media móvil de 4 semanas.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Se destaca que desde junio de 2022 los EC han ajustado la duración y composición de su balance conforme al ciclo de la tasa de política monetaria, lo que reduce su exposición al RTILB. Lo anterior obedece a que bajo un WATM gap negativo, un incremento en las tasas de interés reduce el margen neto de intereses. Este comportamiento también se explica en buena medida por el cumplimiento de la regulación sobre el riesgo de liquidez (IRL y el coeficiente de fondeo estable) que incentiva a los EC a mantener un nivel de activos líquidos superior a los requerimientos netos en el corto plazo.

4. Conclusiones

El periodo de estrés que experimentó el sistema financiero en Estados Unidos durante marzo de 2023 puso en evidencia los efectos de la flexibilización en materia de regulación financiera de la que disfrutaban los bancos regionales. En Colombia, el sistema financiero cuenta con una estructura de balance conservadora, además de normativas locales que se encargan de medir y regular los riesgos de solvencia y liquidez. Dentro de esta regulación se destaca la implementación del CFEN, y la valoración a precios de mercado de todos los depósitos sujetos al cumplimiento de los indicadores locales de riesgo de liquidez. Además, la SFC expidió una regulación para medir el riesgo de tasa de interés del libro bancario, que se implementará en 2024, y que incorpora, entre otros elementos, choques de tasas de interés a lo largo de la curva de rendimientos y cuantifica este riesgo en términos del capital y del margen neto de intereses, lo cual permitirá una medición más precisa y prospectiva. La regulación local permite que ante una situación de estrés como la observada en Estados Unidos, las entidades locales sean resilientes.

5. Balance externo y reservas internacionales

5.1 Evolución y perspectivas de la balanza de pagos de Colombia

En el primer trimestre de 2023 el déficit corriente se contrajo al 4,2% del PIB frente al 6,2% del mismo periodo del año anterior. Entre enero y marzo de 2023 la cuenta corriente registró un déficit de USD 3.422 m, correspondiente al 4,2% del PIB trimestral, e implicó una reducción de USD 1.950 m frente al desbalance externo registrado un año atrás (Cuadro 5.1). Esto ocurrió en un entorno de menor dinamismo de la demanda interna, resultado, principalmente, de la contracción en la inversión en maquinaria y equipo. Este comportamiento se reflejó en una significativa disminución del valor de las importaciones, lo que, sumado al crecimiento de las exportaciones de servicios, redujo de manera importante el déficit comercial.

El menor desbalance externo estuvo explicado, principalmente, por la reducción del déficit comercial de bienes y de la balanza de servicios. El cierre del déficit corriente se vio limitado por el incremento en los egresos netos por renta de los factores (Cuadro 5.1). La reducción en la balanza comercial de bienes y servicios estaría asociada con el menor dinamismo de la demanda interna y de la inversión, el mayor precio del carbón y la mayor afluencia de turistas extranjeros. Esta mejora del déficit se compensó parcialmente con el aumento de los egresos netos por renta de los factores en USD 552 m, explicado, principalmente, por los mayores pagos de intereses de créditos externos y por el aumento de las utilidades de las empresas con inversión extranjera directa (IED), lo que se reflejó en mayores egresos por remisión de utilidades. Lo anterior se explica, en particular, por el aumento de las ganancias estimadas para las firmas que operan en las actividades de minas y canteras, compensadas, en parte, por la reducción en las utilidades de las actividades de explotación petrolera, y de las de los establecimientos financieros y servicios empresariales. Los ingresos netos por transferencias corrientes se mantuvieron relativamente estables en USD 3.097 m, con ingresos por remesas de trabajadores que ascendieron a USD 2.476 m entre enero y marzo de 2023, con un incremento anual del 21,0% (USD 430 m).

La reducción en la balanza comercial de bienes y servicios se originó, principalmente, en la disminución de las importaciones (USD 2.220 m), apoyada por el incremento de las exportaciones (USD 362 m). El déficit comercial de bienes se redujo en USD 1.625 m con respecto a un año atrás. Esto fue resultado de una mayor reducción en el valor de las importaciones (USD 1.943 m) frente al observado en las exportaciones (USD 318 m). Por un lado, la disminución en el primer trimestre de la formación bruta de capital fijo, en particular en maquinaria y equipo (-7,9% anual), contribuyó a la contracción generalizada en el valor de las compras externas de bienes. Por su parte, los menores precios del petróleo y el café, así como el menor crecimiento de los socios comerciales, explicaron la reducción de las exportaciones de bienes, aunque a un menor ritmo que el de las importaciones. En el caso del menor déficit en la balanza de servicios (USD 957 m), el mayor número de viajeros internacionales que arribaron al país, junto con las mayores ventas de servicios de informática y servicios técnicos, explicaron el crecimiento de las exportaciones de servicios en USD 680 m, lo que contribuyó a la reducción del déficit comercial. Por el lado de las importaciones de servicios, las menores compras asociadas con los servicios de transporte de carga también aportaron a la disminución en el desbalance externo. Lo anterior fue, en parte, compensado con el aumento en los pagos por servicios de viajes y las compras de servicios modernos.

Cuadro 5.1
Balanza de pagos de Colombia

Cuenta corriente (millones de dólares)	2022 (p) ene-mar	2023 (p) ene-mar	Variación (dólares)
Cuenta corriente (A + B + C)	-5.372	-3.422	1.950
Porcentaje del PIB	-6,2%	-4,2%	
A. Bienes y servicios	-4.964	-2.382	2.582
1. Bienes	-3.555	-1.930	1.625
Exportaciones FOB	13.764	13.446	-318
Importaciones FOB	17.319	15.376	-1.943
2. Servicios	-1.409	-452	957
Exportaciones	2.904	3.585	680
Importaciones	4.313	4.036	-276
B. Renta de los factores	-3.585	-4.137	-552
Ingresos	1.586	1.979	393
Egresos	5.171	6.116	945
C. Transferencias corrientes	3.177	3.097	-80
Ingresos	3.506	3.404	-102
Egresos	329	307	-22
Cuenta financiera Flujos anuales (millones de dólares)	**2022 (p) ene-mar**	**2023 (p) ene-mar**	**Variación (dólares)**
Cuenta financiera con variación de reservas internacionales (A + B + C + D)	-4.901	-2.827	2.074
Porcentaje del PIB	-5,7%	-3,5%	
A. Inversión directa (ii-i)	-3.544	-3.565	-20
i. Extranjera en Colombia (IED)	4.832	4.305	-527
Porcentaje del PIB (IED)	5,6%	5,3%	
ii. Colombiana en el exterior	1.288	740	-548
B. Inversión de cartera (1+2)	1.866	913	-953
1. Sector público (ii-i)	-848	-1.359	-512
i. Inversión extranjera de cartera (a+b)	1.191	1.463	
a. Mercados internacionales (bonos)	-8	1.729	
b. Mercado local (TES)	1.199	-267	
ii. Inversión de cartera en el exterior	344	104	
2. Sector privado (ii-i)	2.713	2.272	-441
i. Inversión extranjera de cartera (a+b)	-391	-473	
a. Mercados internacionales (bonos)	0	-500	
b. Mercado local	-391	27	
ii. Inversión de cartera en el exterior	2.322	1.799	
C. Otros flujos de capital sector público + sector privado	-3.349	-345	3.004
D. Activos de reserva	127	169	
Errores y omisiones (E y O)	471	595	124
Memo ítem:			
Cuenta financiera sin variación de reservas internacionales	-5.027	-2.996	2.031
Variación de reservas internacionales	127	169	

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

En el primer trimestre de 2023 la IED fue la principal fuente de financiamiento externo, a pesar de su reducción en USD 527 m (10,9 %) frente a lo observado un año atrás. Entre enero y marzo de 2023 la cuenta financiera registró entradas netas de capital por USD 2.827 m (3,5 % del PIB trimestral), inferiores a lo observado un año atrás (USD 4.901 m, 5,7 % del PIB trimestral) (Cuadro 5.1). Se destacan los recursos recibidos por IED (USD 4.305 m), seguidos de los ingresos por inversiones extranjeras de cartera (USD 990 m) y los desembolsos netos por concepto de préstamos externos y otros flujos de capital (USD 459 m). Cabe resaltar que el monto por concepto de IED fue inferior en USD 527 m a lo recibido un año antes (Cuadro 5.1). Esta dinámica de la IED se explica principalmente por la reducción en las inversiones recibidas en las actividades de servicios financieros y empresariales (USD 1.391 m), y de transporte y comunicaciones (USD 331 m) mientras se registra el aumento de la IED en minería (USD 309 m), petróleo (USD 220 m), comercio y hoteles (USD 211 m) y electricidad, gas y agua (USD 205 m).

La financiación del déficit externo también estuvo soportada, aunque en menor medida, por inversiones extranjeras de cartera y desembolsos de préstamos y otros créditos externos. En los primeros tres meses de 2023 se estimaron inversiones extranjeras de cartera público y privada por USD 990 m, resultado de colocaciones de títulos de deuda de largo plazo en los mercados internacionales (USD 1.229 m), compensado parcialmente por ventas netas de instrumentos financieros en el mercado local por parte de no residentes (USD 239 m). Por su parte, en los créditos externos y otros flujos de capital (USD 459 m) se destacan los desembolsos netos recibidos por el sector privado (USD 796 m) frente a los pagos netos realizados por el sector público (USD 337 m).

Para 2023 el equipo técnico proyecta un déficit de la cuenta corriente del 4,0 % del PIB, cifra inferior al 6,2 % del PIB alcanzado en 2022. Esta corrección se daría, principalmente, por el menor déficit comercial de bienes y servicios. En particular, se pronostica una reducción de las importaciones debido a la moderación de la demanda interna, la reducción en los precios internacionales de las materias primas importadas y los menores costos por fletes contratados con empresas extranjeras. Adicionalmente, se proyecta que las exportaciones de servicios turísticos continúen siendo dinámicas, superando los valores registrados antes de la pandemia. No obstante, la corrección del déficit comercial se vería limitada por la reducción en las exportaciones de bienes como resultado de los menores precios internacionales de los principales productos de exportación y la persistencia de niveles relativamente bajos en la producción de algunos de estos bienes, a lo que se suma la desaceleración del crecimiento de los socios comerciales. Por otra parte, al ajuste anual del déficit corriente también contribuiría la reducción del desbalance del ingreso primario, producto de una disminución de los egresos asociados con las utilidades de las empresas con capital extranjero y el incremento en los rendimientos de las reservas internacionales, factores que más que compensarían los mayores pagos de intereses por endeudamiento externo. En cuanto al ingreso secundario, la buena dinámica de las remesas de trabajadores permitiría mantener un superávit elevado en este componente. En lo que respecta a los agregados de ahorro e inversión, la corrección del déficit de la cuenta corriente en 2023 sería consistente con la reducción anunciada en el *MFMP-2023* del desbalance del sector público y con el ajuste esperado en el consumo y la inversión del sector privado.

Se prevén menores necesidades de financiamiento externo neto para 2023 debido a la reducción del déficit de la cuenta corriente. No obstante, las condiciones financieras internacionales siguen siendo relativamente apretadas. En este contexto, seguirían llegando al país flujos de capital de diferentes fuentes. En particular, al igual que en el primer trimestre del año, la IED continuaría siendo el principal mecanismo de financiamiento externo, aunque sería menor que la registrada en 2022, dada la desaceleración económica, los menores precios de los bienes transables (*commodities*) y el efecto base por operaciones puntuales de inversión realizadas un año atrás, que no se darían nuevamente en 2023. Por su parte, los flujos de capital del sector público continuarían contribuyendo al financiamiento, aunque en menor medida que en años anteriores, de acuerdo con la reducción esperada del déficit fiscal para este año.

