

Introducción

En un entorno de mayores restricciones al comercio mundial y de deterioro de la confianza global, el crecimiento económico para el primer trimestre del año de varias economías emergentes, incluida Colombia, resultó menor que el estimado, y los pronósticos para todo 2019 se redujeron. En los primeros tres meses del año la economía colombiana se desaceleró y creció menos que lo previsto, hecho explicado, principalmente, por un consumo público más débil que el estimado y una caída no anticipada en el rubro de inversión de vivienda.

Para el tercer trimestre y lo que resta del año se espera que los anteriores ítems registren un mejor desempeño; que el consumo privado mantenga su buena dinámica; que la inversión se acelere, y que las exportaciones netas resten al crecimiento. Según los pronósticos del equipo técnico, en 2019 la economía crecería alrededor del 3,0% (en lugar del 3,5% estimado un trimestre atrás). La mayor dinámica de la demanda interna frente al producto se vería reflejada en un déficit más amplio de la cuenta corriente.

En materia de precios, en el primer semestre de 2019 la inflación estuvo cerca a la meta del 3%, pero con una tendencia creciente debido a algunos choques de oferta que la afectaron. Entre ellos se destaca la presencia de un fenómeno de El Niño de intensidad moderada, que incrementó los precios de los alimentos, y los mayores ajustes en los precios de los licores debido al aumento del impuesto *ad valorem*. El promedio de las medidas de inflación básica se mantuvo por debajo del 3%. Se espera que el mayor impacto de los anteriores choques sobre los precios se registre hasta el tercer trimestre de 2019, y que a finales de año la inflación retorne con su convergencia al 3%.

El anterior contexto macroeconómico, de excesos de capacidad instalada de la economía, junto con una inflación que se alejaría de forma transitoria de la meta del 3%, ha permitido mantener una postura de la política monetaria en terreno levemente expansivo. Esta se ha reflejado en unas tasas de interés de los créditos que, en términos reales, se mantiene por debajo de sus promedios históricos.

El presente *Informe al Congreso* expone la visión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) sobre la coyuntura económica actual y sus perspectivas en el corto y mediano plazos. Igualmente, informa sobre la gestión de las reservas internacionales y la situación financiera del Banco de la República. El último capítulo analiza los medios de pago en la economía colombiana.

Contexto externo

El análisis del contexto internacional que se presenta en el primer capítulo del Informe es uno de los elementos fundamentales para evaluar las perspectivas de la economía colombiana. Lo primero a destacar es el reciente consenso de los diversos organismos multilaterales sobre una visión más conservadora del desempeño de la economía global durante el presente año. Así, el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y las Naciones Unidas pronostican que la economía mundial se expandiría entre 2,6% y 2,7% en 2019 (medido a precios de mercado). Esto significa 30 puntos básicos (pb) por debajo de lo que contemplaban inicialmente. Estas menores perspectivas obedecen a la incertidumbre que han generado las políticas proteccionistas de los Estados Unidos hacia China y otros países, lo cual ya empieza a afectar los volúmenes de comercio mundial. Igualmente, el elevado apalancamiento de la economía china, las tensiones geopolíticas y el futuro del *brexit* han aumentado los riesgos sobre la economía mundial, produciendo volatilidad en los mercados financieros.

El desempeño de las economías emergentes se verá afectado por la desaceleración del crecimiento de las economías avanzadas mediante el debilitamiento de la demanda externa y de los menores precios de los bienes básicos exportados por estas economías. En este contexto, las perspectivas de crecimiento para Latinoamérica y el Caribe también han disminuido. Por ejemplo, el FMI, en su más reciente actualización (julio de 2019) del documento sobre *Perspectivas de la Economía Mundial*, pronostica un crecimiento de 0,6% para esta región en 2019, mientras que hace un año estimaba una expansión de 2,8% (incluyendo Venezuela).

Sobre esta base, el equipo técnico del Banco de la República redujo el pronóstico de crecimiento de los socios comerciales de Colombia en 2019 de 2,2% a 1,8%, lo que significa una expansión inferior al 2,4% que alcanzaron los socios comerciales del país en

2018. La menor demanda externa para las exportaciones colombianas podría afectar los términos de intercambio del país. En particular, un menor crecimiento mundial podría debilitar la demanda de petróleo y reducir su precio. Así se deduce de la información del mercado de futuros que sugiere menores niveles de precios del crudo en los próximos trimestres. No obstante, la incertidumbre sobre esas previsiones es alta, y se espera que la continuidad del acuerdo de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de mantener las cuotas de producción, compense parcialmente el efecto sobre los precios del petróleo que pueda tener el debilitamiento de la economía mundial.

Las perspectivas de desaceleración de la actividad económica mundial han llevado a los bancos centrales de las economías avanzadas a señalar una pausa en su proceso de normalización monetaria, e incluso recientemente a manifestar la posibilidad de emprender una política monetaria aún más expansiva. En el caso de los Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed) ha mantenido inalterada su tasa de interés desde su aumento en diciembre, y en marzo afirmó que el proceso de reducción de activos en su hoja de balance finalizaría en septiembre. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) ha anunciado que no anticipa aumentos en su tasa de interés de intervención en lo que resta de 2019 y el Banco de Japón afirmó que mantendrá las tasas de interés inalteradas al menos hasta mediados de 2020. Estos mensajes han influenciado las expectativas de los agentes sobre la postura de la política monetaria de los países desarrollados. En los Estados Unidos, por ejemplo, los inversionistas anticipan reducciones en la tasa de intervención de la Fed en lo que resta de este año. La posibilidad de un relajamiento de las condiciones financieras internacionales se ha reflejado en una disminución de las tasas de interés de largo plazo de los bonos soberanos de las principales economías avanzadas. Si bien una parte de esa reducción responde a las expectativas de una política monetaria más holgada, otra parte puede estar vinculada

a la búsqueda de activos refugio por parte de inversionistas internacionales ante la incertidumbre sobre el crecimiento global.

Las expectativas de menores tasas de interés en las economías avanzadas podrían incentivar mayores flujos de portafolio hacia economías emergentes y transmitirse parcialmente a sus mercados financieros. Este efecto podría ser atenuado por una mayor demanda de títulos soberanos de los Estados Unidos, dada la incertidumbre internacional, lo que podría ocasionar una apreciación mundial del dólar, con consecuencias sobre las tasas de cambio de economías emergentes, como ya ha venido ocurriendo en los últimos meses.

Si bien cabe esperar que las condiciones financieras más favorables contribuyan a mejorar el desempeño de la economía mundial y así ofrezcan un estímulo a las economías emergentes, los riesgos sobre el crecimiento mundial y la posibilidad de una guerra comercial podrían crear volatilidad en los mercados financieros y aumentar la aversión internacional al riesgo. Esta situación atenuaría el efecto de la pausa en el proceso de normalización monetaria que los bancos centrales de las economías desarrolladas han anunciado.

Actividad económica

El desempeño de la actividad económica en Colombia durante el primer trimestre de 2019 fue afectado por un fuerte choque a la construcción, que se contrajo a una tasa de 4,5% anual, lo cual restó dinamismo al producto interno bruto (PIB), cuyo crecimiento anual, según cifras ajustadas por estacionalidad y por efectos calendario, fue del 2,3%. Este último registro fue inferior al que se obtuvo en el último trimestre de 2018 (2,7%), y se ubicó por debajo del pronóstico del equipo técnico del Banco de la República. La caída de la construcción contrastó con la tendencia positiva que mostró esta actividad en los dos últimos trimestres del año pasado, cuando alcanzó crecimientos anuales de 4,3% y 2,5%, respectivamente. Este retroceso obedeció a la con-

tracción de la construcción de edificaciones (-8,8%), que no logró ser compensada por el incremento de las obras civiles (4,7%) durante este período.

A excepción de la construcción, todas las demás ramas de actividad registraron crecimientos, que alcanzaron en promedio una expansión de 2,8% anual en el primer trimestre, lo que muestra el carácter relativamente aislado del choque. Entre las más dinámicas sobresalió el crecimiento de las actividades financieras y de seguros (5,5%) y de explotación de minas y canteras (4,9%). Esta última interrumpió su caída de 2018 (-0,2%), gracias al aumento en la producción de petróleo y a la menor contracción de la de carbón. Las ramas de comercio, transporte y alojamiento (4,2%), y administración pública y defensa, educación y salud (4,0%) hicieron la mayor contribución al crecimiento de la economía en este período. La agricultura y la industria manufacturera mostraron desaceleraciones frente a sus resultados de 2018.

El análisis del PIB desde el punto de vista del gasto confirma el carácter localizado del choque a la actividad económica en estos primeros meses del año. En efecto, el consumo total, liderado por el gasto de los hogares, se expandió en el primer trimestre a una tasa anual de 4,2%, superior a la registrada en 2018 (4,0%). Sin embargo, el dinamismo del consumo total fue afectado por la desaceleración del consumo final del Gobierno, el cual creció a una tasa de 2,6% anual frente al 5,6% de 2018, como reflejo de un menor nivel de ejecución del gasto público nacional y local. Por su parte, la formación bruta de capital pasó de crecer 3,5% en 2018 a solo 0,7% anual en el primer trimestre de 2019, debido a la caída de 7,9% de la inversión en vivienda, que fue parcialmente compensada por el buen crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo (9,8%). La combinación de estos eventos llevó a una desaceleración de la demanda interna que según datos desestacionalizados registró un crecimiento de 2,7% en el primer trimestre, por debajo del 4,1% observado hacia finales del año pasado y del 3,9% del agre-

gado de 2018. Finalmente, las exportaciones netas restaron dinamismo al PIB, debido a que el crecimiento de las exportaciones totales fue más lento que el de las importaciones (1,1% vs. 13,9%).

Algunos análisis recientes coinciden en señalar que la contracción de la construcción de edificaciones fue motivada por el escaso dinamismo de las ventas de vivienda nueva para los segmentos distintos de la vivienda de interés social (VIS) y de interés prioritario (VIP)¹. Debido a ello, el promedio de meses de espera para la venta de una unidad de vivienda nueva se incrementó, lo que incidió en una acumulación de inventarios en los estratos de vivienda media y alta, lo cual desestimuló el lanzamiento de nuevos proyectos. En tanto se normalicen los inventarios, no se prevé una reactivación importante de este segmento de la construcción en lo que resta del año. Por el momento el estímulo a la recuperación de esta actividad provendría de la vivienda VIS y VIP gracias a los mayores recursos y programas que adelanta el Gobierno Nacional. Para 2020 se espera que finalice el ciclo bajista de la construcción de vivienda.

No obstante, otros rubros de la formación bruta de capital podrían contribuir a mejorar el desempeño de la inversión. Al respecto, la inversión en maquinaria y equipo mantendría el dinamismo que mostró en el primer trimestre. La inversión en obras civiles repuntaría con el avance de los proyectos viales de cuarta generación (4G). A esto se agregarían proyectos de iniciativa regional y local, parcialmente financiados con recursos provenientes del presupuesto bienal de regalías, que en el contexto del ciclo electoral se ejecutarían con mayor celeridad en lo que resta del año. Finalmente, tras la plena reglamentación de la Ley de Financiamiento, cabría esperar que se

profundice la buena dinámica de la inversión en bienes de capital observada durante el primer trimestre.

Adicionalmente, cabe esperar que el consumo privado mantenga un buen ritmo de expansión impulsado por la mayor capacidad de compra soportada por el mayor flujo de remesas del exterior, en un contexto de amplia disponibilidad de crédito a tasas de interés relativamente bajas y una inflación cercana a la meta. Así lo sugieren los indicadores recientes de ventas al por menor y de ventas de vehículos. No obstante, los incrementos recientes de la tasa de desempleo podrían eventualmente limitar el dinamismo del consumo privado. Por otra parte, la desaceleración del consumo público observada en el primer trimestre podría revertirse en la segunda mitad del año, como resultado de la mayor ejecución de recursos del Gobierno Central en el contexto de las metas fijadas en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo* (MFMP)², y del avance o terminación de programas a cargo de las autoridades regionales y locales, como suele ocurrir al finalizar sus períodos de mandato.

El carácter aislado del choque que afectó el ritmo de actividad económica, y la eventual reversión del mismo, especialmente en el caso del consumo público y más lentamente en la construcción de vivienda, permiten esperar que en el segundo trimestre, y sobre todo en la segunda mitad del año, la economía colombiana gane dinamismo en un contexto de unas tasas de interés de política que continuarían en terreno expansivo y de una oferta de crédito amplia, factores que continuarían impulsando la demanda interna. Además, se prevé que los efectos positivos de la Ley de Financiamiento, sumados a un buen comportamiento de las obras civiles, propicien una aceleración del ritmo de crecimiento de la inversión.

¹ Banco de la República, informe especial de estabilidad financiera: “Análisis de la cartera y del mercado de vivienda en Colombia”, primer semestre de 2019; ANIF, “Desempeño reciente del sector de la construcción y mercado de vivienda nueva”, Reporte Anif Sector Construcción, núm. 206, junio de 2019; Corficolombiana, “Informe sectorial. Edificaciones: luz al final del túnel”, 23 de mayo de 2019.

² Cabe señalar que el Plan Financiero para 2019 contempla un incremento del gasto total de 18,4% a 19,0% del PIB, lo cual es consistente con la meta del déficit de 2,4% del PIB, gracias al aumento previsto de los ingresos totales del 15,3% al 16,6% del PIB entre 2018 y 2019.