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[71] define límites estrictos para las exposiciones a cada uno de los diferentes riesgos que enfrentan las reservas. Para cumplir con el criterio de liquidez, el Banco invierte las reservas internacionales en activos financieros fáciles de liquidar o en activos que vencen en el corto plazo, y define tramos de inversión en función de los objetivos de liquidez y rentabilidad. Una vez definidos los criterios para que el portafolio de las reservas internacionales se invierta con un riesgo bajo, la política de administración también busca propender por una rentabilidad adecuada, ya que este criterio es parte del mandato entregado por la ley al Banco de la República. En el anexo se presenta una explicación de las políticas que orientan la inversión de las reservas y algunas definiciones relevantes.

El principal objetivo de las reservas internacionales es proteger al país de choques externos que pueden afectar tanto a los flujos comerciales como a los financieros y, dependiendo de su magnitud, pueden poner en riesgo la estabilidad macroeconómica. Los flujos comerciales se pueden ver afectados, por ejemplo, por una reducción drástica de las exportaciones o un aumento de las importaciones que estreche la situación de liquidez externa; a su vez, los flujos financieros lo pueden ser por dificultades para acceder al financiamiento externo, tales como un menor acceso a créditos internacionales, o mayores egresos de capital tanto de inversionistas extranjeros como de residentes. Las reservas internacionales de un país son un factor determinante en la percepción de la capacidad de pago de los prestatarios nacionales, en la medida en que las agencias calificadoras de riesgo y los prestamistas externos consideran que un nivel adecuado de reservas permitiría que los residentes puedan atender las obligaciones en moneda extranjera, tales como el pago de importaciones y el servicio de la deuda externa, en el momento en que el país enfrentara dificultades de acceso al financiamiento externo. De esta manera, un nivel adecuado de reservas contribuye a mejorar la percepción de riesgo del país y sus residentes, facilitando el acceso del Gobierno y del sector privado a los mercados internacionales de capitales.

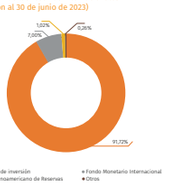
El Banco de la República mantiene colchones de liquidez externa en cuantías que considera suficientes para cumplir con el objetivo mencionado. En esa medida, se reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez en moneda extranjera para prevenir y enfrentar los choques externos teniendo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

71 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.

Durante 2023 se ha presentado un aumento en el nivel de las reservas internacionales. El principal factor que lo explica es la rentabilidad positiva obtenida en lo corrido del año, producto de mayores intereses recibidos en las inversiones. Al 30 de junio de 2023 las reservas internacionales netas[72] totalizaron USD 57.838,7 millones (m), lo que significa un aumento de USD 569,6 m durante 2023. El rendimiento de las reservas internacionales durante 2023, excluyendo el componente cambiario, ha sido del 1,29 % (USD 744,9 m). Este rendimiento se explica, principalmente, por los mayores niveles en las tasas de interés, las cuales han tenido un impacto positivo en la rentabilidad de las reservas internacionales debido a los mayores intereses recibidos de las inversiones. Esto se ha visto parcialmente contrarrestado por la disminución en los precios de las inversiones ante el aumento de las tasas de interés de corto y mediano plazos de los principales mercados en los que se invierten las reservas internacionales y por la desvalorización de otras monedas de reserva frente al dólar de los Estados Unidos. Esto último ha generado un efecto cambiario negativo en la valoración de las reservas (–USD 123,1 m).

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 (91,23 % y 0,49 % de las reservas, respectivamente). En el Gráfico 5.1 se presenta la composición de las reservas internacionales al 30 de junio de 2023.

Gráfico 5.1
Composición de las reservas internacionales
(información al 30 de junio de 2023)



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.

5.2.1 Indicadores de reservas

El aumento en los niveles de reservas observado durante el año ha contrarrestado parcialmente el aumento en las obligaciones de pago de deuda de corto plazo en moneda extranjera. Los diferentes indicadores para evaluarlas, incluidos los del FMI, señalan niveles adecuados para el país. Debido a que las reservas internacionales están invertidas principalmente en bonos de países desarrollados que en la actualidad cuentan con tasas de interés históricamente altas, estas han presentado una rentabilidad positiva en lo corrido de 2023. Por su parte, la proyección de pagos de deuda de corto plazo ha aumentado en lo corrido del año. Un indicador ampliamente utilizado en el mundo para medir el nivel adecuado de reservas internacionales es la metodología denominada *assesing reserve adequacy* (ARA). Esta métrica es propuesta por el FMI y establece que las reservas deben cubrir los principales riesgos de la balanza de pagos en periodos de presión en el mercado cambiario. De acuerdo con el FMI, este indicador busca cubrir riesgos asociados con una pérdida de acceso al financiamiento externo, una pérdida de confianza en la moneda local, una reversión de los flujos de capital, y un posible colapso de la demanda externa[73]. 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 junio de 2023, la razón de reservas a nivel adecuado del FMI calculado para Colombia se ubicaba en 1,27. 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 junio de 2023 estos indicadores sugieren que el nivel de reservas se encuentra en niveles adecuados.

72 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 57.866,2 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron USD 27,4 m.

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

5.2.2 Composición del portafolio de inversión[74]

Al cierre de junio de 2023 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 junio de 2023, cuando alrededor del 94,68 % estaba invertido en emisiones de dichas entidades.

Gráfico 5.2
Composición del portafolio de inversión por sectores
(información al 30 de junio de 2023)

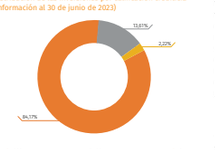


Fuente: Banco de la República.

La composición del portafolio por calificación evidencia la alta calidad crediticia de los activos en los que se invierte el portafolio. El Gráfico 5.3 muestra que el 84,17 % del portafolio se encontraba invertido en instrumentos con calificación AAA y el 13,61 % 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 2023. Teniendo en cuenta que uno de los objetivos de las reservas internacionales es poder atender los pagos externos del país en momentos de reducción de las fuentes de financiamiento externo, la composición cambiaria de las reservas internacionales de Colombia busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país. De esta manera, las reservas intentan cubrir la volatilidad de los pagos del país en el exterior derivada de los movimientos de las tasas de cambio. El dólar de los Estados Unidos tiene la mayor participación en las reservas internacionales de Colombia, debido a que la mayor parte de las transacciones comerciales y financieras del país con el resto del mundo se realizan en esta moneda. También se permiten inversiones en las siguientes monedas: dólares canadiense, australiano y neozelandés; la corona sueca, la libra esterlina, el franco suizo, el euro, el yen, la corona noruega, el renminbi, el dólar hongkonés, el dólar singapurense y el won coreano.

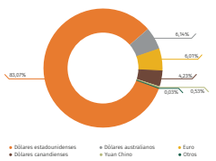
Gráfico 5.3
Distribución de las inversiones por calificación crediticia
(información al 30 de junio de 2023)



Fuente: Banco de la República.

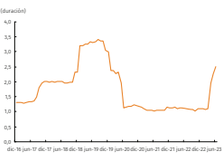
74 Los gráficos de composición del portafolio por moneda y calificación crediticia se calculan sobre el monto del portafolio de inversión, excluyendo el oro.

Gráfico 5.4
Composición cambiaria del portafolio de inversión
(Información al 30 de junio de 2023)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5.5
Duración del Portafolio de Inversión



Fuente: Banco de la República.

En lo corrido de 2023 el Banco de la República incrementó gradualmente la duración[75] del portafolio de inversión debido a que los niveles de las tasas de interés, que aumentaron desde mínimos históricos, incrementaron la causación obtenida y permitieron tener un portafolio con un mayor nivel de retorno esperado y riesgo asumido. En el Gráfico 5.5 puede observarse la evolución de la duración del portafolio de inversión. Al 30 de junio de 2023 el portafolio de inversión tenía una duración de 2,51, lo cual significa que el valor del portafolio podría aumentar (disminuir) 2,51% frente a una disminución (aumento) del 1% en las tasas de todos los bonos del portafolio.

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

Al 30 de junio de 2023 las reservas internacionales han presentado una rentabilidad positiva debido, principalmente, a los intereses recibidos en las inversiones del portafolio de inversión (factor intereses). Las reservas internacionales han tenido una rentabilidad del 1,29%[76] en lo corrido del año. Con las tasas de interés en los mercados internacionales en niveles altos frente a los observados en los últimos años, las inversiones generan mayores intereses (factor intereses).

Se espera que en 2023 las inversiones de las reservas internacionales continúen generando elevados intereses (factor intereses) y que ese sea el principal factor que determine la rentabilidad del año. Las perspectivas en torno a la rentabilidad de las reservas internacionales son favorables, dado el mayor nivel de intereses que recibirán los activos del portafolio. Adicionalmente, la posibilidad de desvalorizaciones, producto de mayores aumentos de las tasas de interés, parece menor esta vez que en periodos anteriores, teniendo en cuenta que la inflación ha empezado a ceder en las principales economías del mundo y las autoridades monetarias han dado indicios de finalizar en los próximos meses el ciclo alcista de sus tasas de política monetaria. En el mediano plazo, en la medida en que los niveles de inflación global disminuyan, las tasas de interés de los títulos de deuda soberana tenderán a reducirse, generando tanto valorizaciones de las inversiones, como menores intereses recibidos.

75 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.

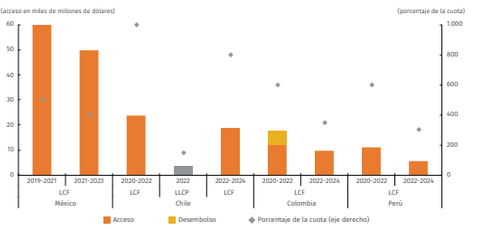
76 Esta rentabilidad se obtiene al dividir la rentabilidad observada por el promedio del valor de las reservas netas el 31 de diciembre de 2022 y el 30 de junio de 2023. Desde 2015 se excluye el impacto del efecto cambiario de la rentabilidad de las reservas.

5.2.4 Medidas para fortalecer la liquidez internacional

En abril del presente año el directorio del Fondo Monetario Internacional (FMI) realizó la evaluación intermedia sobre los criterios[77] de acceso de Colombia a la línea de crédito flexible (LCF), en la cual se ratificó que el país sigue cumpliendo las condiciones de acceso a los recursos del instrumento. En dicha evaluación, el organismo resaltó la solidez de los fundamentos y marcos de política económica del país. Además, el reporte del equipo técnico destacó la respuesta efectiva de las autoridades de política para mitigar los choques externos que ha enfrentado la economía en los últimos años.

La LCF es un instrumento diseñado para cubrir riesgos extremos externos de países con fundamentales adecuados y marcos institucionales de política económica sólidos. Esto incluye un régimen de inflación objetivo, un tipo de cambio flexible, unas finanzas públicas basadas en un sólido marco institucional y una regulación y supervisión financiera eficaz. Actualmente cuatro países tienen acceso a la LCF: México, Colombia, Perú y Chile (Gráfico 5.6). Los dos primeros han tenido vigente esta línea desde su creación en 2009, por su parte, Chile y Perú recurrieron a este instrumento desde el inicio de la pandemia en 2020. En 2022, Chile canceló su instrumento para reemplazarlo por una línea de liquidez de corto plazo (LLCP), pero luego decidió solicitar de nuevo la LCF por un periodo de dos años.