Perspectivas de crecimiento

Dado el contexto interno y externo descrito, el equipo técnico del Banco de la República revisó los escenarios de pronóstico para el crecimiento de la economía colombiana en 2019. Dicho ejercicio incorporó el desfase entre el crecimiento observado del PIB durante el primer trimestre del año frente a su pronóstico para dicho período; evaluó las características específicas del choque; examinó los indicadores líderes disponibles, e incorporó el escenario de la economía mundial según lo reseñado en los párrafos anteriores. El resultado fue una reducción del pronóstico de crecimiento del PIB para 2019 desde 3,5% a 3,0%; esta proyección contempla una aceleración de la actividad económica durante el segundo semestre de 2019. La revisión de la proyección tuvo en cuenta, entre otros factores, las expectativas de un fortalecimiento de la demanda interna estimulada por una oferta de crédito amplia a tasas de interés bajas, en el marco del estímulo provisto por la política monetaria y fiscal.

Inflación y política monetaria

En el transcurso del primer semestre la inflación al consumidor presentó una tendencia ligeramente ascendente, que a finales de junio la llevó a ubicarse en 3,43%, frente al 3,18% de diciembre pasado. Este incremento se explica, principalmente, por las alzas en los precios de los alimentos y en algunos servicios regulados, que se espera que tengan un carácter transitorio. En cuanto a la inflación básica, que descuenta en parte los choques transitorios, se redujo desde comienzos de año a niveles ligeramente inferiores a la meta y allí se mantuvo a lo largo del semestre. Así lo muestra el promedio de los cuatro indicadores³ monitoreados por el Banco de la República, el

cual se situó en junio en 2,96%, cayendo desde el 3,03% de finales del año pasado.

La inflación de alimentos, que fue la subcanasta que más contribuyó al incremento de la inflación total en este período, pasó de 2,43% en diciembre a 4,46% en junio. Además del ciclo agrícola usual, la presión alcista sobre los precios de los alimentos provino del fenómeno de El Niño, a pesar de su intensidad moderada. En particular, varios alimentos perecederos y las carnes fueron afectados, con especial fuerza en la región Caribe. La adopción del impuesto plurifásico sobre las bebidas gaseosas aprobado en la Ley de Financiamiento se sumó a esta presión.

Por su parte, la inflación de regulados se redujo en algo más de un punto porcentual, al pasar de un 6,37% en diciembre al 5,33% a finales de junio. No obstante, este registro aún se mantiene en niveles altos comparado con otras subcanastas. Dentro de este grupo, los mayores ajustes han corrido por cuenta de los servicios públicos, en particular acueducto y alcantarillado, así como energía y gas.

El moderado aumento de la inflación durante la primera mitad del año, a pesar de las presiones de oferta señaladas, se explica por la existencia de factores fundamentales que contribuyeron a contener los incrementos de precios. En efecto, debido a un crecimiento económico inferior a su potencial, la economía continúa operando con excesos de capacidad productiva, lo cual reprime presiones sobre los precios asociadas con el crecimiento del gasto. Esta misma circunstancia ha contribuido a mantener las expectativas de inflación cerca de la meta y a evitar la transmisión de la depreciación del peso a los precios. Esto ha permitido que la inflación básica se haya mantenido estable en torno a la meta del 3,0%, y que la inflación de la subcanasta de no transables haya continuado descendiendo hasta situarse en 3,36% en junio. Finalmente, en el contexto de un mercado de trabajo holgado, no ha habido evidencia de presiones inflacionarias originadas en aumentos de los costos salariales.

En lo que resta del año los factores anteriores continuarán contribuyendo a moderar

³ Los indicadores de inflación básica son: inflación sin alimentos; el indicador núcleo 20; el IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos, y la inflación sin alimentos ni regulados.

las presiones inflacionarias provenientes de los choques en los precios de los alimentos y los regulados. Adicionalmente, a medida que estos últimos vayan perdiendo fuerza, deberá observarse una convergencia de la inflación hacia la meta del 3,0% en 2020. No obstante, subsisten riesgos asociados con una devaluación no prevista que pudiera presionar los precios de los bienes transables, o con la prolongación inesperada de los cierres viales que continúen afectando los precios de los alimentos en Bogotá y otras regiones del país.

En el contexto de una inflación relativamente estable y cercana a la meta, afectada solo por choques moderados y transitorios, durante el primer semestre de 2019 la JDBR mantuvo su tasa de política en el nivel de 4,25%, donde ha permanecido desde abril de 2018. Este es un nivel ligeramente expansivo que ha venido ofreciendo un estímulo prolongado a la economía. Así se observa en el comportamiento de las tasas activas y pasivas en lo corrido de este año, las cuales, a pesar de fluctuaciones normales por motivos estacionales, han permanecido en niveles bajos que estimulan la demanda de crédito, tal como se describe en el informe.

Es el caso, por ejemplo, del crecimiento de la cartera total de los establecimientos de crédito (7,1% anual a final de junio), donde parece estarse consolidando la tendencia a la recuperación iniciada en el último trimestre de 2018. Por modalidad, la mejora se debe en su mayoría al comportamiento de la cartera de consumo, que durante lo corrido del año se ha acelerado de forma sostenida y a finales de junio crecía a 11,8% anual. Al mismo tiempo, la cartera hipotecaria sigue mostrando variaciones anuales superiores al 10%. Lo anterior sugiere que la demanda de crédito por parte de los hogares se ha fortalecido en comparación con lo registrado en años anteriores. Por su parte, la cartera comercial registraba a junio un crecimiento del 3,9% anual, acompañada de una relativa estabilidad en sus tasas de interés.

Empleo

En el contexto de un crecimiento económico por debajo de su potencial, y una brecha de producto que permanece en terreno negativo, durante el primer semestre de 2019 la tasa de desempleo (TD) continuó mostrando una tendencia creciente tanto nacional, como en los dominios urbano y rural, debido a una demanda laboral que siguió deteriorándose. Según la información más reciente del DANE, para el total nacional la TD pasó de 10,2% en el trimestre móvil terminado en diciembre a 10,5% en el trimestre móvil terminado en mayo. De forma similar, en las trece áreas metropolitanas, el cambio registrado fue de 11,3% a 11,5% y en las zonas rurales de 5,5% a 6,6%. Para el total nacional el aumento de la tasa de desempleo obedeció a que entre enero y mayo los ocupados tuvieron en promedio una variación anual de -0,7%, mientras que la población en edad de trabajar (PET) se expandió a un ritmo de 1,3%. Como resultado, la tasa de ocupación (TO) se redujo. El incremento de la tasa de desempleo hubiera sido mayor de no haber sido porque la tasa global de participación (TGP) también se redujo⁴.

Por ramas de actividad, las mayores pérdidas de empleo se han producido en el sector agrícola, que representa cerca del 15% del total de ocupados del país y genera el 60% del empleo en el área rural. Este fenómeno fue originado principalmente por caídas de empleo en las subramas de cultivos transitorios y en las de cereales (sobre todo arroz) y oleaginosas, frutas y nueces. En el ámbito urbano las actividades inmobiliarias y de servicios para las empresas fueron las que más restaron al número de ocupados, especialmente por la subrama de actividades inmobiliarias. En

⁴ Las relaciones descritas se comprenden mejor a partir de las siguientes fórmulas:

$$TD = 1 - [Tasa\ de\ ocupación\ (TO)/tasa\ global\ de\ participación\ (TGP)]$$

$$TO = Ocupados/población\ en\ edad\ de\ trabajar\ (PET)$$

$$TGP = Población\ económicamente\ activa/población\ en\ edad\ de\ trabajar\ (PET)$$

contraste, la construcción y los servicios comunales, sociales y personales fueron las ramas de mejores registros.

Con respecto a variaciones en la calidad del empleo, las cifras a mayo para el total nacional muestran que la disminución de la ocupación es resultado de una reducción del empleo no asalariado (-5,2%) que supera la expansión del empleo asalariado (3,4%). Este comportamiento se replica en las trece áreas, para las cuales en el semestre móvil terminado en mayo el empleo asalariado tuvo una expansión anual de 0,5% y el no asalariado de -1,0%. La ligera expansión del empleo asalariado en las ciudades se debe, sobre todo, al crecimiento de la mano de obra calificada, puesto que la no calificada se contrae. Finalmente, la tasa de informalidad presenta reducciones leves en el total nacional, lo que sugiere una lenta recomposición del empleo en favor de uno de mayor calidad.

Balance externo

Como se anotó, los resultados del PIB para el primer trimestre de 2019 mostraron que la demanda externa neta (exportaciones – importaciones) restó al crecimiento de la economía, consistente con el hecho de que la demanda interna creció 2,7%, pero el PIB solo lo hizo al 2,3% (según cifras desestacionalizadas). Es importante entender este fenómeno, que ya había ocurrido en 2018 y seguirá repitiéndose hacia adelante. Una forma de hacerlo es con las cifras de la balanza de pagos, y en particular del balance en la cuenta corriente, cuyo seguimiento trimestral hace el Banco de la República. Desde luego, no son cifras directamente comparables, pues la balanza de pagos se calcula en dólares y las cuentas nacionales en pesos, y entre las dos no solo media la tasa de cambio sino además una serie de deflatores que convierten los valores nominales del PIB en magnitudes reales. Aun así, el análisis de la balanza de pagos ofrece una completa explicación de las transacciones del país con

el resto del mundo, lo que termina por afectar el crecimiento económico.

En el primer trimestre de 2019 el déficit en la cuenta corriente como proporción del PIB fue del 4,6%, superior al 3,5% observado en igual período del año anterior. La ampliación del déficit corriente se explicó principalmente por el deterioro de la balanza comercial, debido a que las importaciones de bienes crecieron a una tasa anual de 9,9%, mientras que el valor de las exportaciones solo creció 0,4% anual. La mayor demanda de bienes importados refleja hasta cierto punto la dinámica subyacente de la economía, en actividades distintas a la construcción, como se anotó atrás. Por su parte, el bajo dinamismo de las ventas externas se enmarca en un contexto de menores precios de exportación y de una desaceleración en el ritmo de crecimiento de los principales socios comerciales.

El financiamiento de este déficit corriente se originó principalmente en los flujos de inversión directa y en la liquidación de activos externos. El monto de la inversión extranjera directa (IED) ascendió a USD 3.335 m, superior en 17,5% al promedio de los últimos cuatro trimestres (USD 2.838 m) y al observado un año atrás (USD 1.840 m). El país recibió recursos adicionales por concepto de liquidaciones de activos externos por USD 2.682 m (tanto depósitos como inversiones de cartera), originados en un 60% por empresas del sector privado y el restante 40% por parte del sector público.

Para 2019 se prevé que el déficit en la cuenta corriente se ubicaría alrededor del 4,4% del PIB, lo que significaría una ampliación frente al déficit de 3,9% observado en 2018. Este pronóstico toma en cuenta el bajo crecimiento esperado de la demanda mundial, que se reflejaría en un balance comercial más deficitario para el país. Lo anterior sería el resultado de unas importaciones que mantendrían su senda positiva de crecimiento a medida que la demanda interna se fortalezca, combinado con un lento crecimiento de las exportaciones, afectadas por sus bajos precios y el magro desempeño de nuestros socios comerciales.

Tasa de cambio

Si se entiende la tasa de cambio nominal como el precio de un activo (dólares) en términos de otro (pesos), no debe extrañar la frecuente volatilidad de esta variable, al estar expuesta a perturbaciones internas y externas que cambian las expectativas de los inversionistas sobre dicho precio, y con ello sus decisiones con respecto a la participación de cada moneda en su portafolio. Más allá de eso, la tasa de cambio también depende de la percepción de riesgo de los agentes económicos, la cual es afectada por la sostenibilidad de la deuda, el balance externo, la viabilidad fiscal, las expectativas de inflación, los precios internacionales de los productos básicos, y demás variables macroeconómicas relevantes. De allí que sea tan difícil predecir el curso de esta variable.

La evolución de la tasa de cambio nominal en Colombia en la primera mitad del año es un claro ejemplo de ese comportamiento volátil. Luego de haber exhibido una tendencia al alza durante los últimos meses de 2018, la tasa de cambio del peso con respecto al dólar se revaluó en el primer trimestre de 2019 por el incremento del precio del petróleo y los anuncios de la Fed que sugerían una política monetaria menos contractiva. Este comportamiento se revirtió durante abril y mayo, período en el cual el peso se depreció influenciado por el fortalecimiento del dólar, aunque fue mayor que en los países de la región. En junio esta depreciación se revirtió en medio de un escenario más favorable en economías emergentes y ante señales de una mayor liquidez en los Estados Unidos. Las fluctuaciones de la tasa de cambio nominal en un régimen de tipo de cambio flexible como el colombiano no deben despertar mayor preocupación, máxime cuando el porcentaje de descalce de las empresas colombianas es muy bajo, según lo ha documentado el equipo técnico⁵. Como

⁵ Se entiende por descalce la diferencia entre activos y pasivos en dólares para un agente económico, concepto que se extiende a la capacidad de generar ingresos en dólares que permitan cubrir obligaciones en esa moneda.

la literatura económica repetidamente lo ha demostrado, los ajustes de la tasa de cambio contribuyen a amortiguar los efectos de las perturbaciones externas, favoreciendo la estabilidad macroeconómica.

Reservas internacionales

El Informe presenta diversos indicadores de reservas internacionales que buscan medir su capacidad de respuesta ante choques externos o ataques especulativos. Para ello se calcula el cociente entre el monto de reservas y diversos agregados, tales como las amortizaciones de la deuda externa, el servicio de la deuda, el déficit en cuenta corriente, el M3 y el PIB. Al producir medidas estándares, dichos indicadores son también útiles para hacer comparaciones internacionales. En general, los resultados de este ejercicio muestran que el monto de reservas internacionales con el que actualmente cuenta el país es suficiente para cumplir con las amortizaciones de la deuda externa, financiar el déficit de la cuenta corriente y continuar importando por espacio de 9,5 meses en el evento extremo de un cierre total de los mercados externos. Por otra parte, la comparación de estos indicadores con los de otros países de la región, como Brasil, Chile, México y Perú, muestra que Colombia siempre se encuentra en un punto intermedio. La adecuada liquidez internacional con que cuenta el país contribuye a aumentar la confianza de los mercados, lo que se refleja en menores primas de riesgo.

El monto de reservas internacionales netas de alrededor de USD 52 mil millones se complementa con una línea de financiamiento contingente con el FMI (línea de crédito flexible: LCF) que se renovó el 25 de mayo de 2018 y fue reafirmada el 20 de mayo de 2019, por un monto aproximado de USD 11.400 millones a un plazo de dos años. Teniendo en cuenta el carácter temporal de la LCF, en su sesión de septiembre de 2018 la JDBR decidió iniciar un programa de acumulación gradual de reservas internacionales mediante el mecanismo de

subasta de opciones *put*. Este programa se extendió hasta el pasado 31 de mayo, cuando la JDDBR decidió suspenderlo con el fin de evaluar su incidencia en el comportamiento del mercado cambiario. Con ese programa se acumularon USD 1.878 millones. Buscando reforzar la acumulación de reservas, y teniendo en cuenta que el Gobierno Nacional planeaba realizar algunas

monetizaciones de dólares en su programación financiera de 2019, el Banco de la República le compró USD 1.000 millones a la Dirección Nacional de Crédito Público y Tesoro Nacional el 1 de febrero de 2019 a la tasa representativa del mercado vigente de ese día. Así, en total se acumularon reservas por USD 2.878,4 millones desde septiembre de 2018.

Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República

1. Contexto internacional

En los últimos meses la dinámica de los mercados internacionales ha estado marcada por una mayor preocupación en torno al crecimiento de la economía global y la respuesta de los bancos centrales de las economías avanzadas. En el presente y siguiente año, la demanda externa relevante para Colombia será algo más débil que lo previsto.

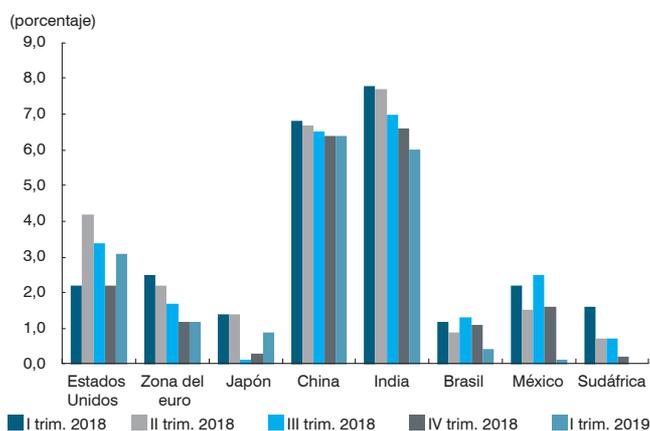
La desaceleración en el crecimiento económico mundial, así como las revisiones a la baja de sus pronósticos, estarían respondiendo principalmente a la incertidumbre sobre el futuro de las reglas en el comercio internacional, que a su vez puede estar perjudicando los niveles de inversión.

Las cifras de crecimiento económico del primer trimestre de 2019 sugieren una desaceleración en la mayoría de las regiones del mundo. Por ejemplo, para las economías del G20, el crecimiento del PIB en el primer trimestre en comparación con el mismo período del año anterior fue de 3,3%, mientras que el crecimiento observado en 2018 fue de 3,6%¹. Al examinar algunas regiones particulares la tendencia es similar. En la zona del euro, el crecimiento anual del PIB en el primer trimestre fue de 1,2% a precios de mercado, mientras que la cifra observada un año atrás fue de 2,5%. En China, la cifra del segundo trimestre fue de 6,2%, en tanto que doce meses antes fue de 6,7% (Gráfico 1.1).

Dadas las menores cifras de crecimiento, las expectativas para este año se moderaron y diversos organismos internacionales han anunciado pronósticos más conservadores. Desde la pasada publicación de este Informe el Fondo Monetario Internacional (FMI) redujo sus pronósticos de crecimiento global en 30 puntos básicos (pb), su estimación para este año (2,7%) es 60 pb más baja en comparación con su pronóstico un año atrás y el crecimiento observado para 2018 estuvo por debajo de sus estimaciones (Gráfico 1.2). El Banco Mundial también redujo sus perspectivas para 2019, de 2,9% a 2,6%, mientras que el pronóstico de la Organización de Naciones Unidas

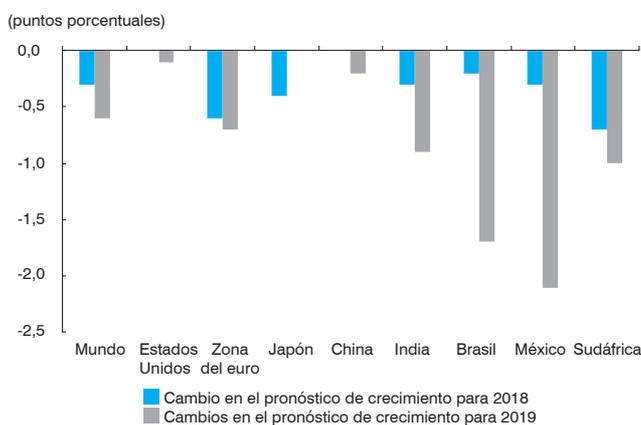
¹ Expresado en paridad de poder adquisitivo – PPA.

Gráfico 1.1
Crecimiento anual del PIB



Fuentes: Fondo Monetario Internacional y bancos centrales.

Gráfico 1.2
Cambio en los pronósticos de crecimiento del FMI^{a/}



a/ Los cambios en el pronóstico para 2018 corresponden al crecimiento observado ese año, menos los pronósticos publicados en el Reporte de Perspectivas Económicas Mundiales (WEO) del FMI de abril de ese año. Los cambios en el pronóstico para 2019 corresponden a los pronósticos del WEO de abril del 2019 menos las perspectivas de crecimiento para 2019 publicadas en el WEO de abril de 2018. Un valor negativo en las barras significa que los pronósticos han sido ajustados a la baja.

Fuente: FMI; cálculos del Banco de la República.

(ONU) pasó de 3% a 2,7%, y el de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) bajó 30 pb entre noviembre y mayo: actualmente ese organismo espera un crecimiento de 3,3% para 2019.

Una materialización de estos pronósticos implicaría una desaceleración en 2019 en

comparación con el crecimiento observado en 2018 (Cuadro 1.1).

La desaceleración en el crecimiento económico, así como las revisiones a la baja de sus pronósticos, estarían respondiendo principalmente a la incertidumbre sobre el futuro de las reglas en el comercio internacional, que a su vez puede estar perjudicando los niveles de inversión.

Como consecuencia de las menores perspectivas para la actividad económica mundial por los factores mencionados, los pronósticos de crecimiento para América Latina y el Caribe también han disminuido. El FMI pronostica un crecimiento de 0,6% para esta región en 2019, mientras que hace un año preveía una cifra de 2,8% (incluyendo Venezuela). De acuerdo con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), los procesos de consolidación fiscal en varias economías de la región podrían ser una de las causas de un menor crecimiento. Además, el ajuste de la economía argentina y la incertidumbre que persiste sobre las políticas de los nuevos gobiernos en Brasil y México también estarían afectando las perspectivas regionales. Por último, el futuro de las relaciones con los Estados Unidos es una fuente de vulnerabilidades para la región, particularmente para aquellas economías que tienen mayores relaciones comerciales con ese país, como la mexicana.

En esta coyuntura, los bancos centrales de las economías avanzadas han señalado una pausa en su proceso de normalización monetaria y los mercados anticipan que esto estimule un relajamiento de las condiciones financieras internacionales durante los próximos trimestres, lo cual generaría las condiciones para que la liquidez internacional se incremente frente a lo observado en 2018².

² Una forma de calcular la liquidez internacional es mediante la evolución del crecimiento de los créditos bancarios transnacionales, reportada por el Banco de Pagos Internacionales (BPI). Al cierre de 2018, el nivel de crecimiento de estos créditos sugiere que, si bien la liquidez global sigue siendo alta, su ritmo de expansión se venía reduciendo. En particular, el crédito transnacional al sector privado no financiero creció un 2,6% anual al cierre de 2018, nivel inferior al promedio de los últimos cinco años (3,9%). Se espera que la liquidez internacional se incremente en 2019 frente a la de 2018.

Cuadro 1.1
Tasas de crecimiento de las regiones según el Banco Mundial (BM), el Fondo Monetario Internacional (FMI)
y la Organización de las Naciones Unidas (ONU)
(porcentaje)

	Banco Mundial						FMI						ONU					
	PPA ^{a/}			Precios de mercado			PPA ^{a/}			Precios de mercado			PPA ^{a/}			Precios de mercado		
	2018	2019 ^{b/}	2020 ^{b/}	2018	2019 ^{b/}	2020 ^{b/}	2018	2019 ^{b/}	2020 ^{b/}	2018	2019 ^{b/}	2020 ^{b/}	2018	2019 ^{b/}	2020 ^{b/}	2018	2019 ^{b/}	2020 ^{b/}
Mundo	3,7	3,3	3,5	3,0	2,6	2,7	3,6	3,2	3,5	3,1	2,7	2,9	3,6	3,3	3,6	3,0	2,7	2,9
Economías avanzadas				2,1	1,7	1,5	2,2	1,9	1,7							2,9	2,3	2,1
Zona del euro				1,8	1,2	1,4	1,8	1,3	1,6							1,8	1,4	1,6
Economías emergentes				4,3	4,0	4,6	4,5	4,1	4,7							4,3	4,1	4,5
Latinoamérica y el Caribe				1,6	1,7	2,5	1,0	0,6	2,3							0,9	1,1	2,0

a/ Paridad de poder adquisitivo.

b/ Estimado.

Fuentes: Banco Mundial, FMI y ONU.

No obstante, existen fuentes importantes de incertidumbre en el entorno internacional que contrarrestan, al menos en parte, los efectos positivos de un relajamiento de las condiciones financieras internacionales asociadas a una postura más expansiva por parte de los bancos centrales de las economías avanzadas. El futuro de los flujos de comercio internacional, los altos niveles de apalancamiento en la economía china, las tensiones geopolíticas y el futuro del *brexit*, continúan siendo una fuente importante de vulnerabilidad para el crecimiento global. Estos factores podrían causar una mayor volatilidad en los mercados financieros, donde algunos indicadores de percepción de riesgo internacional, a pesar de mantenerse en niveles bajos, se han incrementado en los últimos meses (Gráfico 1.3)³.

³ El índice VIX, calculado por el *Chicago Board Options Exchange* con información del mercado de opciones de Estados Unidos, permite medir las expectativas de volatilidad del mercado. Valores más altos indican una percepción de riesgo más elevada por parte de los inversionistas y mayores expectativas de volatilidad. Entre 2016 y 2017 este índice promedió 13,4 unidades, mientras que entre 2018 y lo corrido de 2019 ha promediado 16,3 unidades.

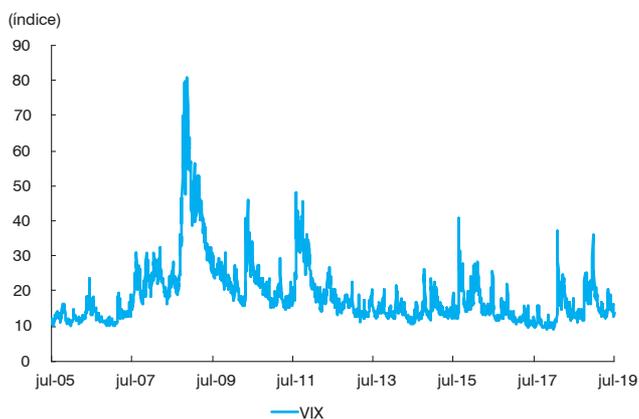
1.1 Desempeño durante el primer semestre y perspectivas para lo que resta de 2019

La actividad económica mundial se ha venido desacelerando en los últimos meses. Los índices de actividad manufacturera y comercial han disminuido en comparación con los niveles observados en 2017 y 2018, y señalan una situación negativa para la industria en la zona del euro y el Reino Unido (Gráfico 1.4), además de una disminución en los flujos de comercio internacional. En contraste, los mercados laborales y el consumo en economías avanzadas continúan mostrando cifras favorables⁴. Las

⁴ De acuerdo con el BPI, la robustez del empleo y el consumo, que contrasta con la desaceleración en la actividad manufacturera, es un patrón común que ya se ha observado en economías avanzadas en otros períodos de desaceleración. Igualmente, el empleo en economías avanzadas ha crecido más en el sector de servicios en comparación con el sector manufacturero, lo que explicaría la resiliencia de los mercados de trabajo y el consumo frente a la menor actividad manufacturera. Asimismo, los cambios tecnológicos también han llevado a un incremento del empleo en el sector de servicios, al facilitar una mayor oferta de servicios transfronterizos. Véase el recuadro I.B “Why has inflation remained low despite rising wages” en el *Informe Económico Anual*, 2019, del BPI.