Gráfico 5.6
Acuerdos recientes de la LCF



Fuentes: FMI, Banco de la República.

El acuerdo vigente que tiene Colombia con el organismo se aprobó en abril de 2021 por un monto de USD 9.800 millones (350% de la cuota del país en el organismo) y con una duración de dos años. Esta línea complementa la disponibilidad de liquidez externa del país, provee colchones adicionales para enfrentar riesgos externos, preserva la confianza de los agentes en la economía colombiana y facilita el acceso del país a los mercados financieros internacionales en condiciones favorables.

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

Este acuerdo reemplazó el anterior, aprobado en 2020, en el cual el acceso precautorio era igual al 417% de la cuota del país. Desde mayo de 2009 hasta el presente Colombia se ha beneficiado de sucesivos acuerdos de la LCF (con modificaciones en el monto en función de las condiciones externas) gracias a su sólido marco institucional de política macroeconómica y al manejo prudente de la economía. El acceso a este instrumento se justifica en la medida en que el país cuenta con un sólido historial que permite confiar en que este continuará aplicando políticas económicas robustas.

Las autoridades reconocen el carácter precautorio y de naturaleza temporal que tiene el instrumento, por lo que están comprometidas a reducir el nivel de acceso de la LCF siempre que las condiciones lo permitan. La reducción del acceso del acuerdo vigente con respecto al anterior es acorde con una estrategia de salida del acceso a dicha facilidad a medida que las vulnerabilidades externas disminuyen. Así, un año después de la renovación de la línea, el panorama externo parece ser más favorable, aunque las perspectivas están acompañadas de un alto nivel de incertidumbre. En este contexto, se vislumbran algunos riesgos externos elevados que continúan asociados con el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales y con el recrudecimiento de las tensiones geopolíticas, lo que tendría implicaciones sobre los precios de las materias primas, los flujos de capitales y el crecimiento, entre otras variables. Dado esto, es deseable contar con un apoyo a la liquidez externa que complemente la cobertura proporcionada por las reservas internacionales.

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

Adicionalmente, desde junio del presente año el Banco de la República cuenta con acceso a facilidades de liquidez del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por su sigla en inglés), las cuales complementan la disponibilidad de liquidez externa de las reservas internacionales. Bajo estas facilidades, las inversiones que tienen los bancos centrales con dicha institución sirven de garantía para el suministro de liquidez por parte del BIS. En ese sentido, el Banco de la República podría disponer de liquidez contingente e inmediata, sin tener que vender los activos de los portafolios de las reservas internacionales invertidos en instrumentos del BIS, lo cual podría ser útil especialmente en circunstancias extremas de baja liquidez en los mercados globales de renta fija o episodios de alta aversión al riesgo. En particular, en junio del presente año el BIS habilitó al Banco de la República dos facilidades de liquidez no comprometidas[78] por un monto total de USD 1.000 millones, que solo se utilizarían de forma excepcional ante situaciones extremas en los mercados. En ese sentido, el Banco de la República considera estas facilidades como líneas de carácter precautorio que complementan la disponibilidad de liquidez externa de las reservas internacionales.

78 Dicha entidad se reserva el derecho de aprobar o denegar las solicitudes para acceder al instrumento y para desembolsar la facilidad. El BIS estudia la solicitud de cada banco central para el acceso a la línea y ante la eventualidad de solicitar un desembolso de la misma.

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

En cumplimiento de la Ley 1484 del 12 de diciembre de 2011, que autorizó la incorporación del Banco de la República como accionista del Banco de Pagos Internacionales (BPI)[1], este sombreado presenta el informe de 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 USD 100.978.710, las cuales se mantienen registradas a su costo de adquisición en DEG de acuerdo con el rubro de aportes en organismos y entidades internacionales.

Este año, según lo estipulado por la Junta de Gobernadores del BPI, se decidió pagar un dividendo ordinario de DEG 285 por acción, que supone un aumento de DEG 10 con respecto al dividendo pagado en el periodo 2021-2022. De esta manera, las utilidades correspondientes al periodo 2022-2023 se destinaron al pago de dividendos propuesto, al Fondo General de Reserva, al Fondo Especial de Reserva y al Fondo Libre de Reserva[2].

En los últimos meses, como es usual, las directivas del Banco de la República han participado en las reuniones periódicas que el organismo realiza, en las cuales se examinan los acontecimientos recientes y las perspectivas de la economía global y de los mercados financieros. Las discusiones más recientes de las reuniones de gobernadores de países miembros del BPI se han enfocado en el endurecimiento de la política monetaria, la trayectoria de la inflación, las condiciones financieras globales actuales, el *pass-through* de la tasa de cambio, los marcos de estabilidad macrofinanciera, el comercio internacional, los riesgos de las criptomonedas y el diseño de una moneda digital de banco central (CBDC, por su sigla en inglés).

Asimismo, en el marco de los grupos consultivos del BPI que realizan investigación y análisis en áreas como la estabilidad financiera y las operaciones bancarias, se destaca la participación periódica del Banco de la República en las reuniones del Grupo Consultivo de Directores de Estabilidad Financiera (CGDFS, por su sigla en inglés), en las que se han discutido los riesgos para la estabilidad financiera derivados del alza en las tasas de interés. También se resalta la reunión del Comité Consultivo en Innovación y Economía Digital (CGIDE, por su sigla en inglés), en la cual se revisaron los avances en los sistemas de pagos inmediatos y el desarrollo de los experimentos de una CBDC.

Se destaca, también, la participación de las directivas del Banco en las conferencias y seminarios organizados en el marco de la 22.ª Conferencia Anual del BPI[3], que se realizó a finales de junio de este año en Basilea, Suiza. En esta ocasión, las discusiones se enfocaron en la interacción de la política fiscal y la política monetaria, el mercado de capitales, el futuro de las criptomonedas y el mandato de los bancos centrales.

1 Esta institución internacional fue creada en 1930 y reúne actualmente a 63 bancos centrales. Su misión consiste en servir a la banca central en su búsqueda por la estabilidad monetaria y financiera, fomentando la cooperación internacional en esas áreas, así como servir como banco de 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 recaudar recursos para hacer frente a las pérdidas en las que pueda incurrir el BPI. Los recursos que quedan de las utilidades netas anuales se repartieron entre el Fondo Especial de Reserva y el Fondo Libre de Reserva, de acuerdo con los estatutos.

3 Las presentaciones de la vigésimo segunda conferencia anual del organismo están disponibles en el siguiente enlace: https://www.bis.org/events/conf230623t/overview.htm

Adicionalmente, en el marco de la Asamblea General Anual del BPI, el organismo realizó la presentación de los capítulos del *Informe Económico Anual de 2023*[4]. El reporte está dividido en tres capítulos que se enfocan en los desarrollos de la coyuntura económica enmarcada por la trayectoria de la inflación, la relación entre la política fiscal y la política monetaria para salvaguardar la estabilidad y confianza, y el futuro del sistema monetario de acuerdo con los desarrollos de las CBDC.

Por otra parte, representantes del Banco tuvieron la oportunidad de asistir de manera virtual a la tercera edición del BIS Innovation Summit[5], el cual se enfocó en la innovación tecnológica de los sistemas de pagos, los riesgos relacionados con el clima, la incertidumbre económica y la integración de los mercados. El evento se celebró a finales de marzo y reunió a gobernadores de bancos centrales, altos funcionarios, académicos y personalidades del sector privado para discutir los temas mencionados.

Por último, en junio de 2023 el BPI realizó la tercera edición de la *Green Swan Conference*[6], organizada de manera conjunta con el Banco Central de Chile, la Red para Enverdecer el Sistema Financiero y el Banco de Reserva de Sudáfrica. Este evento tuvo como objetivo indagar sobre las prácticas que el sector financiero debería adoptar contra los riesgos relacionados con el cambio climático. En esta ocasión, el evento se centró en las implicaciones macroeconómicas de la transición energética y el papel de las políticas públicas en el desarrollo de nuevas tecnologías.

4 El informe está disponible en el siguiente enlace: https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2023e.htm

5 La agenda y las grabaciones del evento están disponibles en el siguiente enlace: https://www.bis.org/events/bis_innovation_summit_2023/overview.htm

6 La agenda y las grabaciones del evento están disponibles en el siguiente enlace: https://www.bis.org/events/green_swan_2023/overview.htm

6. Situación financiera del Banco de la República

6.1 Estado de situación financiera del Banco de la República (balance general)[79]

Al 30 de junio de 2023 los activos del Banco ascendieron a COP 323.897 mm, los pasivos a COP 207.376 mm y el patrimonio a COP 116.522 mm. Frente a diciembre del año anterior, el activo se redujo en COP 7.813 mm (-2,4 %), los pasivos aumentaron COP 17.766 mm (9,4 %) y el patrimonio disminuyó COP 25.579 mm (-18,0 %). El balance del Banco se redujo, principalmente, por el menor valor en pesos de las reservas internacionales, resultado de la apreciación del peso colombiano frente a las monedas en las que se encuentran invertidas estas reservas, lo cual tuvo como contrapartida una reducción en el patrimonio (Cuadro 6.1).

Frente al cierre de 2022, en el activo el valor en pesos de las reservas internacionales brutas se redujo en COP 33.836 mm, mientras que el saldo de las operaciones repo se incrementó en COP 15.451 mm y el del portafolio de TES en poder del Banco en COP 7.842 mm. Durante el primer semestre del año el Banco no realizó compras ni ventas de divisas en el mercado. El saldo de las reservas internacionales brutas en pesos se redujo (-12,3 %), producto de la apreciación del peso colombiano frente a las monedas de reserva. No obstante, su saldo en dólares aumentó en USD 576 m[80]. Lo anterior se compensó parcialmente por el incremento en el saldo de las operaciones repo por COP 15.451 mm frente al observado al cierre del año anterior[81], y por el mayor saldo del portafolio de TES en poder del Banco por COP 7.842 mm (21,8 %). El incremento en este último se explicó por la valorización del portafolio monetario a precios de mercado por COP 7.472 mm (COP 2.112 mm correspondientes a la causación de rendimientos a la tasa de interés de compra reconocida en el PyG y COP 5.360 mm a los cambios en el precio de mercado contabilizados en el ORI), y por las compras netas de TES realizadas en el mercado secundario por COP 3.382 mm, compensados parcialmente por la entrega de TES al GNC como pago de los resultados de 2022 por COP 1.609 mm[82] y por los vencimientos de cupones por COP 1.403 mm.

A la misma fecha, el saldo de los depósitos del GNC en el Banco se incrementó en COP 32.300 mm, en tanto que la base monetaria disminuyó en COP 14.147 mm. En lo corrido del año, el aumento de los depósitos del GNC en el Banco fue compensado en buena medida por la base monetaria, que presentó una disminución (-9,1 %)[83], principalmente por la caída en la demanda de efectivo por parte del público (-COP 12.785 mm, -11,0 %).

79 En esta sección se muestran las partidas según criterio económico y no contable. Frente a los estados financieros presentados a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la Contaduría General de la Nación, las diferencias son: primero, los activos descuentan el valor de los pasivos asociados con operaciones de compra de portafolio de reservas internacionales sobre las cuales aún no se ha efectuado el pago (en los estados financieros del Banco esto se registra como un mayor valor del activo y como una exigibilidad de reservas internacionales en el pasivo); segundo, en los activos y pasivos de esta sección se incluye la moneda metálica en circulación, la cual no forma parte de la información contable del balance general del Banco; y tercero, otras reclasificaciones de cuentas de menor valor. En este sentido, los valores del activo y del pasivo presentados en este *informe* (COP 323.897 mm y COP 207.376 mm, respectivamente) difieren de los registrados en los estados financieros al 30 de junio de 2023 (COP 340.421 mm y COP 224.165 mm).