Gráfico 1.3

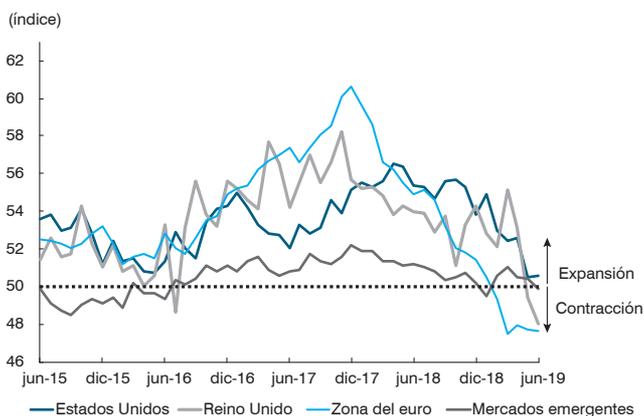
Índice de percepción de riesgo en el mercado de acciones de los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 1.4

Índices de actividad manufacturera (PMI: *Purchasing managers' index*)



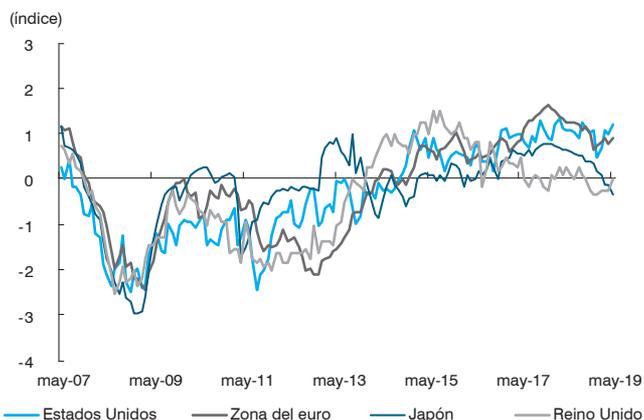
Fuente: Bloomberg.

tasas de desempleo en Estados Unidos (3,6%), Alemania (3,2%) y Japón (2,4%) se ubican por debajo de sus niveles promedio de largo plazo. Asimismo, los índices de confianza del consumidor se mantienen por encima de su nivel histórico para varias economías avanzadas (Gráfico 1.5) y el consumo habría permanecido sólido gracias al crecimiento continuo de los salarios⁵.

⁵ Los salarios en los Estados Unidos han crecido a una tasa promedio de 2,54% anual desde el 2015 y desde octubre del 2018 lo han hecho a tasas superiores al 3,2%.

Gráfico 1.5

Índices de confianza del consumidor en economías avanzadas^{a/}



a/ Series estandarizadas con promedio igual a cero desde el año 2000.

Fuente: Bloomberg.

En los Estados Unidos la Reserva Federal espera un crecimiento de 2,1% para este año, 20 pb menos en comparación con las estimaciones hechas en diciembre del año pasado, lo que además supone una desaceleración frente al crecimiento observado en 2018 (2,9%). En marzo el Banco Central Europeo (BCE) redujo sus estimaciones de crecimiento para la zona del euro este año a 1,1%, significativamente menor al 1,7% que anticipaba esa institución tres meses antes y más bajo que el nivel observado en 2018 (1,8%).

Además del menor crecimiento esperado, las proyecciones para la evolución de los precios también se han reducido y se anticipa que la inflación al consumidor cerrará el año en 1,5% en Estados Unidos⁶. De manera similar, el pronóstico de inflación del BCE pasó de 1,6% a 1,2% ante la perspectiva de una actividad económica más moderada.

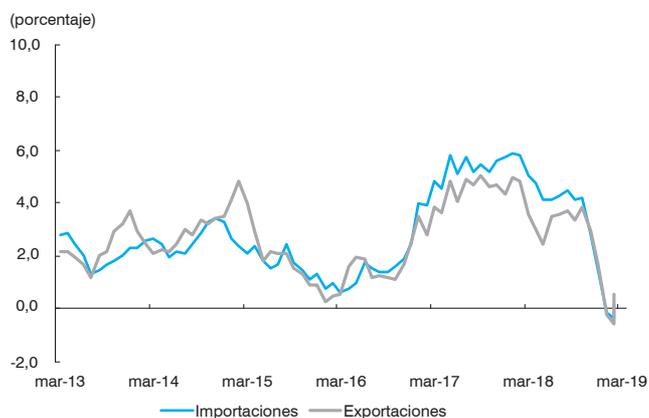
Para China el FMI pronostica un crecimiento anual de 6,2% este año, frente al 6,6% observado en 2018, y anticipa una convergencia gradual hacia un 5,6% en 2023. Si bien la desaceleración de la economía china se ha dado de manera ordenada en los últimos

⁶ Estas proyecciones se refieren a la mediana de las expectativas de los miembros de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal en junio.

años, este proceso podría verse alterado por el nivel de endeudamiento interno, en especial por parte del sector privado no financiero⁷.

Las menores perspectivas de crecimiento de la economía global estarían respondiendo, en parte, a una mayor incertidumbre acerca del futuro del comercio internacional debida al efecto de las tensiones comerciales, lo que se refleja a su vez en menores niveles de inversión global. En mayo los Estados Unidos anunciaron el incremento de aranceles del 10% al 25%, aplicables a USD 200 mil millones (mm) de bienes chinos. Como respuesta, China incrementó los aranceles aplicados a USD 60 mm de bienes estadounidenses, con tarifas de hasta 25%⁸. La implementación de políticas proteccionistas desde 2018 habría causado un impacto en el crecimiento de los flujos de comercio internacional (Gráfico 1.6), que se anticipa sufrirán una desaceleración este año⁹. Además, un aumento de las tensiones comerciales con los Estados Unidos podría causar una desaceleración más rápida de la economía china, donde la moderación de su crecimiento es una fuente de incertidumbre¹⁰. Si bien esto afectaría negativamente el crecimiento global, la economía colombiana podría verse menos impactada, de forma directa, en comparación a otras de la región, al tener una

Gráfico 1.6
Crecimiento anual de los volúmenes de comercio mundial^{a/}



a/ Crecimiento anual del promedio móvil trimestral de los volúmenes de importaciones y exportaciones desestacionalizados.

Fuente: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

menor exposición a China por los canales financiero¹¹ y comercial (Gráfico 1.7).

Los precios internacionales de las materias primas no han sido ajenos a esta coyuntura. Las preocupaciones sobre una desaceleración en el crecimiento han afectado las previsiones para la demanda mundial de petróleo¹² que, junto con la elevada extracción en los Estados Unidos, la situación en Venezuela, el escalamiento de las tensiones comerciales y

⁷ Al cierre de 2018 el crédito al sector privado no financiero se ubicó en 204,2% de su producto interno bruto (PIB), que si bien ha disminuido en comparación con el pico alcanzado en 2017 (208% del PIB), aún se mantiene por encima de su nivel de largo plazo y del nivel agregado calculado por el BPI para economías emergentes (135,4%).

⁸ En la cumbre del G-20, realizada el 28 y 29 de junio, Estados Unidos y China acordaron reanudar las conversaciones sobre sus relaciones comerciales. No obstante, las medidas arancelarias ya aplicadas continuarán vigentes.

⁹ La Organización Mundial del Comercio (OMC) estima que el volumen de comercio de mercancías crecerá 2,6% en 2019, una desaceleración en comparación con las cifras observadas en 2018 (3%) y 2017 (4,6%).

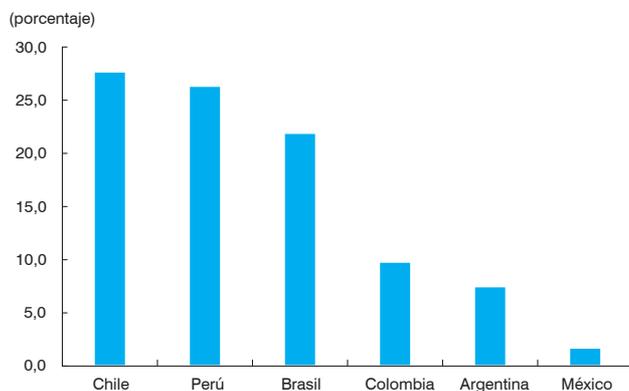
¹⁰ La cifra de crecimiento anual para el segundo trimestre de 2019 fue de 6,2%, la más baja en veintisiete años. Una parte de la desaceleración estaría respondiendo a menores exportaciones, las cuales, en junio, sufrieron una contracción de 1,3% respecto al mismo mes del año anterior.

¹¹ América Latina no es un destino principal de la inversión extranjera directa (IED) proveniente de China. Durante 2017, 16% de los flujos de IED desde China tuvieron como destino Norteamérica y solo 7,7% América Latina y el Caribe. Para Colombia, solo 0,2% de los flujos de IED neta en 2018 provinieron de China. Otro posible canal financiero relevante es la exposición de los bancos a contrapartes chinas. De acuerdo con información del BPI, los bancos extranjeros tienen créditos en China por un valor de USD 1.261 mm, siendo los sistemas bancarios de Reino Unido, Japón y Estados Unidos los que tienen créditos por mayor valor en ese país. En la región, el sistema bancario de Brasil registra una exposición de USD 38 millones (m) y el de Chile USD 20 m.

¹² La Agencia Internacional de Energía estima que la demanda mundial de crudo crecerá 1,3 millones de barriles diarios (mbd) en 2019, mientras que en diciembre estimaba un crecimiento de 1,4 mbd. Por su parte, la Administración de Información de Energía de Los Estados Unidos (EIA, por su sigla en inglés) anticipa un aumento en la demanda global de crudo de 1,2 mbd; es decir, 0,3 mbd menos en comparación con su pronóstico de enero.

Gráfico 1.7

Exportaciones a China como porcentaje de las exportaciones totales



Fuentes: Naciones Unidas (Un Comtrade Database) y DANE.

la situación geopolítica en Irán han causado una volatilidad importante en el precio del crudo durante los últimos meses. La información del mercado de futuros sugiere niveles de precios más bajos en los próximos trimestres¹³ (Gráfico 1.8), y algunas agencias especializadas han disminuido sus proyecciones para el precio promedio del petróleo este año¹⁴. No obstante, la incertidumbre alrededor de esas previsiones es alta, y se espera que los precios respondan a las cifras de crecimiento global y la continuidad del acuerdo de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP)¹⁵. Además del petróleo, los precios de otras materias primas también se habrían visto afectados por las menores perspectivas de crecimiento, lo que estaría perjudicando los términos de intercambio de países exportado-

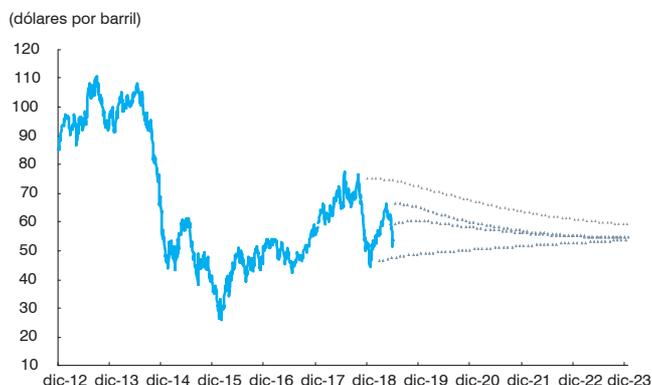
¹³ Los contratos de futuros para el petróleo Brent, con entrega en diciembre de 2019, se transan a USD 59,09 por barril. En la última versión de este Informe, estos contratos transaban a USD 62,62 por barril.

¹⁴ En su informe de proyecciones de junio, la EIA pronostica que el precio promedio para el petróleo Brent en 2019 será de USD 67 por barril; esto es USD 3 menos en comparación con su proyección de mayo.

¹⁵ Actualmente los miembros de la OPEP y otros países productores de crudo mantienen un acuerdo para reducir la oferta en 1,2 mbd.

Gráfico 1.8

Precio spot y de futuros del petróleo WTI



Nota: la línea azul representa los precios diarios del crudo WTI. Las marcas grises muestran las proyecciones de mercado para los precios de los contratos de futuros de WTI, desde contratos con vencimiento a un mes hasta los últimos datos disponibles de 2023, para algunas fechas en meses recientes (la curva de futuros se muestra con un rezago de dos meses).

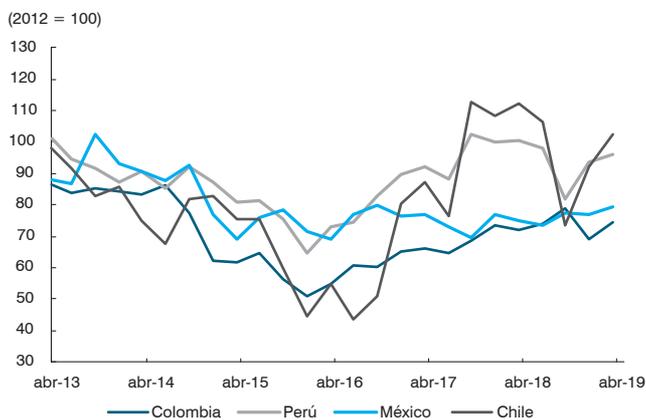
Fuente: Bloomberg.

res de ese tipo de bienes¹⁶, en especial en su volatilidad, la cual se ha incrementado en los últimos años (Gráfico 1.9).