80 Véase el capítulo 5 de este *Informe*.

81 Este movimiento del activo fue producto, en buena medida, del efecto contraccionista por los mayores depósitos del GNC en el Banco registrados en el pasivo. Véase el sombreado "Base monetaria y M3".

82 En virtud de lo dispuesto en la Ley 2276 de 2022, artículo 27. Véase https://www.banrep.gov.co/es/noticias/junta-directiva-banrep-aprueba-trasladar

83 Véase el sombreado "Base monetaria y 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, 2022		Junio, 2023		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	331.710	100,0	323.897	100,0	-7.813	-2,4
Reservas internacionales brutas	275.577	83,1	241.741	74,6	-33.836	-12,3
Participación en organismos y entidades internacionales	8.722	2,6	10.080	3,1	1.358	15,6
Inversiones	36.107	10,9	43.751	13,5	7.644	21,2
TES	35.909	10,8	43.751	13,5	7.842	21,8
Títulos de deuda privada	198	0,1	0	-	-198	-100,0
Operaciones repo	5.297	1,6	20.748	6,4	15.451	291,7
Otros activos netos	6.007	1,8	7.577	2,3	1.570	26,1
Pasivo y patrimonio	331.710	100,0	323.897	100,0	-7.813	-2,4
Pasivo	189.609	57,2	207.376	64,0	17.766	9,4
Pasivos M/E que afectan reservas internacionales	26	0,0	19	0,0	-7	-25,8
Base monetaria	154.744	46,7	140.597	43,4	-14.147	-9,1
Efectivo	115.898	34,9	103.112	31,8	-12.785	-11,0
Reserva	38.847	11,7	37.485	11,6	-1.362	-3,5
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	2.020	0,6	2.522	0,8	503	24,9
Otros depósitos	59	0,0	55	0,0	-3	-5,8
Gobierno Nacional: Dirección del Tesoro Nacional M/N	7.068	2,1	39.368	12,2	32.300	457,0
Obligaciones organismos internacionales	25.693	7,7	24.814	7,7	-879	-3,4
Patrimonio total	142.101	42,8	116.522	36,0	-25.579	-18,0
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Reservas	744	0,2	744	0,2	0	0,0
Superávit	149.765	45,1	114.856	35,5	-34.909	-23,3
Ajuste de cambio[b/]	150.832	45,5	115.906	35,8	-34.926	-23,2
Liquidación CEC	453	0,1	453	0,1	0	0,0
Inversión en activos para actividad cultural	356	0,1	373	0,1	17	4,7
Transferencia organismos internacionales	-1.943	-0,6	-1.943	-0,6	0	0,0
Efecto acumulado cambio contable	67	0,0	67	0,0	0	0,0
Otro resultado integral (ORI)	-10.047	-3,0	-3.406	-1,1	6.642	-66,1
Resultados	1.771	0,5	4.314	1,3	2.543	143,5
Resultado del ejercicio	1.506	0,5	4.049	1,3	2.543	168,8
Ganancias acumuladas ejercicios anteriores por cambio en el tratamiento contable de las reservas internacionales	265	0,1	265	0,1	0	0,0
Resultados acumulados - efecto cambio en políticas contables	-145	-0,0	0	-	145	-100,0
Resultados acumulados proceso de convergencia a NIIF	0	-	0	-	0	n.a.

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* (COP 323.897 mm y COP 207.376 mm, respectivamente) difieren de los registrados en los Estados Financieros al 30 de junio de 2023 (COP 340.421 mm y COP 224.165 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.

Finalmente, el patrimonio se redujo por la variación negativa en el ajuste de cambio de las reservas internacionales. El patrimonio presentó una disminución de COP 25.579 mm, contrapartida, principalmente, de la reducción del saldo en pesos de las reservas internacionales brutas, que se registra en la cuenta de ajuste de cambio[84]. Este último resultado fue compensado, en parte, por la variación de la cuenta denominada otro resultado integral (ORI) por COP 6.642 mm, producto, principalmente, de las valoraciones del portafolio de TES (valor razonable) por COP 5.360 mm, y por las remediciones del plan de beneficios definidos por COP 1.019 mm.

6.2 Estado de resultados (PyG)

6.2.1 Cierre a junio de 2023

En el primer semestre de 2023, la utilidad del Banco de la República ascendió a COP 4.049 mm, resultado de ingresos por COP 6.423 mm y egresos por COP 2.374 mm. El resultado en lo corrido del año se explica por los ingresos monetarios netos que ascendieron a COP 4.380 mm, parcialmente compensados por los egresos netos derivados de la puesta en circulación de billetes y monedas, y de los resultados corporativos, que sumaron -COP 48 mm y -COP 283 mm, respectivamente (Cuadro 6.2)[85].

En lo corrido de 2023 a junio, los ingresos respondieron mayoritariamente al rendimiento de las reservas internacionales y, en menor medida, al rendimiento de los TES en poder del Banco y de los repos de expansión. En particular, el rendimiento de las reservas internacionales registrado en el PyG ascendió a COP 3.533 mm[86], producto del rendimiento total de las mismas por COP 3.610 mm y resultado neto negativo trasladado del ORI al PyG por COP 77 mm[87]. A su vez, los ingresos generados por el portafolio de TES en poder del Banco de la República y por los repos de expansión ascendieron a COP 1.927 mm y a COP 729 mm, respectivamente. En ambos casos se observa un incremento anual en los rendimientos acumulados hasta junio: en el caso de los TES, debido, principalmente, al aumento del saldo promedio originado por las compras netas en el mercado[88], y en el caso de los repos, por la mayor tasa de remuneración, de acuerdo con los incrementos de la tasa de interés de política definidos por la JDBR[89]. Por su parte, durante el primer

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

85 Es importante señalar que a finales de 2022 se implementó un cambio en el tratamiento contable del rendimiento de las reservas internacionales, según lo estipulado en el Decreto 2443 del 12 de diciembre de 2022, por lo que el resultado del ejercicio para lo corrido de 2023 a junio no es comparable con el del mismo periodo de 2022 en lo relacionado con este rubro. Para mayor detalle véase el sombreado 3 ("Cambio en el tratamiento contable de las reservas internacionales") del *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de marzo de 2023.

86 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 superávit por ajuste de cambio del patrimonio del Banco, sin afectar el PyG. Cabe resaltar que, de acuerdo con el cambio en el tratamiento contable de las reservas internacionales, los rendimientos no realizados ocasionados por variaciones en los precios de mercado de los títulos del portafolio bajo el mandato de administración pasiva (portafolio pasivo) se registran en la cuenta ORI en el patrimonio del Banco y no en el PyG. Cuando se realizan, estas valoraciones se trasladan del ORI al PyG.

87 Este último valor se explica por pérdidas por valoración realizadas por COP 457 mm del portafolio pasivo, trasladadas del ORI al PyG, y por pérdidas no realizadas por COP 380 mm de este mismo portafolio acumuladas en lo corrido del año, excluidas del PyG y registradas en el ORI.

88 Si bien el incremento del volumen promedio del saldo de los TES explica en gran proporción el aumento anual de los rendimientos, también se observó una mayor tasa de interés promedio (TIR de compra) durante el primer semestre de 2023.

89 Para lo corrido del año hasta junio, la tasa de remuneración y el volumen diario de los repos de expansión fueron, en promedio, 13,03 % y COP 12.010 mm, en comparación con 4,99 % y COP 14.774 mm en igual periodo de 2022.

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

	Observado a junio		Variaciones anuales[a/]	
	2022	2023	Absoluta	Porcentual
I. Total ingresos (A + B + C)	-921	6.423	7.344	n.a.
A. Ingresos monetarios	-1.211	6.204	7.415	n. a.
1. Intereses y rendimientos	-1.292	6.191	7.483	n. a.
Reservas internacionales	-3.011	3.533	6.544	n. a.
Títulos de deuda privada en poder del BR	27	2	-25	-93,3
TES en poder del BR	1.336	1.927	592	44,3
Repos de expansión	356	729	373	104,6
2. Diferencias en cambio	76	8	-68	-89,4
3. Otros ingresos monetarios	5	5	0	2,1
B. Ingresos moneda metálica emitida	156	78	-78	-50,1
C. Ingresos corporativos	134	141	7	5,4
II. Total gastos (A + B + C + D)	1.156	2.374	1.218	105,4
A. Gastos monetarios	608	1.824	1.216	200,2
1. Intereses y rendimientos	533	1.694	1.161	218,0
Depósitos remunerados Gobierno (DGCPTN)	516	1.495	980	190,0
Depósitos de contracción monetaria	17	199	182	1.052,1
2. Gastos de administración y manejo fondos en el exterior	17	22	6	33,9
3. Comisión de compromiso del crédito flexible con el FMI	55	50	-4	-7,9
4. Diferencias en cambio	2	56	54	2.226,9
5. Otros gastos monetarios	1	1	0	-22,5
B. Gastos Billetes y monedas	151	126	-25	-16,3
C. Gastos corporativos	397	424	26	6,6
1. Gastos de personal	268	272	4	1,4
2. Gastos generales	66	80	14	20,7
3. Otros corporativos	63	72	9	13,7
4. Disponibilidad presupuestal flexible	0	0	0	n. a.
D. Gastos pensionados	0	0	0	-0,9
III. Resultado del ejercicio (I - II)	-2.077	4.049	6.126	n. a.

a/ En 2022 se implementó un cambio en el tratamiento contable del rendimiento de las reservas internacionales por lo que el resultado del ejercicio para lo corrido de 2023 a junio no es comparable con el del mismo periodo para 2022 en lo relacionado con este rubro.
Fuente: Banco de la República.

semestre de 2023 los ingresos corporativos sumaron COP 141 mm[90], con un incremento de COP 7 mm frente al mismo periodo de 2022. Finalmente, los ingresos por el valor facial de la moneda metálica emitida y las diferencias en cambio ascendieron a COP 78 mm y a COP 8 mm, respectivamente, menores a los valores registrados en igual periodo de 2022.

En el primer semestre de 2023 los egresos se explican, principalmente, por la remuneración a los depósitos del GNC en el Banco y a los depósitos de contracción, y por los gastos corporativos. En lo corrido del año a junio, los gastos monetarios ascendieron a COP 1.824 mm explicados, en su mayoría, por la remuneración de los depósitos del GNC en el Banco por COP 1.495 mm[91] y de los depósitos de contracción por COP 199 mm. Con relación al primer semestre de 2022, en ambos casos la mayor remuneración estuvo vinculada a los incrementos tanto en la tasa de interés de política monetaria como en los volúmenes promedio[92]. Por su parte, los gastos corporativos sumaron COP 424 mm, aumentando 6,6 % en términos anuales (COP 26 mm). Al desagregar este valor en sus principales componentes, se observa que los gastos de personal ascendieron a COP 272 mm, con un incremento anual del 1,4 %, menor al del ajuste salarial determinado por la Convención Colectiva del Trabajo (14,12 %), como resultado del efecto en la base de comparación, puesto que en 2022 se incluyeron los gastos del plan de retiro por la transformación de seis sucursales en agencias culturales[93]. A su vez, los gastos generales y los otros corporativos sumaron COP 80 mm y COP 72 mm, respectivamente, con tasas de crecimiento anuales del 20,7 % y 13,7 %. En el crecimiento de los gastos generales se destacan los egresos asociados a proyectos de tecnología y a gastos del Banco vinculados con el incremento del salario mínimo. Por su parte, el aumento en los otros corporativos se explica por la mayor contribución a la Superintendencia Financiera de Colombia y por el incremento de los egresos por seguros e impuestos.

6.3.2 Proyección para 2023

Para 2023 se proyecta una utilidad de COP 8.408 mm, superior al resultado de 2022, explicada principalmente por la rentabilidad de las reservas internacionales. El incremento esperado en los rendimientos de las reservas responderá a las altas tasas de interés externas, en un contexto en el que los bancos centrales de las economías avanzadas han endurecido las condiciones monetarias para contener las presiones inflacionarias. En particular, para 2023 se proyecta un aumento significativo de los ingresos del Banco, superiores en COP 9.851 mm con relación a los de 2022, que contrarrestaría ampliamente los mayores egresos por COP 2.950 mm esperados para el año (Cuadro 6.3).

Cabe advertir que el resultado estimado supone un carácter extraordinario en el nivel esperado de utilidades que, de hecho, corresponde al mayor valor proyectado de resultados del Banco de la República desde 1994. Por lo anterior, es importante señalar que los riesgos en esta proyección se derivan de cambios en los supuestos considerados en su estimación. En especial, se resaltan los riesgos

90 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.

91 Este valor considera los intereses de los depósitos y de las cuentas cajero remuneradas de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) en el Banco.

92 Durante el primer semestre de 2023, el saldo promedio de los depósitos del GNC fue de COP 24.850 mm, remunerados a una tasa promedio de 12,9 %. Para este mismo periodo de 2022, estos valores fueron COP 22.037 mm y 4,83 %. Con relación a los depósitos de contracción, el volumen promedio en lo corrido de 2023 fue COP 3.452 mm y su tasa de remuneración 12,32 %, superiores a los de 2022 (COP 990 mm y 3,58 %, respectivamente).

93 Las sucursales transformadas fueron las de Ibagué, Montería, Pasto, Riohacha, Quibdó y Leticia. Descontando el plan de retiro registrado en 2022, los crecimientos anuales de los gastos corporativos y de personal para el primer semestre de 2023 serían del 14,8 % y 13,4 %, respectivamente.

Cuadro 6.3
Proyección del estado de resultados del Banco de la República, 2023
(miles de millones de pesos)

	Observado 2022	Proyección 2023	Variaciones anuales	
			Absolutas	Porcentuales
I. Total ingresos (A + B + C)	4.448	14.299	9.851	221,5
A. Ingresos monetarios	3.850	13.684	9.834	255,4
1. Intereses y rendimientos	3.710	13.668	9.958	268,4
Reservas internacionales	-332	7.780	8.112	-2.442,2
TES en poder del BR	2.997	3.908	911	30,4
Títulos de deuda privada en poder del BR	40	2	-39	-95,5
Repos de expansión	1.005	1.978	974	96,9
2. Diferencias en cambio	135	11	-125	-92,1
3. Otros ingresos monetarios	5	5	0	1,8
B. Moneda metálica emitida	316	322	6	1,9
C. Ingresos corporativos	282	294	12	4,1
Comisiones: servicios bancarios y negocios fiduciarios	241	253	11	4,7
Otros ingresos corporativos	41	41	0	0,2
II. Total gastos (A + B + C + D)	2.942	5.892	2.950	100,3
A. Gastos monetarios	1.805	4.467	2.662	147,5
1. Intereses y rendimientos	1.643	4.226	2.583	157,2
Depósitos remunerados Gobierno (DGCPTN)	1.586	3.885	2.299	144,9
Depósitos de contracción monetaria	57	341	284	496,9
2. Gastos de administración y manejo fondos en el exterior	48	86	38	79,8
3. Comisión de compromiso del crédito flexible con el FMI	103	107	3	3,4
4. Diferencias en cambio	10	47	37	388,6
5. Otros gastos monetarios	1	1	0	17,1
B. Billetes y monedas	334	460	126	37,9
C. Gastos corporativos	801	960	158	19,8
1. Gastos de personal	517	584	66	12,8
2. Gastos generales	155	214	59	38,0
3. Otros corporativos	129	157	28	22,0
4. Disponibilidad presupuestal flexible	0	5	5	n. a.
D. Gastos pensionados	2	5	3	n. a.
III. Resultado del ejercicio (I - II)	1.506	8.408	6.901	458,1

Fuente: Banco de la República.

asociados con cambios en el rendimiento de las reservas internacionales y en los ingresos por operaciones de expansión monetaria. De hecho, parte de estos riesgos ya se han materializado en lo corrido del año, por lo que las utilidades previstas para 2023 son inferiores en COP 2.596 mm a las estimadas en el presupuesto aprobado por la JDBR a finales del año anterior. En particular, las menores estimaciones para el ingreso neto de política monetaria[94], producto del menor crecimiento de la base monetaria, y del rendimiento de las reservas internacionales, explicarían el 71 % y el 29 % de esta reducción, respectivamente. De acuerdo con el comportamiento observado de la base monetaria en lo corrido del año, la proyección de la utilidad del Banco en lo que resta del año podría tener un riesgo a la baja frente a la estimación actual. En particular, un crecimiento inferior de 100 pb en la variación promedio anual de la base monetaria reduciría su saldo promedio en aproximadamente COP 1,4 billones en 2023, con su correspondiente impacto negativo en el nivel de repos de expansión y en su rendimiento.

Con respecto a los resultados monetarios, se estima un ingreso neto de COP 9.217 mm, originado, principalmente, en el rendimiento esperado de las reservas internacionales. El ingreso neto sería superior en COP 7.172 mm frente al observado en 2022, producto del mayor rendimiento de las reservas internacionales por COP 8.112 mm y del menor ingreso neto de operaciones de política monetaria por COP 736 mm. En el primer caso, el aumento del rendimiento se originaría en la causación de intereses y en las valoraciones del saldo del portafolio de inversión que afectan el PyG[95]. En el segundo caso, el resultado se explica, principalmente, por la mayor remuneración de los depósitos del GNC en el Banco por COP 2.299 mm, y de los de contracción monetaria por COP 284 mm, que superarían los mayores ingresos por operaciones repo de expansión por COP 974 mm y por el rendimiento de los TES en poder del Banco por COP 911 mm. Esto último, como resultado de los mayores volúmenes y tasas de remuneración en todas las variables mencionadas[96].

En relación con la puesta en circulación de billetes y monedas, se proyecta un egreso neto de COP 138 mm en 2023. Por un lado, se estiman ingresos por el valor facial de la moneda metálica emitida por COP 322 mm, con un aumento anual de COP 6 mm (1,9 %) frente a 2022. El incremento de estos ingresos obedecería al aumento esperado de la demanda de monedas de alta denominación en la segunda parte del año. Por otro lado, los costos por emisión y puesta en circulación de especies monetarias (billetes y moneda metálica) ascenderían a COP 460 mm, superiores en COP 126 mm (37,9 %), en comparación con los observados en el año anterior. Estos egresos estarían impactados por los mayores precios internacionales de los insumos, los costos por servicios de transporte internacional, y la mayor tasa de cambio en los últimos años.

En 2023 se estima un egreso neto de COP 671 mm en los resultados corporativos y de pensionados. Los ingresos corporativos, compuestos principalmente por las comisiones por servicios bancarios y negocios fiduciarios, se proyectan en COP 294 mm, con un crecimiento anual del 4,1 % (COP 12 mm). Por su parte, los gastos corporativos ascenderían a COP 960 mm, mayores en 19,8 % (COP 158 mm) en términos anuales. Por componente, los gastos de personal aumentarían 12,8 %, crecimiento

94 Ingresos por intereses y rendimientos del portafolio de títulos en poder del Banco y por operaciones repo de expansión menos egresos por remuneración de los depósitos del GNC en el Banco y de contracción monetaria.

95 Para esta proyección se tomaron las curvas de rendimiento al 30 de junio de 2023 de los títulos en los que se encuentra invertida la mayor parte del portafolio de las reservas internacionales.

96 En el caso de los depósitos del GNC en el Banco, se espera un incremento anual promedio en su volumen de COP 9.281 mm y en su tasa de remuneración de 569 pb. Para los depósitos de contracción y los repos de expansión, estos aumentos serían de COP 2.011 mm y 605 pb, y de COP 1.894 mm y 570 pb, respectivamente. Asimismo, el saldo de TES en poder del Banco presentaría un incremento en su volumen promedio y en su tasa de rendimiento medida a TIR de compra.

impactado por el efecto de la alta base de comparación de 2022, ya mencionada[97], mientras que los generales y los otros corporativos se expandirían a ritmos anuales del 38,0 % y 22,0 %, respectivamente. Para gastos generales, los de proyectos de tecnología y de mantenimiento, y los de adecuaciones contribuirían con cerca de la mitad de su variación anual. En los otros corporativos, los gastos contables por depreciación, deterioro, y amortizaciones de activos intangibles explicarían cerca de 10 pp de ese crecimiento anual.

97 Sin el efecto de base del plan de retiro registrado en 2022, el crecimiento de los gastos de personal ascendería al 19,4 %.

7. Los pagos en la economía colombiana

Gráfico 7.1
Porcentaje de pagos digitales sobre el volumen total de pagos



Fuente: The Economist, mayo de 2023.

7.1 Avances en torno al sistema de pagos inmediatos

La mayor conectividad y digitalización de las sociedades ha impulsado el crecimiento constante de la industria de pagos en el mundo, lo que ha permitido que el dinero circule de forma más ágil, eficiente y segura. En países desarrollados las transacciones digitales han aumentado 25 pp entre 2011 y 2021. Actualmente más del 75 % de los pagos en esas economías se realizan de forma electrónica. En países emergentes se ha generado una tendencia similar, pero la dependencia del efectivo es mayor y más del 50 % de los pagos se realizan aún con ese medio de pago[98] (Grafico 7.1).

Los sistemas inmediatos de pago de bajo valor registran elevadas tasas de adopción. Más de sesenta países cuentan con estas plataformas, con algunos casos muy destacados como UPI en India o PIX en Brasil, en donde más del 80 % de los adultos lo utilizan para sus pagos cotidianos. Estos sistemas se caracterizan por prestar un servicio interoperable y continuo, prácticamente gratuito para las transferencias de dinero entre personas. En estos sistemas los usuarios de todas las entidades emisoras de cuentas transaccionales pueden enviar dinero desde una cuenta de depósito a otra, a cualquier hora y en cualquier día de la semana, con la garantía de que los recursos son entregados al receptor en forma inmediata.

Los bajos costos para los usuarios en el servicio de los pagos inmediatos y la estandarización en las condiciones de uso han favorecido su adopción, especialmente en segmentos poblacionales y sectores productivos donde el efectivo imperaba como único medio de pago. Los pagos inmediatos se han venido consolidando bajo un modelo de costos bajos o nulos para el usuario final. En India, Brasil, Malasia y Jordania se prohíbe el cobro de comisiones en transferencias entre personas y tampoco existe una tarifa de intercambio entre los participantes, aspecto que contrasta con el mercado de tarjetas de crédito y débito, lo que ha permitido que pequeños comercios y tenderos acepten el pago electrónico. Además, la mayoría de estos sistemas inmediatos funcionan bajo reglas operativas y de negocio uniformes que garantizan la interoperabilidad entre los participantes. Por ejemplo, se exige el estándar de mensajería ISO 20022, un formato único para los códigos QR con que se inician las operaciones[99], y las mismas condiciones en la experiencia de uso (Diagrama 7.1).