En América Latina, los datos de crecimiento del primer trimestre ya advierten sobre una posible desaceleración económica

Gráfico 1.9

Términos de intercambio para algunas economías de la región



Fuentes: Banco de la República y Bloomberg.

¹⁶ La variación en el índice de materias primas de Bloomberg (*Bloomberg Commodity Index*), el cual sigue el desempeño de los precios de 22 materias primas, fue de -5,9% entre abril y junio de este año, y -12,7% en comparación con su valor 12 meses atrás.

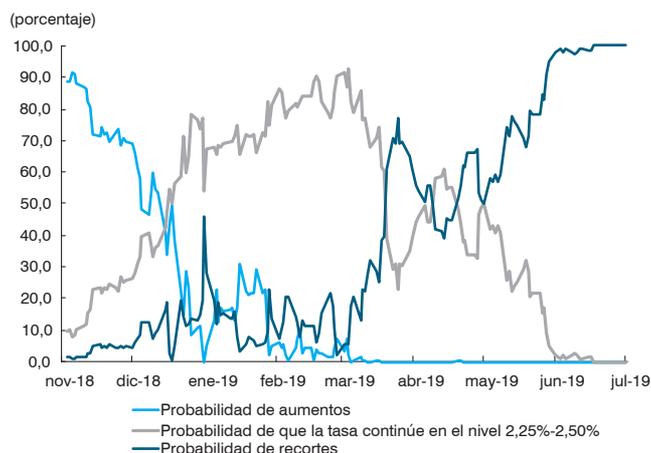
este año. En Chile, la tasa de expansión anual durante el primer trimestre fue de 1,6%, mostrando una caída de 0,1% frente al trimestre anterior. Una situación similar se dio en Perú, donde la cifra de crecimiento en los primeros tres meses fue de 2,3%, lo que significa una disminución de 5,3% frente al trimestre anterior. En Brasil, el PIB creció 0,5% en términos anuales, lo que representa una contracción de 0,6% frente al trimestre inmediatamente anterior. Colombia no ha sido ajena a esta tendencia regional, exhibiendo una tasa de crecimiento de 2,3% en el primer trimestre, menor a la del cierre de 2018 (2,7%).

La moderación en las perspectivas de crecimiento habría incentivado a los bancos centrales de economías avanzadas a hacer una pausa en el proceso de normalización de su política monetaria. En los Estados Unidos la Fed ha mantenido su tasa de interés inalterada desde el más reciente aumento, ocurrido el pasado diciembre, y en marzo afirmó que el proceso de reducción de activos en su hoja de balance, iniciado en octubre de 2017, finalizaría en septiembre de este año. Por su parte, el BCE ha anunciado que no anticipa aumentos en su tasa de interés de intervención en lo que resta de 2019 y el Banco de Japón afirmó que mantendrá las tasas de interés inalteradas al menos hasta mediados de 2020. Estas decisiones han estado acompañadas de un cambio en los comunicados de los bancos centrales, lo que ha influido en las expectativas de los agentes sobre la postura de la política monetaria. Por ejemplo, la información de los mercados de futuros en los Estados Unidos muestra que los inversionistas anticipan al menos una reducción en la tasa de intervención de la Reserva Federal en lo que resta de este año, mientras que en marzo no se esperaban cambios en esa dirección. El escenario que señalaba aumentos en tasas de interés, el cual se consideraba altamente plausible a finales de 2018, presenta ahora nula probabilidad (Gráfico 1.10, panel A); por su parte, las expectativas del mercado señalan que posiblemente haya recortes hasta por 75 pb en la tasa de interés durante 2019 (Gráfico 1.10, panel B). Por otro

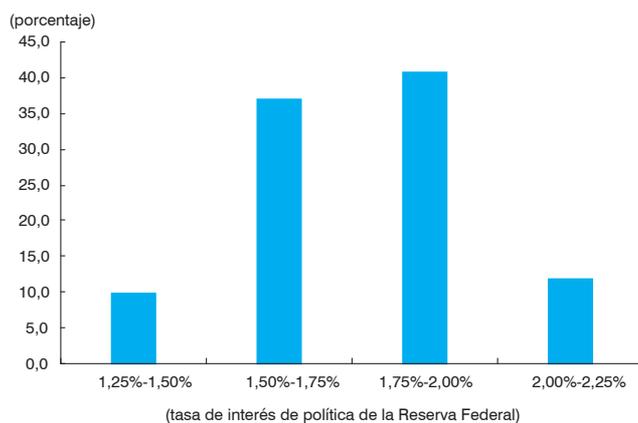
Gráfico 1.10

Probabilidades y distribución implícita para la tasa de política monetaria en los Estados Unidos en diciembre de 2019

A. Evolución de las probabilidades para la decisión de la Reserva Federal en su reunión de diciembre de 2019



B. Distribución de probabilidad implícita para la tasa de interés de la Reserva Federal a fin de año (tasa actual: 2,25%-2,50%)



Fuente: Bloomberg.

lado, dada la mayor incertidumbre que ocasiona un incremento en la demanda de títulos del Gobierno, las tasas de interés de largo plazo en los bonos soberanos de las principales economías avanzadas ya han disminuido. Si bien una parte de la reducción responde a las expectativas de una política monetaria más holgada, otra parte puede estar vinculada a

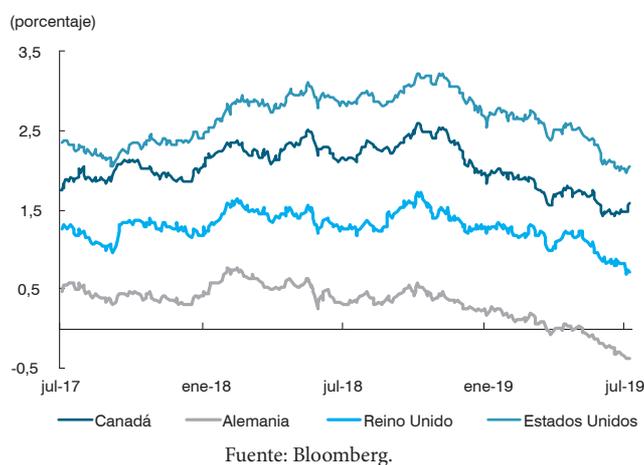
la búsqueda de activos refugio por parte de inversionistas internacionales ante la incertidumbre sobre el crecimiento global y el futuro de los flujos comerciales (Gráfico 1.11).

Las consecuencias de estos cambios sobre los mercados emergentes son varias. Por un lado, las menores tasas de interés en las economías avanzadas podrían incentivar mayores flujos de portafolio hacia economías emergentes y transmitirse parcialmente a sus mercados financieros¹⁷. En ese sentido, es posible suponer que la política monetaria de economías avanzadas impulsará condiciones financieras favorables para lo que resta de 2019. Por otro lado, dada la incertidumbre internacional, podría darse una mayor demanda de títulos soberanos de los Estados Unidos que lleve a una apreciación mundial del dólar, con consecuencias sobre las tasas de cambio de economías emergentes. Por ejemplo, en los últimos doce meses el dólar se ha fortalecido en todo el mundo¹⁸ y las tasas de cambio en la

¹⁷ Las tasas de interés de los títulos de economías emergentes pueden ser sensibles a los cambios en los rendimientos de los bonos en economías avanzadas. Siguiendo la metodología utilizada por el BPI en una nota preparada para la reunión de gobernadores de junio de 2018, investigadores del Banco de la República hallaron, con información desde el año 2013, que un aumento de 100 pb en la tasa de interés de largo plazo en los Estados Unidos precedería un incremento de 24 pb en las tasas de interés de largo plazo para Colombia. Cuando se utiliza únicamente información del último año, se encuentra que la sensibilidad es menor (10 pb). La metodología usada consiste en estimar los parámetros de la siguiente regresión, por país, en un conjunto de economías emergentes: $\Delta i = \alpha + \beta \Delta i^* + \gamma \Delta VIX + \varepsilon$, donde Δi y Δi^* representan el cambio diario de las tasas de interés local y la tasa de los bonos estadounidenses a diez años, respectivamente. Además, acorde con el resultado anterior, investigadores del FMI han encontrado que la sensibilidad del mercado colombiano de bonos al ciclo financiero global es baja en comparación con otras economías emergentes (IMF Working Paper, núm. 18/253).

¹⁸ De acuerdo con el índice *DXY*, el cual mide el desempeño del dólar frente a una canasta de seis monedas de economías avanzadas (euro, yen, libra esterlina, dólar canadiense, corona sueca y franco suizo). Desde junio de 2018 hasta junio de 2019 este índice aumentó 3,8%, lo que indica un fortalecimiento del dólar. En el mismo período, el peso colombiano se depreció 17,9% frente al dólar, el peso chileno 12,6%, el sol peruano 3,3% y el real brasileño 4,2%.

Gráfico 1.11
Rendimiento de los bonos soberanos a 10 años en economías avanzadas



región se han depreciado, con el peso colombiano siendo más sensible que otras monedas (Gráfico 1.12)¹⁹.

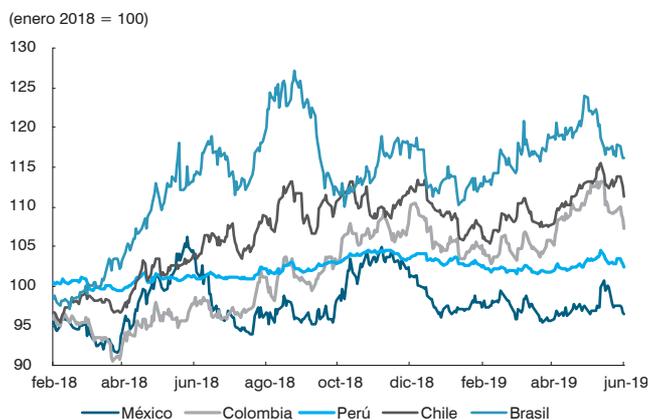
Se espera que las economías emergentes continúen siendo receptoras de flujos de inversión de portafolio, los cuales ya mostraron un incremento en comparación con los valores observados en 2018²⁰. Los inversionistas internacionales, por su parte, han venido diferenciando más agudamente los destinos de

¹⁹ Para evaluar la sensibilidad de la tasa de cambio en Colombia a los movimientos globales del dólar, investigadores del Banco de la República estimaron el siguiente modelo: $\Delta TC = \alpha + \beta \Delta DXY + \gamma \Delta VIX + \varepsilon$, donde ΔTC es el cambio porcentual semanal en la tasa de cambio y ΔDXY es el cambio porcentual semanal en un índice que evalúa la fortaleza del dólar frente a seis monedas de economías avanzadas. Los resultados con información desde 2013 indican que un aumento de 1% en el índice del dólar *DXY* está relacionado con un aumento del 0,95% en la tasa de cambio para Colombia. Más importante aún, esta sensibilidad es más alta para Colombia que para otras economías; el promedio de esta sensibilidad para un grupo de trece países emergentes es 0,54%.

²⁰ En 2018 el promedio mensual de los flujos de portafolio a mercados emergentes, calculados por el Institute of International Finance, fue de USD 17 mm. En lo corrido de 2019 la cifra de flujos mensuales promedio ha sido de USD 32,3 mm.

Gráfico 1.12

Índices de tasa de cambio para algunas economías de la región



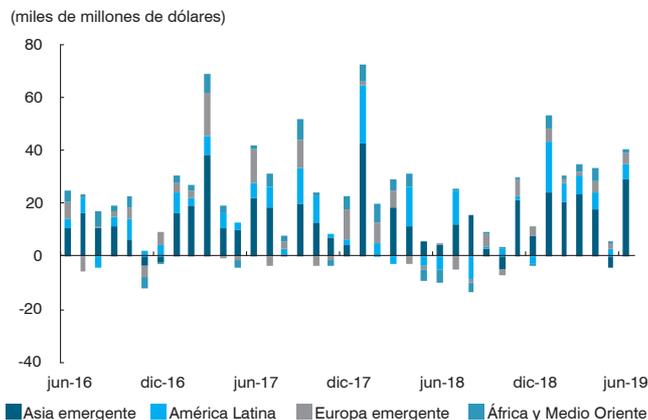
Fuente: Bloomberg.

sus recursos²¹, lo que supone que países con fundamentales económicos más fuertes seguirán siendo receptores de flujos de capital. Esta diferenciación por parte de los inversionistas también se refleja en cada región; por ejemplo, la información de flujos de portafolio muestra que las economías emergentes de Asia habrían sido las principales receptoras en lo corrido del año (Gráfico 1.13).

La continuidad en los flujos de portafolio será relevante para los países emergentes, ya que sus mercados financieros han sido receptores importantes de inversionistas

²¹ Para comprobar si los inversionistas están diferenciando más entre economías emergentes, investigadores del Banco realizaron un ejercicio de estimación por componentes principales de los flujos de portafolio hacia economías emergentes, con el objetivo de aislar el factor común con respecto a los factores idiosincrásicos que explican dichos flujos de portafolio. Tomando una ventana de 36 meses, se encuentra que el primer componente principal explicaba un 69% de la varianza en los datos de flujos de portafolio a países emergentes en septiembre de 2018, mientras que esa cifra disminuye a 57,7% al realizar el ejercicio con información hasta marzo de este año. La disminución del primer componente principal sugiere que hay un aumento en la importancia de factores idiosincrásicos al explicar el comportamiento de los flujos de portafolio hacia mercados emergentes.

Gráfico 1.13

Flujos de portafolio a mercados emergentes por región^{a/}

a/ Estimaciones a partir de abril de 2019.