98 Khiaonarong, T.; Humphrey, D. (2022). "Falling Use of Cash and Demand for Retail Central Bank Digital Currency", WP/22/27, Fondo Monetario Internacional; *The Economist*, mayo de 2023.

99 Actualmente, el 4 % de las transacciones se realiza a partir de la lectura de estos códigos desde un celular. Se estima que en la próxima década el uso de estos códigos aumente un 16 % anual. Fuente: Deloitte.

Diagrama 7.1
Estándares internacionales en la provisión de pagos inmediatos



Fuente: Glenbrook.

Los sistemas de pagos inmediatos avanzan en nuevos casos de uso y funcionalidades que agregan mayor valor al usuario, y algunos han empezado a explorar el camino hacia las transferencias transfronterizas. La operación de los sistemas inmediatos en el mundo se concentra en los pagos entre personas y hacia comercios, principalmente, pero su portafolio se ha ampliado hacia otros receptores, incluyendo pagos al Gobierno y recaudo de servicios públicos, entre otros. También, se han adicionado nuevas funcionalidades, como la iniciación de pago proveniente del *open finance*, lo cual ha facilitado la entrada de jugadores no financieros y desarrollos *fintech*. Algunos países se encuentran explorando esquemas de interconexión entre sus sistemas de pago inmediatos y por esa vía se da el paso a los pagos transfronterizos inmediatos. Un ejemplo es el proyecto Nexus, impulsado por el Banco de Pagos Internacionales (BPI), el cual integra las plataformas locales de pago de cinco países asiáticos[100].

Colombia continúa registrando avances en la inclusión financiera y en el uso de los pagos electrónicos. No obstante, el efectivo continúa siendo el instrumento de pago más utilizado por la población. De acuerdo con el más reciente reporte de Banca de las Oportunidades, al cierre de 2022 el 91,3 % de la población adulta en Colombia contó con un producto de depósito, estando las cuentas de ahorro en primer lugar (79,6 % de la población adulta), seguidas por los depósitos de bajo monto (62,3 %). Sin embargo, solo el 61 % de los adultos con cuentas de ahorro y el 77,4 % con depósitos de bajo monto hace uso activo de estos productos[101]. El avance en la digitalización de los pagos se refleja en la menor preferencia por el efectivo para efectuar transferencias y pagos, fenómeno acelerado por la pandemia del covid-19, al pasar de ser el instrumento más usado por el 87 % de los adultos en 2019 al 75 % en 2022[102]. Este resultado contrasta con el pico del efectivo en circulación durante la pandemia, posiblemente asociado con el aumento en su demanda por motivos precautelativos y de ahorro, y que se ha revertido desde 2022 en todo el mundo[103]. No obstante, el uso de instrumentos de pagos electrónicos presenta importantes brechas socioeconómicas, ya que los grupos de menores ingresos, menor educación y que habitan en zonas rurales, en parte por la limitada oferta de la infraestructura de telecomunicaciones, dependen principalmente del efectivo para hacer sus compras cotidianas y mantener sus ahorros (véase el Recuadro 2: La digitalización reciente de los pagos en Colombia).

100 BIS (2021). *Nexus: A Blueprint for Instant Cross-border Payments*. BIS Innovation Hub.

101 Superintendencia Financiera de Colombia (2023). *Reporte de Inclusión Financiera, 2022*, véase: https://www.bancadelasoportunidades.gov.co/sites/default/files/2023-06/Reporte%20de%20Inclusi%C3%B3n%20Financiera%202022_0.pdf

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

Los monederos digitales siguen aumentando la facilidad de su uso en Colombia, lo que ha permitido profundizar los pagos electrónicos. No obstante, su falta de interoperabilidad plena se aleja de las mejores prácticas internacionales y dificulta la consolidación del ecosistema de pagos digitales, y de la materialización de los beneficios de las economías de red. Los modelos de pago de transferencias electrónicas realizados mediante billeteras móviles tienen un elevado potencial para dinamizar los pagos electrónicos, representando un medio de pago de fácil y rápida apertura desde un dispositivo celular y con costos bajos o nulos para los usuarios. Estos elementos han llevado a que actualmente haya cuarenta millones de billeteras con depósitos de bajo monto frente a los quince millones de 2019. Cabe mencionar que este alto número de depósitos cubre a 23,5 millones de adultos y está asociado con la necesidad de los individuos de tener varios depósitos electrónicos. La duplicidad de depósitos es resultado, en parte, del modelo cerrado de las billeteras móviles de propiedad de cada entidad financiera, con diferentes estándares técnicos y sin interconexión externa. A su vez, esta estructura ha implicado un alto crecimiento en la red de QR (aproximadamente 1,5 millones en 2022), que al no ser interoperable lleva a que solo uno de cada cuatro QR sea utilizado con frecuencia mediante aplicaciones. Cabe destacar que el incremento en la adopción de depósitos de bajo monto y billeteras digitales ha favorecido el volumen de las operaciones monetarias a través de estos canales, al representar un crecimiento del 98,6 % anual en los últimos tres años, aumentando su participación en los canales digitales al 27,5 %[104]. No obstante, el total transado a través de las billeteras digitales es aún muy bajo, representando en valor el 4,2 % de los canales digitales y en volumen solo el 12 % del total de pagos minoristas en Colombia, lo cual ofrece un gran potencial para el crecimiento y la consolidación del ecosistema de pagos inmediatos.

En los últimos años han aumentado las opciones de interconexión de servicios de transferencias inmediatas en el país, sin embargo, se encuentran en una etapa temprana de desarrollo y sus costos y fricciones en la experiencia del usuario limitan su aceptación por parte de la población. El sistema Transfiya[105] registra cerca de veinte entidades participantes, sin embargo, el servicio es poco promocionado a los usuarios y sus condiciones funcionales limitan su uso. En efecto, el servicio únicamente está disponible para pagos entre personas con un límite diario de hasta COP 2 millones o quince transacciones diarias. La operación solo puede ser iniciada ingresando el número celular del receptor y finaliza hasta que este acepte la operación en el canal de su entidad financiera. La operación de esta cámara creció un 321 % en 2022, al alcanzar 37,8 millones de operaciones, pero su participación apenas llega al 1 % de las transacciones electrónicas del país (SFC, 2022). Por su parte, Redeban ha anunciado la creación de EntreCuentas, un nuevo sistema de pago inmediato a comercios basado en códigos QR interoperables y con costos inferiores a los del mercado de tarjetas crédito y débito convencional. Sin embargo, aún no se conoce la fecha de entrada en operación y el número de participantes que estarán en la fase inicial.

103 Rösl, G.; Seitz, F. (2023). "Uncertainty, Politics, and Crises: The Case for Cash," IMFS Working Paper Series, núm. 186, Goethe University Frankfurt, Institute for Monetary and Financial Stability (IMFS).

104 Superintendencia Financiera de Colombia (2022). *Informe de operaciones*, segundo semestre .

105 Cámara de pagos inmediatos creada en 2019 por ACH Colombia, de propiedad de los establecimientos bancarios.

Para promover la interoperabilidad y el buen funcionamiento del ecosistema, el Banco de la República proveerá a la industria un directorio y un servicio de liquidación centralizado. Adicionalmente, operará un sistema de pagos inmediatos, el cual se interconectará con los sistemas privados de pago. El Banco avanza en la construcción del nuevo sistema de transferencias inmediatas, al que podrán conectarse todos los establecimientos financieros, de manera directa o a través de los sistemas de pago existentes, y así ampliar la interoperabilidad en las transferencias entre personas y hacia negocios, y adicionar otros usos. El diseño incluye un directorio centralizado que servirá como repositorio de la totalidad de las llaves[106] en el ecosistema, junto con un módulo de liquidación centralizada en donde tendrá lugar la liquidación de todas las transacciones. El Banco de la República está adelantando la selección del proveedor tecnológico del sistema, el cual deberá cumplir con los estándares de la industria y experiencia en el campo. Se espera culminar el proceso de selección antes de finalizar el año.

El nuevo ecosistema de pagos inmediatos busca promover la competencia e innovación en las transacciones de la economía, y su diseño se ha estructurado con el apoyo de la industria a través del Foro del Sistema de Pagos, conformado por el Banco de la República en 2022. Siguiendo las recomendaciones del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, el Banco de la República conformó el Foro de Sistemas de Pagos en agosto de 2022 con el fin de asegurar que la arquitectura del sistema siga las mejores prácticas internacionales y recoja las necesidades de la industria. El foro ha habilitado una activa interacción público-privada por medio de diversos grupos de trabajo, plenarias y talleres con más de 150 asistentes, entre entidades financieras, cooperativas, *fintechs*, proveedores de tecnología y agencias del Gobierno. Al finalizar la primera etapa del foro, en diciembre de 2022 el Banco de la República presentó la arquitectura que seguirá el nuevo ecosistema de pagos inmediatos.

En desarrollo del artículo 104 de la reciente Ley 2294 de 2023, el Banco de la República avanza en la generación de una agenda regulatoria que promueva la interoperabilidad, eficiencia, seguridad y asequibilidad en el nuevo ecosistema de pagos inmediatos del país. La consolidación del ecosistema de transferencias inmediatas requiere la definición de normas técnicas, operativas y de negocio que consoliden la interoperabilidad entre los sistemas inmediatos de pago de bajo valor y sus participantes. En la segunda etapa del foro, que tuvo lugar en el primer semestre de 2023, el Banco de la República discutió con la industria los estándares para el inicio, validación, envío y recepción de las transferencias, así como las reglas en materia de tiempos y experiencia de uso que las soportarán. Se espera que los lineamientos regulatorios generales del ecosistema entren en aplicación a partir de 2024, modernizando la infraestructura de pagos y acelerando la trayectoria de digitalización del país.

Los pagos digitales son una herramienta de desarrollo económico y contribuyen a la inclusión financiera, en especial de los segmentos más vulnerables de la población. La creciente oferta de servicios de pago electrónico ha facilitado el acceso y uso de servicios financieros y la generación de información transaccional valiosa, la cual puede servir como aproximación de la capacidad de pago, para ampliar el ofrecimiento de créditos y seguros formales. En Brasil, por ejemplo, se estima que el 30 % de los usuarios de PIX accedieron por primera vez a una cuenta bancaria. Estos efectos fueron evidentes en la pandemia del covid-19, en la que se crearon mecanismos de dispersión de ayudas estatales a través del sistema de pagos, lo que permitió entregar las ayudas de forma más eficiente y transparente e impulsar el acceso a productos financieros. Colombia avanzó en este campo con el programa de Ingreso Solidario por medio del cual se incluyó cerca de un millón de hogares y

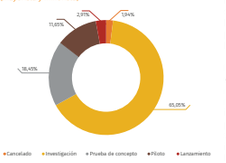
106 Se refiere al identificador del usuario y el cual está asociado con el medio de pago respectivo. El correo, el celular y el documento de identidad, entre otros, pueden servir como identificadores.

se logró reducir los costos de la operación en cerca de cinco veces en promedio por transacción. Es deseable que el país aproveche las lecciones derivadas de ese programa para fortalecer y digitalizar la plataforma de pago de los subsidios. Al respecto, el reciente anuncio de Prosperidad Social de que las transferencias del programa Renta Ciudadana se harán a través del Banco Agrario, para garantizar la entrega de recursos en las zonas rurales, es una oportunidad única para que, apalancándose en los planes de digitalización de esa entidad, se logre avanzar en la apertura de cuentas y el acceso a instrumentos y canales digitales que permitan reducir la dependencia del efectivo en el sector rural donde sus costos de distribución son particularmente elevados. No obstante, sería conveniente ampliar la oferta de entidades que puedan ser parte de la red de dispersión de dichos recursos, aprovechando los avances en inclusión financiera que se han dado con la amplia cobertura en cuentas transaccionales y billeteras electrónicas emitidas por las entidades de depósito. De esta manera, se promueve la competencia, se abre el número de opciones fáciles, rápidas y seguras para los receptores del subsidio y se aprovecha la experiencia ganada durante la pandemia.