Fuente: Institute of International Finance.

extranjeros en los últimos años²², lo que ha facilitado financiar en gran parte sus déficits, tanto externos como fiscales, y ha proveído profundidad y liquidez a los mercados financieros locales. No obstante, la mayor exposición a inversionistas no residentes genera riesgos de tipo macrofinanciero, pues una salida abrupta de estos agentes, por ejemplo, debida a un cambio en su apetito por riesgo, podría generar ajustes significativos en los mercados. Además, la clase de agente detrás de estos flujos también es un aspecto importante a seguir. La mayor llegada de inversionistas pasivos (aquellos que siguen y replican el comportamiento de índices financieros internacionales) puede significar una mayor

²² De acuerdo con una metodología diseñada por investigadores del FMI (IMF Working Paper, núm. 14/39), al cierre de 2018 la participación de extranjeros en los mercados de deuda pública de la región era significativa: México (32%); Chile (16%); Perú (44%); Colombia (25%). En todos los países ha aumentado en los últimos años. A inicios de 2010 la participación era significativamente menor en México (12%), Perú (19%) y Colombia (1%). Para Chile, la cifra más antigua disponible con información de 2013, muestra una participación de extranjeros del 6%.

sensibilidad de los mercados financieros locales a la coyuntura internacional²³.

Si bien se espera que las economías emergentes se beneficien de la prolongación del escenario de mayor liquidez internacional al seguir siendo receptoras de flujos de inversión de portafolio, algunos factores —como la alta volatilidad en el precio de los bienes básicos, un espacio fiscal reducido y unas menores expectativas de crecimiento mundial— pueden contrarrestar los efectos positivos de una mayor liquidez internacional asociada con una política monetaria más expansionista por parte de los bancos centrales de países desarrollados. En este escenario, la percepción de riesgo soberano, que aún se mantiene en niveles históricamente bajos en muchos países de la región (Gráfico 1.14), podría llegar a incrementarse, generando mayores costos de financiamiento externo.

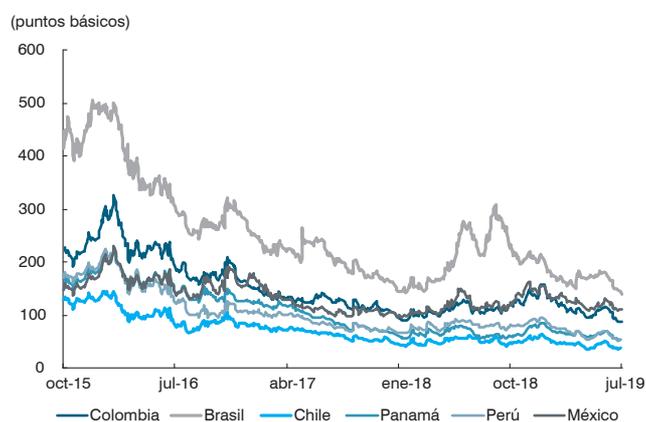
Con respecto a la situación de algunos países latinoamericanos, se destaca principalmente la desaceleración en el ritmo de crecimiento, así como un incremento en la incertidumbre. Se resalta la volatilidad que ha acompañado el proceso de ajuste de la economía argentina, que ha buscado corregir los altos niveles de inflación, recobrar la confianza de los mercados internacionales y disminuir los niveles de endeudamiento del Gobierno²⁴. Por su parte, Ecuador, cuya relación con Colombia es especialmente relevante mediante

²³ De acuerdo con el primer capítulo del *Informe sobre la Estabilidad Financiera* Global del FMI de abril, los inversionistas pasivos, es decir, aquellos que siguen algún índice financiero, se han vuelto más importantes dentro de los flujos de portafolio a mercados emergentes. El FMI estima que la cantidad de activos que sigue algún índice internacional de deuda pública para mercados emergentes se ha multiplicado por cuatro en la última década y afirma que estos agentes pueden ser altamente sensibles a factores globales.

²⁴ En junio de 2018, el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó un acuerdo por tres años a favor de Argentina por un valor de USD 50 mm. Esa decisión se tomó en medio de un escenario de inflación elevada y luego de una fuerte depreciación del peso argentino. En abril de este año, los desembolsos para Argentina en el marco de este programa alcanzaban USD 38,9 mm. El programa incluye la realización de revisiones periódicas antes de los desembolsos del FMI. La revisión más reciente, realizada en julio, le da derecho a Argentina a un desembolso de USD 5,4 mm.

Gráfico 1.14

Credit default swaps a 5 años para algunos países latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

los vínculos comerciales²⁵, continúa recuperándose de la recesión económica sufrida en 2015. No obstante, la compleja situación de sus cuentas fiscales llevó a las autoridades a solicitar apoyo del FMI²⁶ y otros organismos multilaterales. En Venezuela, se espera una contracción del PIB del orden del 25% este año y de 10% en 2020 según estimaciones del FMI. Además, su producción de crudo continúa cayendo. De acuerdo con información de la OPEP, durante el primer trimestre de 2019 la producción de crudo en Venezuela fue de 970 mil barriles diarios, mientras que en 2018 fue de 1,3 mbd y en 2017 1,9 mbd. Ante esta situación, se espera que los flujos migratorios continúen²⁷.

²⁵ Ecuador es un socio comercial importante, en particular para las exportaciones no tradicionales. En 2018, 14,5% de las exportaciones no tradicionales de Colombia tuvo como destino ese país.

²⁶ El 11 de marzo, el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó un acuerdo por un valor de USD 4,2 mm a favor de Ecuador en el marco del Servicio Ampliado (*Extended Fund Facility*).

²⁷ La Organización Internacional para las Migraciones estima que el número de refugiados y migrantes venezolanos es de tres millones, de los cuales más de un millón se encuentran en Colombia.

Igualmente, se anticipa que otros países de la región presenten una desaceleración de la actividad económica este año en línea con la situación global. En junio, el Banco Central de Chile redujo el crecimiento esperado en 2019 para la economía de ese país, que venía recuperándose de la desaceleración causada por la caída internacional de los precios del cobre, a un rango de entre 2,75% y 3,5%, mientras que en marzo proyectaba una cifra entre 3% y 4%. Brasil, que se estaba recuperando de la recesión de 2015-2016, tendría una expansión de solo 0,8% este año de acuerdo con las estimaciones de su banco central. Esto significaría una desaceleración en comparación con el crecimiento de 1,1% observado en 2018. Más aún, las proyecciones han disminuido significativamente, ya que en enero de este año se calculaba un crecimiento de 2,5% para 2019 y en marzo se preveía una cifra de 2,0%. Para Perú, la estimación de su banco central para el crecimiento de este año es de 3,4%, menor que el 4,0% que se esperaba en marzo y más bajo en comparación con el 4,0% observado en 2018. Si bien esa economía se ha beneficiado de unos términos de intercambio favorables, podría ser sensible a una caída en el precio internacional de las materias primas. En México, el banco central redujo, en mayo, la proyección de crecimiento para este año ubicándola en un rango de 0,8% a 1,8% mientras que seis meses antes esperaba una cifra en el rango de 1,7% a 2,7%. El Banco de México argumentó que su menor proyección de crecimiento responde a la baja expansión observada en el primer trimestre (1,2%) y a las preocupaciones sobre un crecimiento global más moderado.

Para los países de Centroamérica, cuya relación con Colombia es especialmente importante debido a los vínculos financieros²⁸,

²⁸ Los activos en Centroamérica propiedad de conglomerados financieros colombianos ascendieron a USD 59,5 mm al finalizar 2018. La participación de los conglomerados financieros colombianos en Centroamérica, medida como proporción de los activos totales de los sistemas bancarios de cada país, es especialmente relevante en Costa Rica (51%), El Salvador (39%), Panamá (23%) y Guatemala (16%).

también se anticipa una desaceleración este año, por lo que las proyecciones de crecimiento han disminuido. Mientras que en diciembre de 2018 la Cepal anticipaba que este año Centroamérica se expandiría a una tasa de 2,4%, su proyección a abril había disminuido a 2,0%. La situación fiscal sigue siendo una de las principales vulnerabilidades para las economías en esa zona y las agencias calificadoras siguen mencionando este aspecto como un riesgo importante para las economías de Centroamérica²⁹, al igual que para algunas economías de América Latina³⁰.

En síntesis, se espera una desaceleración del crecimiento global este año acompañada de una mayor incertidumbre y volatilidad en los mercados. Destacan las preocupaciones alrededor de la aplicación de más medidas proteccionistas que pueden afectar no solo la dinámica del comercio y la integración internacional, sino también los niveles de inversión repercutiendo negativamente en la dinámica del crecimiento global, la aversión al riesgo internacional y los flujos de capital. Por su parte, las condiciones financieras internacionales continuarían siendo favorables durante la segunda parte de 2019, soportadas principalmente por una pausa en el proceso

²⁹ A finales de 2018 Moody's y Standard & Poor's redujeron la calificación crediticia de Costa Rica debido a los altos niveles de endeudamiento y a los riesgos que surgen de la dolarización en el sistema financiero. Moody's redujo la perspectiva para Nicaragua de estable a negativa, mientras que Standard & Poor's bajó la calificación crediticia de ese país a B- a finales de 2018, argumentando un deterioro en las cuentas fiscales. En junio de 2019 Fitch confirmó la calificación crediticia para El Salvador en B+ y Standard & Poor's la aumentó a B- en diciembre, gracias a la aprobación de un proyecto para refinanciar parte de la deuda pública. En contraste Standard & Poor's y Moody's mejoraron la calificación crediticia de Panamá este año, argumentando buenas cifras de crecimiento y el fortalecimiento del marco de política fiscal.

³⁰ La perspectiva para México fue reducida en marzo por parte de Standard & Poor's (BBB+), mientras que Moody's (A3) tomó la misma acción en junio argumentando incertidumbre alrededor de las políticas del Gobierno y perspectivas de un menor crecimiento. Para Colombia, Moody's (Baa2) cambió la perspectiva de negativa a estable debido a una recuperación en la actividad económica y los esfuerzos de consolidación fiscal, mientras que Fitch (BBB) redujo la perspectiva de estable a negativa argumentando riesgos fiscales y posibles desbalances externos.

de normalización de la política monetaria en economías avanzadas.

2. La economía colombiana: resultados en lo corrido de 2019 y perspectivas para el resto del año

Durante los primeros tres meses del año la economía colombiana se desaceleró. Se espera que en el segundo trimestre y en la segunda mitad del año la economía colombiana gane dinamismo.

La inflación anual al consumidor aumentó en el primer semestre de 2019, impulsada por algunos choques de oferta transitorios. No obstante, la inflación básica, que excluye buena parte de estos choques, mostró una gran estabilidad en torno a la meta.

Hacia adelante se esperan aumentos leves en la inflación total en la medida en que los precios de alimentos y regulados seguirán sometidos a algunos choques alcistas.

2.1 Actividad económica

Durante el primer trimestre la economía colombiana se desaceleró y registró un crecimiento menor que el esperado por el equipo técnico del Banco de la República y por la mayoría de los analistas del mercado. Esta sorpresa fue resultado de diferentes choques que afectaron el desempeño de sectores específicos del producto interno bruto (PIB) y que, en parte, serían transitorios. A pesar de lo anterior, la proyección del equipo técnico sugiere que el proceso de recuperación de la economía colombiana continuaría en lo que resta de 2019.

Según las cifras oficiales, los choques afectaron negativamente las dinámicas de la inversión en construcción y del consumo público. En contraste, el consumo privado y la inversión en bienes de capital mostraron

desempeños superiores al del producto. Estos, a su vez, jalaron el crecimiento de las importaciones, en tanto que las exportaciones registraron crecimientos anuales bajos, por lo que la demanda externa neta contribuyó de manera negativa a la expansión del PIB.

Además de la reversión de los choques del primer trimestre, se espera que en el segundo trimestre, y sobre todo en la segunda mitad del año, la economía colombiana gane dinamismo como producto de unas tasas de interés que continuarían en terreno expansivo y de una oferta de crédito amplia, factores que continuarían impulsando la demanda interna. Por otro lado, se prevé que los efectos positivos de la Ley de Financiamiento, sumados a un buen comportamiento de las obras civiles, propicien una aceleración del ritmo de crecimiento de la inversión. Adicionalmente, dados los supuestos sobre los fundamentales externos presentados en el capítulo 1, se espera que el contexto internacional no limite las posibilidades de financiamiento externo de la economía colombiana en el presente año.

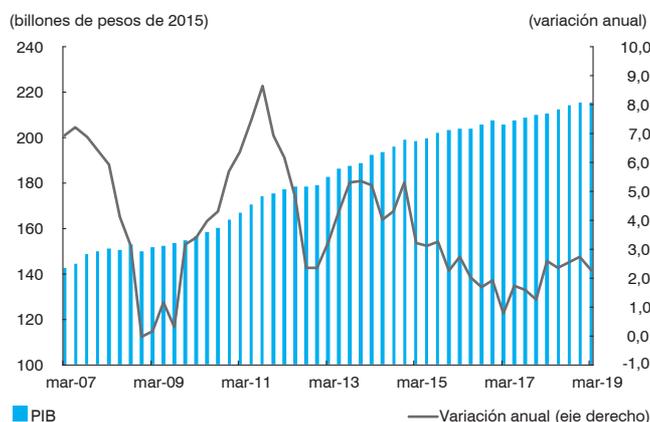
Así las cosas, para la segunda mitad del año se prevé una aceleración del crecimiento del PIB. No obstante, dado el desempeño observado durante el primer trimestre, el equipo técnico del Banco de la República revisó su pronóstico de crecimiento para el año completo a 3,0% (en la versión anterior de este Informe había estimado un 3,5%).