7.2 Panorama global de la moneda digital de banca central (CBDC)

De los 193 Estados soberanos considerados por las Naciones Unidas, el 53,3 %, es decir, 111 países, exploran actualmente los riesgos y beneficios de una moneda digital de banco central (CBDC, por su sigla en inglés) (véase, https://cbdctracker.org/). No obstante, estos países representan cerca de las dos terceras partes de la población global y más del 90 % del producto mundial. La mayoría de estos países se encuentran en etapas de investigación y monitoreo de los desarrollos internacionales (65 %). Un 30 % avanza en experimentación con la ejecución de pruebas de concepto, prototipos o pilotos, con un porcentaje similar de países en experimentación con la CBDC mayorista y minorista (de acceso generalizado de la población). Y solo tres países, Bahamas, Jamaica y Nigeria, han hecho una emisión oficial de la CBDC (Gráfico 7.2).

Gráfico 7.2
Actividades de los bancos centrales alrededor de la CBDC (mayorista y minorista)



Fuente: sitio web cbdctracker; cálculos del Banco de la República.

Los reportes internacionales más recientes han destacado desafíos macroeconómicos, técnicos, operativos y regulatorios para avanzar en la implementación de una CBDC minorista. En el caso de Suecia, uno de los primeros países en implementar un piloto de CBDC minorista, recientemente se publicó un reporte en donde se manifiesta que los retos del sistema de pagos sueco podrían ser enfrentados con otras intervenciones sin la necesidad de la emisión de una CBDC[107]. Por su parte, el gobernador del Banco de Corea manifestó que la tecnología de registros distribuidos (DLT, por su sigla en inglés) usada en las experimentaciones coreanas aun no es robusta frente a las necesidades de escalabilidad de una CBDC minorista y se refirió a los retos de proveer altos niveles de privacidad, así como en la asignación de responsabilidades

107 https://www.centralbanking.com/fintech/cbdc/7957236/sweden-does-not-yet-need-cbdc-inquiry-finds

y costos de una eventual implementación público-privada[108]. Canadá, Australia, Inglaterra y la Unión Europea, por su parte, se encuentran activamente estudiando los riesgos macroeconómicos y financieros, así como los retos tecnológicos y de diseño de una CBDC de acceso general, con agendas de trabajo plurianuales en el desarrollo de pilotos y pruebas de concepto, pero sin ningún compromiso sobre una eventual emisión.

Los países emergentes se encuentran en etapas de experimentación y monitoreo, y en algunos casos en la de implementación de una CBDC minorista. En los casos de Jamaica, Bahamas y Nigeria se han evidenciado retos en la adopción y en los canales de distribución de sus CBDC minoristas. Por su parte, India, Indonesia, Malasia, Brasil, China y Ghana se encuentran en etapas de experimentación. Chile y Perú han entrado en una etapa de consulta pública, mientras que el resto de los países, entre ellos Colombia, han adoptado una estrategia de monitoreo de los avances en la CBDC minorista allí donde se ha adoptado. Respecto a los riesgos de la emisión de una CBDC minorista expresados por los bancos centrales de países emergentes, sobresalen los relacionados con los efectos en la estabilidad financiera y la política monetaria, los riesgos operacionales y de ciberseguridad, las implicaciones sobre la privacidad y la protección al consumidor, y los retos regulatorios, todos estos de alta sensibilidad frente a la credibilidad de los bancos centrales[109]. Entre los experimentos recientes relativos a la CBDC minorista se destacan Aurum, Polaris y Rosalind del BPI, los cuales evalúan distintas arquitecturas y diseños de la CBDC minorista, experimentando con aspectos de privacidad, escalabilidad, desarrollo de interfaces de programación de aplicaciones (API, por su sigla en inglés) y pagos digitales con CBDC fuera de línea[110].

En la agenda internacional se ha destacado la potencialidad de la CDBC para resolver algunas de las fricciones de los pagos transfronterizos. En este entorno, el BPI lidera varios proyectos multilaterales, al tiempo que varios países han realizado experimentos regionales para evaluar sus ventajas y retos. Entre los proyectos liderados por la red de centros de innovación del BPI se destacan Dunbar y m-Bridge, que estudian la conexión de múltiples CBDC nacionales (mCBDC) para pagos mayoristas, emitidas sobre la tecnología de registros distribuidos. También se destaca Icebreaker, el cual busca evaluar pagos transfronterizos entre mCBDC minoristas, siendo agnóstico frente a las tecnologías de las CBDC nacionales, así como Mariana, que explora plataformas de mCBDC basadas en contratos inteligentes, buscando la automatización de los creadores de mercado en los mercados de divisas. Por su parte, la Reserva Federal de New York, en alianza con quince bancos centrales, avanza en el proyecto Ubin+, el cual explora la creación de una red regulada de emisión e intercambio de activos financieros digitalizados entre bancos centrales y entidades financieras tradicionales. En Latinoamérica también se han dado algunos pasos en esta dirección: es el caso del desarrollo de una prueba de concepto entre el Banco de la República y el Banco Central de Brasil en el contexto del Lift Challenge del Real Digital[111]. El Swift, entidad privada cooperativa especializada en mensajería internacional de movimientos financieros, avanza en un piloto de mCBDC con 18 bancos centrales con liquidación instantánea sin la necesidad

108 https://www.bis.org/review/r221028b.htm

109 https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap123.htm

110 Véanse los reportes recientes de Aurum (https://www.bis.org/publ/othp57.pdf), Polaris (https://www.bis.org/publ/othp64.htm), y Rosalind (https://www.bis.org/publ/othp69.pdf).

111 El Lift Challenge del Real Digital del Banco Central de Brasil y Fenasban es una iniciativa lanzada en 2021 con el fin de que los distintos actores de la industria financiera participen con sus propuestas de desarrollo de servicios basados en la posible emisión de una CBDC brasilera.

de que los sistemas CBDC nacionales tengan que dar acceso a entidades financieras foráneas. Entre las lecciones de estas experiencias se destaca la viabilidad tecnológica y el que se puedan lograr ganancias en eficiencia al limitar o eliminar la necesidad de corresponsales bancarios. No obstante, aún persisten inquietudes sobre escalabilidad, fricciones regulatorias entre jurisdicciones, en particular respecto a requisitos de acceso de participantes (financieros y no financieros) en estos esquemas, fijación de tasas de cambio y aspectos de gobernabilidad de los sistemas por parte de los bancos centrales involucrados[112].

El Banco de la República continuará monitoreando los avances y experiencias internacionales respecto a la emisión de una CBDC minorista, enfocándose en la experimentación en los casos de uso del sistema de pago de alto valor. El sistema de pagos de alto valor colombiano actualmente opera con los mayores estándares internacionales de seguridad, eficiencia e interoperabilidad con las distintas infraestructuras financieras. No obstante, la literatura reciente muestra que la digitalización de activos financieros en plataformas automatizadas y con funcionalidades novedosas, como los contratos inteligentes, pueden derivar en eficiencias significativas que podrían coadyuvar a la mayor profundización financiera y la eficiencia en los pagos. El Banco de la República actualmente está participando en proyectos de experimentación sobre los pagos al por mayor y el mercado de dinero y de capitales. Así mismo, reconociendo las potencialidades de plataformas mCBDC para reducir los costos en los pagos transfronterizos, el Banco continuará aprovechando las oportunidades de experimentación con otros países y las entidades multilaterales, como el BPI, el Cemla y el BID, las cuales vienen desarrollado areneras tecnológicas en innovaciones financieras de punta.

112 Véase, por ejemplo, los reportes publicados sobre el proyecto Dunbar (https://www.bis.org/publ/othp47.htm), mBridge (https://www.bis.org/about/bisih/topics/cbdc/mcbdc_bridge.htm) y Icebreaker (https://www.bis.org/publ/othp61.htm).

Recuadro 4
La digitalización reciente de los pagos en Colombia*

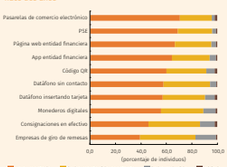
En los últimos años se ha observado en Colombia un desarrollo creciente de la digitalización de los pagos de la economía (quizá parcialmente como consecuencia de la pandemia). Lo anterior se evidencia en el aumento de la frecuencia de uso de los canales electrónicos. De acuerdo con la *Encuesta de demanda de inclusión financiera* de Banca de las Oportunidades (BdO), efectuada en colaboración con la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) y el Banco de la República (Banrep) en 2022[1], en Colombia, el uso de las pasarelas de comercio electrónico por parte de la población adulta aumentó un 71% respecto a dos años atrás, el 64% reportó un aumento en la frecuencia de uso de las aplicaciones móviles de las entidades financieras y el 56% señaló un incremento en el uso de monederos digitales en el mismo periodo (Gráfico R4.1).

En las ciudades, el aumento en el uso de canales digitales[2] en los últimos dos años fue mayor frente al observado en las zonas rurales (54% versus 45,6%). Dichas diferencias en el uso de los canales digitales se presentaron también entre los individuos pertenecientes a hogares con ingresos altos[3] (73%) frente a los de ingresos bajos[4] (42%), y en aquellos con más altos niveles educativos (70,7% de adultos con posgrado y 64,9% con estudios universitarios). Por edades, el mayor dinamismo en el uso de pagos digitales se evidenció en los grupos de entre 46 y 55 años y aquellos de entre 18 y 35 años (62% y 55%, respectivamente), mientras que una proporción menor de adultos entre 36 y 45 años aumentaron su uso (46%).

Cabe señalar que, en el mes inmediatamente anterior al momento en el que se realizó la encuesta, los colombianos hicieron un uso importante de los canales digitales para realizar sus pagos (Gráfico R4.2). En particular, se registra un mayor uso de los monederos digitales por parte de los individuos con mayores ingresos y en zonas urbanas (65% y 39,4%). Sin embargo, su uso también es importante, aunque en niveles más bajos, en los hogares de ingresos bajos y zonas rurales (26,6% y 25,3%).

En cuanto a la tenencia de monederos digitales, se observan niveles similares a los de las cuentas de ahorro en las ciudades, y proporcionalmente mayores en las zonas rurales (Gráfico R4.3). Así mismo, la tenencia de monederos digitales se destaca en la población con ingresos bajos, mientras que la de cuentas de ahorro y tarjetas débito es mayor en los grupos de ingresos altos (GráficoR4.4). Por género, se resalta la mayor tenencia de cuentas de ahorro y tarjetas débito en los hombres (48,2% y 36,2%) frente a las mujeres (32,9% y 21,4%).

Gráfico R4.1
Frecuencia de uso de canales electrónicos con respecto a hace dos años



Fuente: Encuesta de demanda de inclusión financiera (BDO, 2022); cálculos del Banco de la República.

Gráfico R4.2
Uso de canales de pago durante el último mes



Fuente: Encuesta de demanda de inclusión financiera (BDO, 2022); cálculos del Banco de la República.

* Esta es una versión ampliada del Blog Banrep: "Brechas en el desarrollo de pagos digitales en Colombia" del 31 de mayo de 2023.

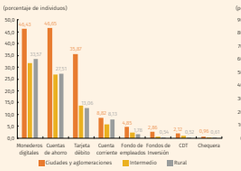
1 La encuesta se realizó entre abril y mayo de 2022 a personas mayores de 18 años, hombres y mujeres residentes en todos los municipios del país, con una muestra de 5.513 encuestas. Los principales resultados de la encuesta pueden consultarse en: https://www.bancadelasoportunidades.gov.co/sites/default/files/2022-12/Encuesta%20de%20demanda%202022%20VR.pdf

2 Tales como pasarelas de comercio electrónico, pagos por PSE, las páginas web de las entidades financieras, los códigos QR, los datáfonos y los monederos electrónicos.

3 Hogares con ingresos mensuales superiores a cuatro millones de pesos.

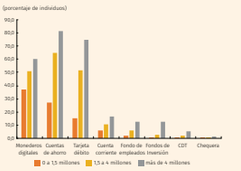
4 Hogares con ingresos mensuales por debajo de 1,5 millones de pesos.

Gráfico R4.3
Tenencia de productos o medios de pagos por área geográfica



Nota: La categoría de municipios intermedios, según el DNP, comprende aquellos con población entre 25.000 y 100.000 habitantes o aquellos que tienen una alta densidad poblacional (más de 10 hab/km2).
Fuente: Encuesta de demanda de inclusión financiera (BDO, 2022); cálculos del Banco de la República.

Gráfico R4.4
Tenencia de productos o medios de pagos por ingresos de los hogares



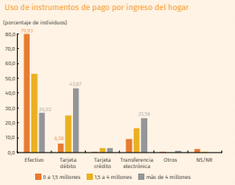
Fuente: Encuesta de demanda de inclusión financiera (BDO, 2022); cálculos del Banco de la República.

La mayor digitalización de la economía también se observa en la forma como los individuos reciben sus principales ingresos. De acuerdo con la encuesta, cerca del 53% de la población adulta en Colombia recibe sus ingresos mediante transferencias electrónicas (35% por medio de transferencias a cuentas bancarias y 18% por medio de transferencias a billeteras móviles y monederos digitales); mientras que el 35% de los individuos recibe sus ingresos en efectivo, el 10% a través de giros, el 0,2% mediante cheques y el 0,8% con otras opciones. En las ciudades prevalecen las transferencias electrónicas para recibir ingresos (60% frente 34% en zonas rurales) y en los hogares con ingresos altos se reciben principalmente por medio de transferencias a cuentas bancarias (64%). Por su parte, el efectivo como medio de recepción de ingresos predomina en las zonas rurales (42,5% frente a 31,1% en ciudades) y en hogares con ingresos bajos (43% frente a 12% en ingresos altos).

A pesar de la reciente digitalización, el efectivo continúa siendo el instrumento más utilizado por los colombianos para realizar sus pagos habituales; no obstante, le siguen instrumentos de pago electrónicos con una importante participación, como las tarjetas débito y las transferencias electrónicas. La preferencia por el efectivo se presenta en mayor medida en hogares con ingresos bajos y en las zonas rurales (79,9% y 83,1%, respectivamente), mientras que el uso de tarjetas débito y las transferencias electrónicas prevalece en los hogares de ingresos altos (Gráfico R4.5).

El mayor uso de medios digitales para realizar pagos se puede explicar, en parte, por la percepción que tienen los usuarios acerca de los bajos costos y la facilidad de su uso frente a otros instrumentos de pago electrónicos, especialmente las tarjetas. Según la encuesta, un alto porcentaje de individuos percibe que el efectivo, los monederos electrónicos y el internet son poco o nada costosos (74%, 66% y 50%, respectivamente); mientras que las tarjetas, especialmente las de crédito, son percibidas como altamente costosas. Al mismo tiempo, el 57% de los individuos encuestados perciben los monederos digitales como un instrumento muy fácil de usar para realizar pagos.

Gráfico R4.5
Uso de instrumentos de pago por ingreso del hogar



Fuente: Encuesta de demanda de inclusión financiera (BDO, 2022); cálculos del Banco de la República.

A partir de la encuesta se observa que el 54,4% de la población adulta en Colombia no ahorra. Por su parte, entre quienes ahorran, el 39,5% mantienen sus ahorros en efectivo, el 20,8% en bancos, cooperativas o fondos de empleados, el 17,7% en monederos electrónicos, el 3,3% lo hacen comprando bonos, acciones y divisas, y el 3,1% en criptoactivos. En particular, los individuos en hogares con ingresos altos prefieren ahorrar en el sistema financiero mientras que los de ingresos bajos dejan su dinero en casa. Así mismo, el ahorro en efectivo es la opción preferida por los jóvenes entre 18 y 25 años (49,6%), y entre 26 y 35 años (38,4%). Cabe señalar que el 1,3% de los individuos de ingresos bajos y el 5,9% de los de ingresos medios[5] prefieren invertir sus ahorros en criptoactivos, mientras que sus inversiones en acciones, bonos o divisas son significativamente menores (0,7% y 2,9%, respectivamente).

El uso creciente de los pagos electrónicos, y su importancia en el desarrollo del ecosistema de pagos, es un avance significativo para alcanzar los objetivos de eficiencia de la política pública de pagos. No obstante, se hace necesario continuar con los esfuerzos encaminados a cerrar las marcadas brechas existentes en el acceso y uso de pagos electrónicos, de productos transaccionales y de ahorro formales por parte de la población de menores ingresos, la menos educada y la que habita en zonas rurales.

5 Hogares con ingresos mensuales entre 1,5 y 4 millones de pesos.

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 para que algunos de los tramos definidos se puedan liquidar más rápidamente.

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

Riesgo crediticio: solamente se invierte en activos que cuenten con altas calificaciones crediticias, dado que estas inversiones tienen una baja probabilidad de incumplimiento en sus pagos. La calificación crediticia mínima para gobiernos y entidades relacionadas con gobiernos es A-. Con respecto a los emisores privados, la calificación mínima es A+ para exposiciones a emisores individuales, y BBB- (grado de inversión) cuando se invierte mediante fondos. Históricamente, el porcentaje de los emisores con estas calificaciones que ha experimentado incumplimientos de sus pagos en el año siguiente es cercano al 0%. Si la calificación de un emisor en el que se invierta directamente en el portafolio disminuye por debajo de la mínima permitida, se liquida la exposición en un plazo corto. Adicionalmente, se limitan las exposiciones máximas por sector y por emisor con el fin de acotar el impacto de eventos crediticios sobre el valor del portafolio.

Riesgo cambiario: el impacto del riesgo cambiario se mitiga con la cuenta patrimonial "ajuste de cambio" de que trata el numeral 4 del artículo 62 del Decreto 2520 de 1993 (Estatutos del Banco de la República). Esta cuenta aumenta en los años en los que las monedas de reserva se fortalecen frente al peso colombiano, y disminuye en los años en que se debilitan. Por tanto, las variaciones de las monedas no tienen impacto sobre el estado de resultado integral. El Banco de la República, así como la mayoría de los bancos centrales del mundo, tienen monedas diferentes al dólar estadounidense en su composición cambiaria con el fin de cubrir los pagos del país en el exterior, ya que estos se hacen en muchas monedas. Es importante tener en cuenta que las cotizaciones de las monedas son altamente volátiles y con frecuencia no tienen tendencias definidas en el largo plazo. Esto hace que sea muy difícil pronosticar confiablemente su comportamiento.

Riesgo de contraparte: para mitigar el riesgo de contraparte las operaciones se liquidan mediante mecanismos pago contra entrega, 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[3]. 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 2023 el valor del tramo de corto plazo era USD 29.913,7 m, de los cuales USD 1.227,1 m corresponden al capital de trabajo y USD 28.686,6 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[4]. 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[5]. A junio de 2023 el valor del tramo de mediano plazo ascendía a USD 22.981,2 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 2023 el valor de mercado del tramo del oro en las reservas ascendía a USD 286,1 m.

Los títulos valores del portafolio de inversión se encuentran depositados en entidades financieras conocidas como custodios[6]. Las entidades que prestan el servicio de custodia

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 ocho portafolios activos es administrado directamente por el Banco de la República y el resto por firmas externas. 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-.

para los títulos de las reservas internacionales son la Reserva Federal de Nueva York, Euroclear, J.P. Morgan Chase y State Street. Las inversiones en oro físico son custodiadas por el Banco de Inglaterra.

3. Índices de referencia

Para administrar el portafolio de inversión de las reservas, el Banco de la República define portafolios teóricos o índices de referencia[5] para los tramos de corto y mediano plazos. Se construyen índices diferentes para cada uno de estos tramos, con el fin de reflejar sus objetivos de inversión. Los índices sirven como marco de referencia para medir la gestión de cada uno de los portafolios. A continuación, se explica la forma en que 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 2023 la composición cambiaria del índice del tramo de corto plazo era 81 % dólares estadounidenses, 8 % dólares australianos, 7 % dólares canadienses y 4 % euros. 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 2023 los índices de referencia definidos para ambos tramos tienen un nivel moderado de riesgo de mercado, con una duración efectiva del índice del tramo de corto plazo de 2,19 y del tramo de mediano plazo de 2,89. El Gráfico A1.1 muestra los índices de referencia aprobados para los tramos de corto y mediano plazos[9].

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.

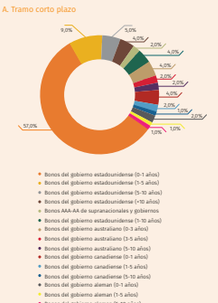
7 La descripción detallada de la metodología para la construcción del índice de referencia se encuentra en los recuadros "Explicación técnica de la metodología de construcción del índice de referencia" y "Restricciones de riesgo de mercado en el proceso de optimización" en los *Informes de Administración 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 de los índices de referencia de los tramos de corto y mediano plazo
(información al 30 de junio de 2023)

A. Tramo corto plazo



B. Tramo mediano plazo



Fuente: Banco de la República.

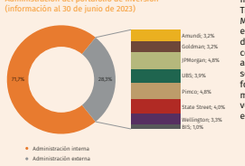
4. Programa de administración externa

El Banco de la República gestiona directamente el tramo de corto plazo, una porción del tramo de mediano plazo y el tramo del oro. El resto de los recursos del tramo de mediano plazo es gestionado por administradores externos de portafolios. Al finalizar junio de 2023 la porción del portafolio de inversión administrada internamente corresponde a USD 38.152,0 m (71,74 % del portafolio de inversión), mientras que el programa de administración externa ascendía a USD 15.029,0 m (28,26 % 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: Amundi Asset Management, Goldman Sachs Asset

Gráfico A1.2
Administración del portafolio de inversión
(información al 30 de junio de 2023)



Fuente: Banco de la República.

Management, L.P., J.P. Morgan Asset Management (UK) Limited, Pacific Investment Management Company LLC, State Street Global Advisors Trust Company, UBS Asset Management (Americas) Inc., Wellington Management Company LLP (Gráfico A1.2). Los recursos que manejan estas entidades se encuentran en las cuentas de custodia del Banco de la República y los contratos de los administradores se pueden cancelar cuando se considere necesario. Las inversiones en los fondos administrados por el Banco de Pagos Internacionales (BPI) también se consideran parte del programa de administración externa. A estos fondos solamente tienen acceso los bancos centrales y entidades multilaterales, y tienen como propósito hacer inversiones en activos apropiados para las reservas internacionales mundiales, en un esfuerzo cooperativo entre diferentes países[10].

10 En la actualidad se invierte en un fondo de títulos emitidos por el gobierno de China (USD 279,34 m) y un fondo de títulos emitidos por corporaciones no financieras (USD 266,96 m).