2.1.1 Resultados para el primer trimestre de 2019

De acuerdo con el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), la cifra del PIB corregida por estacionalidad y por efectos calendario registró un crecimiento anual del 2,3%³¹ (Gráfico 2.1). La variación entre trimestres fue nula.

³¹ El DANE reportó un crecimiento anual de 2,8% para la serie del PIB original del primer trimestre de 2019.

Gráfico 2.1
Producto interno bruto
(desestacionalizado y corregido por efectos calendario)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En este período la demanda interna registró una desaceleración con respecto a lo observado hacia finales del año pasado. La serie desestacionalizada de este agregado presentó un crecimiento de 2,7% en el primer trimestre de 2019, por debajo del 4,1% del cuarto trimestre de 2018 y del 3,9% de todo 2018 (Cuadro 2.1). El menor crecimiento de este agregado se concentró, sobre todo, en su componente no transable, el cual contrarrestó los buenos resultados observados del componente transable. En particular, el impulso proveniente del buen desempeño del consumo privado y de la inversión en maquinaria y equipo se vio contrarrestado por los choques negativos de importante magnitud que se observaron para la inversión en construcción y el consumo público. Estos choques no fueron anticipados por el equipo técnico ni por el promedio de los analistas del mercado, y obedecieron, en el primer caso, a la caída que se dio en el renglón de construcción residencial (en particular en su componente no VIS); y en el segundo, a un menor nivel de ejecución de los gobiernos nacional y local³².

³² A lo anterior se suma el desfase de tiempos en el ajuste salarial de los empleados del sector público, el cual fue del 4,5% y se dio de forma retroactiva a partir de mayo de 2019.

En este contexto, la formación bruta de capital fijo en vivienda cayó 7,9% anual en el primer trimestre, luego de haber registrado un aumento del 5,5% en el último cuarto de 2018. La de otros edificios y estructuras creció 1,7% anual en igual período, una desaceleración con respecto a lo observado en el cuarto trimestre de 2018 (5,5%). El consumo público también mostró una fuerte desaceleración, pues se expandió 2,6% anual, luego de alcanzar un crecimiento anual de 4,9% en el cuarto trimestre del año pasado.

Por su parte, el consumo de los hogares mostró un comportamiento satisfactorio y se expandió 4,2% anual, mejor que el de trimestres anteriores y que el del agregado de 2018 (cuando el crecimiento fue de 3,6%). Todos los componentes del consumo privado se expandieron en términos anuales, siendo el consumo de servicios el de mayor contribución a su dinámica. El buen desempeño del consumo privado ocurrió en un contexto de oferta amplia de crédito por parte del sistema financiero, a unas tasas reales relativamente bajas y que continuaron siendo expansivas.

Con respecto a la inversión en maquinaria y equipo, este componente de la formación bruta de capital reportó un crecimiento anual importante en el primer trimestre de 2019 (9,8% en la serie desestacionalizada y corregida por efectos calendario). Una tasa de expansión anual como esta no se registraba desde mediados de 2014, período previo al choque a los términos de intercambio. Lo anterior estuvo respaldado por un desempeño igualmente satisfactorio para las importaciones de bienes de capital, las cuales registraron tasas de crecimiento importantes durante los primeros tres meses del año, tanto en dólares como en pesos reales.

Durante el primer trimestre del año las exportaciones netas contribuyeron de manera negativa a la expansión del PIB. En este período las importaciones aumentaron a tasas anuales de dos dígitos (13,9%), solo un poco menores que las observadas a finales del año pasado (15,4%).

Este comportamiento, afín con el observado para la demanda interna intensiva

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

	2018				2018	2019
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.
Gasto de consumo final	3,4	4,3	3,8	4,3	4,0	4,2
Gasto de consumo final de los hogares	3,3	3,8	3,4	3,8	3,6	4,2
Bienes no durables	4,2	4,4	3,4	3,6	3,9	3,4
Bienes semidurables	2,8	4,9	2,9	4,8	3,8	4,7
Bienes durables	(2,2)	4,7	4,9	8,7	3,9	3,8
Servicios	2,9	3,1	2,8	3,0	2,9	3,0
Gasto de consumo final del Gobierno general	6,1	5,7	5,9	4,9	5,6	2,6
Formación bruta de capital	4,5	0,4	4,3	4,9	3,5	0,7
Formación bruta de capital fijo	1,2	(1,9)	2,2	4,3	1,5	3,7
Vivienda	(3,5)	(5,1)	4,2	5,5	0,1	(7,9)
Otros edificios y estructuras	2,6	(2,6)	0,7	5,5	1,5	1,7
Maquinaria y equipo	6,5	0,2	2,3	(0,4)	2,1	9,8
Recursos biológicos cultivados	(2,7)	2,0	7,6	(2,6)	0,9	(1,1)
Productos de propiedad intelectual	5,8	4,7	3,7	3,9	4,5	1,9
Demanda interna	4,1	3,6	3,7	4,1	3,9	2,7
Exportaciones	2,0	3,4	4,7	5,6	3,9	1,1
Importaciones	0,4	8,7	7,5	15,4	7,9	13,9
PIB	2,6	2,4	2,6	2,7	2,6	2,3

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

en bienes provenientes del exterior, estuvo sustentado por la dinámica de las compras de bienes de capital para la industria y de equipo de transporte, así como de bienes de consumo duradero, principalmente. Entretanto, las exportaciones mostraron poco dinamismo, por debajo de lo previsto. El crecimiento anual de este rubro del PIB fue de 1,1% durante el primer trimestre de 2019, el cual contrastó con el buen desempeño registrado durante la segunda mitad del año pasado (4,7% y 5,6% para el tercer y cuarto trimestres, respectivamente). Parte de esta desaceleración habría sido resultado del menor crecimiento de nuestros principales socios comerciales, así como de algunos choques de oferta que habrían limitado

las posibilidades de expansión de las ventas al exterior de bienes básicos.

Por el lado de la oferta, los sectores que más contribuyeron al crecimiento en el primer trimestre de 2019 fueron comercio, transporte y alojamiento, y administración pública y defensa, educación y salud (Cuadro 2.2). Los crecimientos anuales de estos sectores (4,2% y 4,0%, respectivamente) representaron, en conjunto, alrededor de la mitad de la expansión anual de la economía durante este período. En contraste, la construcción registró un deterioro significativo en términos anuales (-4,5%).

En este período la agricultura presentó un crecimiento anual similar al del trimestre

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

	2018				2018	2019
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,4	3,3	1,4	1,4	2,1	1,2
Explotación de minas y canteras	(3,0)	(0,8)	2,7	0,3	(0,2)	4,9
Industria manufacturera	0,1	1,6	2,3	3,1	1,8	1,0
Electricidad, gas y agua	2,5	2,8	2,6	3,0	2,7	3,0
Construcción	2,0	(5,5)	4,3	2,5	0,8	(4,5)
Edificaciones	0,2	(5,5)	5,9	4,1	1,2	(8,8)
Obras civiles	(3,2)	(2,5)	(2,1)	6,0	(0,4)	4,7
Actividades especializadas para la construcción	(0,9)	(5,5)	2,3	1,2	(0,7)	(5,9)
Comercio, reparación, transporte y alojamiento	4,0	3,1	2,7	3,5	3,3	4,2
Información y comunicaciones	(0,2)	3,6	4,6	4,0	3,0	4,1
Actividades financieras y de seguros	3,8	4,4	2,7	2,2	3,3	5,5
Actividades inmobiliarias	2,3	2,0	1,9	1,8	2,0	3,0
Actividades profesionales, científicas y técnicas	6,9	5,8	3,3	3,9	5,0	2,4
Administración pública y defensa, educación y salud	4,6	4,4	3,8	4,1	4,2	4,0
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación	1,4	1,9	1,1	2,5	1,7	2,2
Subtotal valor agregado	2,6	2,2	2,7	2,7	2,6	2,3
Impuestos menos subsidios	2,2	2,8	1,3	2,9	2,3	2,4
PIB	2,6	2,4	2,6	2,7	2,6	2,3

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

anterior, cuando la expansión de la ganadería contrarrestó el nulo crecimiento del renglón de cultivos. La minería, a su vez, registró una aceleración importante, principalmente debido al mayor crecimiento anual de la producción de petróleo (favorecida por una baja base de comparación) y a la menor caída anual de la de carbón.

Por su parte, la industria manufacturera se desaceleró, al registrar un crecimiento anual de 1,0%. Adicionalmente, el sector presentó un deterioro en términos trimestrales, principalmente debido a los retrocesos de los renglones de refinación del petróleo y fabrica-

ción de maquinaria y equipo. Al excluir refinación, el resto de actividades manufactureras registró una expansión anual de 1,5%.

Los sectores relacionados con servicios aportaron positivamente al crecimiento del PIB en el primer trimestre del año. Se destacan, en particular, los desempeños de los sectores de administración pública, educación y salud, y actividades inmobiliarias, que en conjunto contribuyeron en más de un tercio al crecimiento económico del trimestre, y registraron variaciones anuales de 4,0% y 3,0%, respectivamente. Otros sectores de este grupo (actividades profesionales y

actividades artísticas) registraron expansiones anuales, pero se desaceleraron frente al trimestre anterior.

En contraste, el PIB de la construcción registró una caída anual y trimestral importante de la mano de la construcción de edificaciones, principalmente. Este renglón presentó una variación anual de -8,8% en el primer trimestre. Aunque la construcción de obras civiles registró un crecimiento anual (4,7%), este fue inferior al observado un trimestre atrás.

2.1.2 Perspectivas de la actividad económica para el resto de 2019

En los próximos trimestres el ritmo de expansión de la economía colombiana deberá acelerarse, convergiendo a tasas de crecimiento anual cercanas a la que se estima en la dinámica del potencial (entre 3,0% y 3,5%). Ello sucedería en la medida en que se empiecen a revertir los choques negativos que afectaron su desempeño a comienzos de año. En este sentido, el consumo público y la inversión en construcción (tanto de vivienda como de obras civiles y otras edificaciones) ganaría dinamismo. La inversión en maquinaria y equipo y el consumo privado, por su parte, mantendrían el buen comportamiento observado hasta ahora.

Gracias a ello, la economía colombiana debería crecer en 2019 a una tasa anual del 3,0%, superior al 2,6% registrado el año pasado. Este pronóstico implica una expansión anual de la demanda interna superior al 3,0%, unas exportaciones débiles que seguirán desempeñando un papel secundario y unas exportaciones netas que restarán una vez más al PIB. Hacia 2020, al igual que en 2019, la economía seguirá beneficiándose de unas condiciones financieras internas amplias que se reflejan en unas tasas de interés relativamente bajas y en terreno aún expansivo. A esto se sumará el impacto positivo de la Ley de Financiamiento, la continuación de importantes proyectos de obras públicas y el fin del ciclo bajista de la construcción de vivienda.

Este pronóstico contempla un consumo privado que mantendría una buena dinámica de crecimiento en lo que resta del año, pero con alguna moderación en el mediano plazo. Para el segundo trimestre del año el equipo técnico prevé que se mantenga un buen ritmo de expansión. El desempeño reciente de diferentes indicadores coyunturales, como el de las ventas minoristas y el del crédito de consumo, permite proyectar dicho comportamiento. Estas tendencias deberán mantenerse en el segundo semestre del año, con lo que el crecimiento de este rubro para todo 2019 se espera sea ligeramente mayor al de 2018. Este pronóstico supone que el consumo de los hogares seguiría beneficiándose de una amplia disponibilidad de crédito, a tasas de interés real relativamente bajas, así como de un mayor flujo de remesas provenientes del exterior y de una inflación que se espera no se desvíe mucho de la meta, y que empezaría a converger hacia ella a finales del año. No obstante, cabe señalar que persisten riesgos hacia el mediano plazo dado el escaso dinamismo del empleo.

Con respecto al consumo público, se prevé que el choque negativo observado a principios de año comenzará a revertirse a partir del segundo trimestre. En la medida en que aumente el nivel de ejecución de los recursos por parte del Gobierno central, y de los regionales y locales, este agregado tendría un mayor dinamismo en la segunda mitad de 2019. Es importante recalcar que este pronóstico supone el pleno cumplimiento de la meta de déficit fiscal del 2,4% del PIB para 2019 presentada en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo* (MFMP).

Para el caso de la formación bruta de capital, el pronóstico presentado en este Informe implica una aceleración de la dinámica de este rubro del PIB en lo que resta del año. En este sentido, se espera que, tras la plena reglamentación de la Ley de Financiamiento, se consolide la buena dinámica que mostró la inversión en bienes de capital durante el primer trimestre del año. Asimismo, la recuperación parcial del gasto en los sectores afectados por los choques negativos de comienzos de 2019

también contribuirá a la aceleración de la inversión. Al respecto, la ejecución de obras civiles recobraría dinamismo en lo que resta del año y hacia el próximo, debido a la continuación de los proyectos viales de cuarta generación (4G). Además, dado el ciclo electoral del año en curso, se materializarían diferentes proyectos de infraestructura de iniciativa regional y local, financiados en gran parte con recursos provenientes del presupuesto bienal de regalías. Para el caso de la inversión en construcción de vivienda, no se espera una reactivación de importancia en vista de la debilidad que se ha observado en lo corrido del año en el mercado para segmentos medios y altos. Hacia el segundo semestre el escaso dinamismo que se proyecta provendría del segmento VIS, dados los mayores recursos anunciados por el Gobierno para dinamizar el sector.

Como se discute en el capítulo 1 de este Informe, en 2019 el ritmo de crecimiento de los socios comerciales del país será menor que el observado en 2018, y los pronósticos de los precios internacionales de los bienes básicos exportados por Colombia implicarían una caída de los términos de intercambio del país. No obstante, se prevé un escenario donde las exportaciones mantendrían un crecimiento un poco mayor que el observado en el primer trimestre. Además de una demanda externa menos dinámica, la información disponible sugiere que para el resto del año no se daría una recuperación plena de la producción de las principales materias primas exportadas, la cual fue afectada por diferentes choques de oferta a lo largo del año pasado.

En contraste, el equipo técnico prevé que se mantengan los niveles altos para el caso de las importaciones, similares a los observados a comienzos de 2019. Si bien el ritmo de expansión que se registró en trimestres recientes para este componente del PIB se moderará en el segundo semestre, este seguiría siendo importante. Lo anterior está sustentado en las perspectivas de un mayor crecimiento para la inversión durante la segunda mitad del año, así como en el buen desempeño previsto para el consumo privado.

Desde el punto de vista sectorial, las estimaciones del equipo técnico sugieren que en 2019 la industria manufacturera tendría un crecimiento similar al de 2018, el cual descansaría en el buen desempeño esperado para la demanda interna. Para la producción agropecuaria también se prevé una dinámica semejante a la del año anterior. El fenómeno de El Niño, de categoría débil según las agencias internacionales, ha tenido un escaso efecto sobre la oferta sectorial en lo corrido del año y se espera que continúe teniéndolo en lo que resta de 2019.

Por otro lado, el choque negativo de la construcción, observado a inicios del año, se revertiría gradualmente en los próximos trimestres. Lo anterior estaría sustentado, en gran medida, en las ejecuciones de los gobiernos regionales y locales y en los programas VIS del Gobierno Nacional. Cabe señalar que, dados sus encadenamientos productivos con ramas como la industria, el transporte y algunos servicios, el desempeño de este sector influye de manera importante en la expansión del agregado nacional.

Los principales riesgos a la baja que enfrenta el crecimiento del PIB están relacionados con la posibilidad de un desempeño más débil de la demanda interna debido, principalmente, a una menor recuperación de la inversión en construcción, y con un escenario de condiciones financieras menos favorables asociado con una prima de riesgo más alta para el país.

2.2 Mercado laboral³³

En el mercado laboral, el empleo urbano se mantiene en niveles similares a los de hace cuatro años, aunque con mejoras marginales

³³ Las series del mercado laboral presentan estacionalidad; es decir, sus valores son sistemáticamente más altos o bajos dependiendo de la época del año. Por tanto, este fenómeno debe corregirse mediante técnicas estadísticas para poder hacer comparaciones entre meses del mismo año. Por tal razón, las series que se presentan en esta sección son desestacionalizadas.

en formalización en lo corrido de 2019, especialmente por una mayor demanda relativa de mano de obra calificada, mientras que el empleo rural, que en años anteriores había contribuido de forma positiva al número de ocupados, se contrajo durante la primera mitad de este año. Así, el mercado laboral mostró signos de debilidad durante el primer semestre de 2019. La demanda laboral se deterioró en todos los dominios y la tasa de desempleo (TD) aumentó, a pesar de las menores tasas de participación. El número de ocupados del total nacional se situó en niveles levemente inferiores a los registrados hace un año, con la agricultura como el sector con la mayor contribución negativa, y la construcción y los servicios comunales como las ramas de mejor comportamiento. En este contexto, y acorde con el deterioro de la demanda laboral, se ha reducido la cantidad de vacantes y ha aumentado el número de desempleados, lo que ha generado una reducción en el indicador de estrechez del mercado laboral. Estas condiciones evidencian que, en lo corrido del año, el mercado laboral se encuentra en una situación en la que no se espera que genere presiones inflacionarias en el futuro cercano.

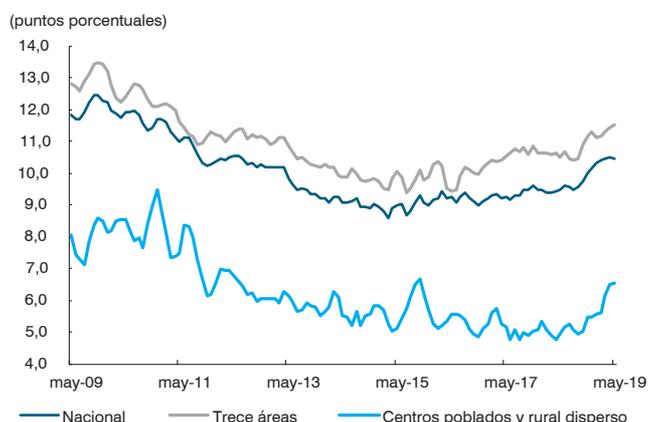
2.2.1 Desempleo

De acuerdo con la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) del DANE, en el primer semestre de 2019 la TD aumentó en todos los dominios geográficos (Gráfico 2.2). En el total nacional la TD pasó de una tasa promedio de 9,9% en el segundo semestre de 2018 a una de 10,4% entre enero y mayo de 2019 (series desestacionalizadas). De forma similar, en las trece áreas el cambio registrado fue de 10,8% a 11,3% y en las zonas rurales de 5,2% a 6,1%, siendo este último dominio el que presentó el mayor aumento, especialmente por el comportamiento del empleo agrícola, como se detalla más adelante.

2.2.2 Oferta y demanda de trabajo

El comportamiento del desempleo puede explicarse a partir de la interacción entre la oferta

Gráfico 2.2
Tasa de desempleo
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

laboral, representada por la tasa global de participación (TGP), y la demanda, expresada por la tasa de ocupación (TO)³⁴. El aumento anual de la TD en el total nacional y las áreas urbanas se explica por la caída de la TO, ya que el comportamiento de la TGP ha contribuido a mitigar el incremento anual del desempleo, puesto que también ha disminuido, pero en menor magnitud que la TO (Gráfico 2.3, paneles A y B).

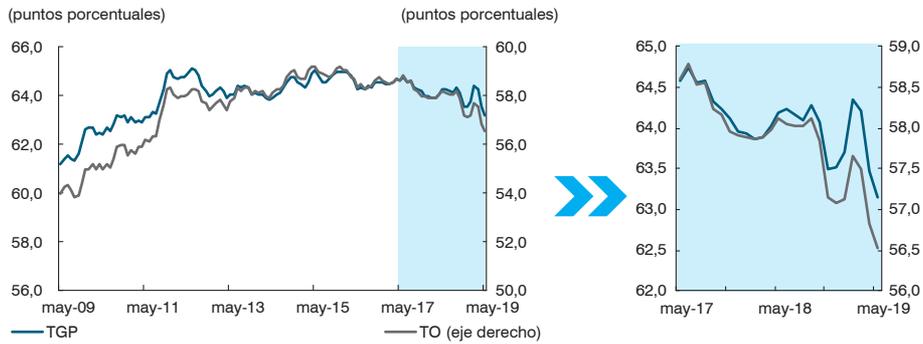
Con respecto a la inmigración venezolana, sus efectos sobre salarios, tasa de desempleo y tasa de informalidad, en el caso colombiano, parecen haber sido limitados hasta el momento. Así, se estima que este fenómeno explicaría entre 0,25 pp y 0,40 pp del nivel actual de la tasa de desempleo y que un incremento de 1,0 pp en la tasa de migración se asocia a un aumento de 0,18 pp en la tasa de informalidad. Estos resultados son consistentes con los hallazgos de la literatura sobre migraciones masivas en el mundo³⁵.

³⁴ La TGP se define como la razón entre la población económicamente activa y la población en edad de trabajar, mientras que la TO es la razón entre la población ocupada y la población en edad de trabajar.

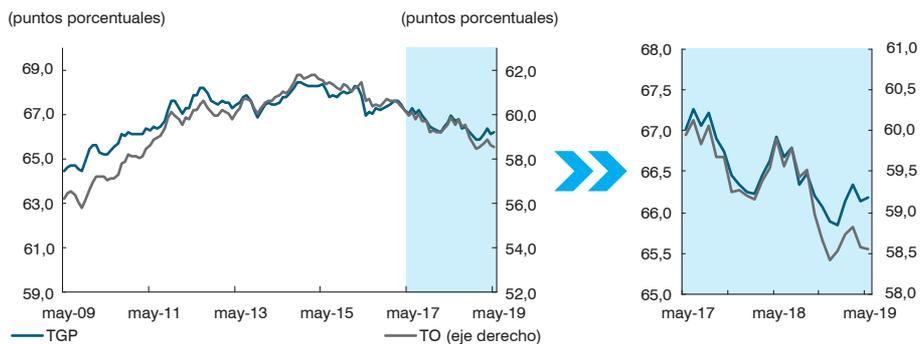
³⁵ Para un mayor detalle sobre los efectos de la inmigración venezolana, véase el *Reporte del Mercado Laboral* de marzo de 2019.

Gráfico 2.3
Tasa global de participación y tasa de ocupación
(series desestacionalizadas)

A. Total nacional



B. Trece áreas



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

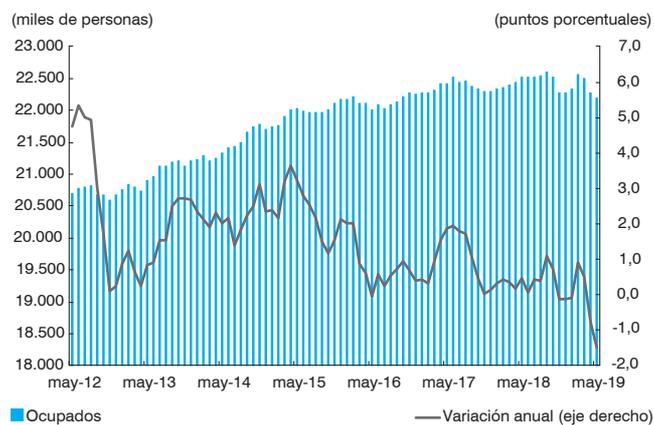
Por su parte, los descensos en las TO se explican por una leve reducción de los ocupados, mientras que la población en edad de trabajar (PET) crece. Así, en promedio, entre enero y mayo los ocupados tuvieron una variación anual³⁶ de -0,7% en el total nacional y de -0,2% en las trece áreas (Gráfico 2.4), lo que evidencia una demanda laboral débil, mientras que la PET se expandió a un ritmo del 1,3% y 1,4%, respectivamente. Esto es coherente con un crecimiento económico que aún se mantiene por debajo de su potencial y una brecha del producto que permanece en

terreno negativo. En estas circunstancias, y ya que las decisiones de ajuste de los empresarios en materia de empleo ocurren primero en el margen intensivo (horas trabajadas), antes que en el margen extensivo (número de ocupados), un crecimiento económico, si es modesto como el actual, no tiene por qué conducir a una pronta disminución de la TD. A su vez, al analizar las series de vacantes se observa una tendencia negativa, lo que reitera la debilidad de la demanda laboral. De esta forma, el indicador de estrechez del mercado laboral, definido como la razón entre vacantes sobre el número de desempleados, sigue registrando una tendencia decreciente, lo que sugiere un mercado laboral más holgado que lo considerado en el Informe pasado.

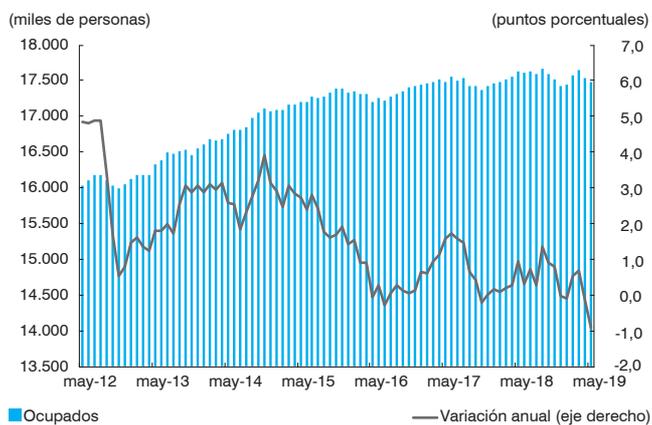
³⁶ Los datos de la GEIH son expansiones con proyecciones de población elaboradas con base en los resultados del censo 2005.

Gráfico 2.4
Número de ocupados desestacionalizados y variación anual

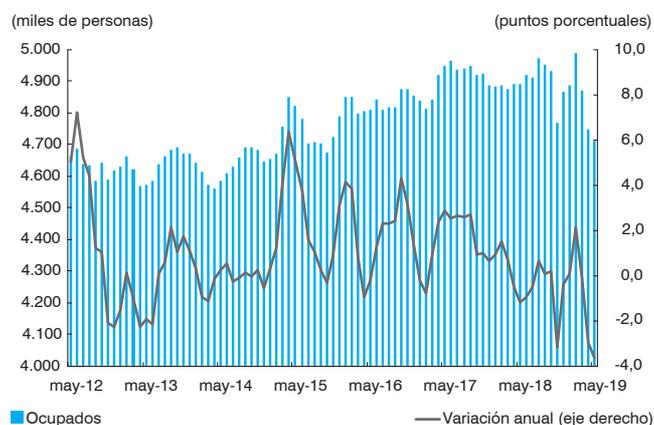
A. Total nacional



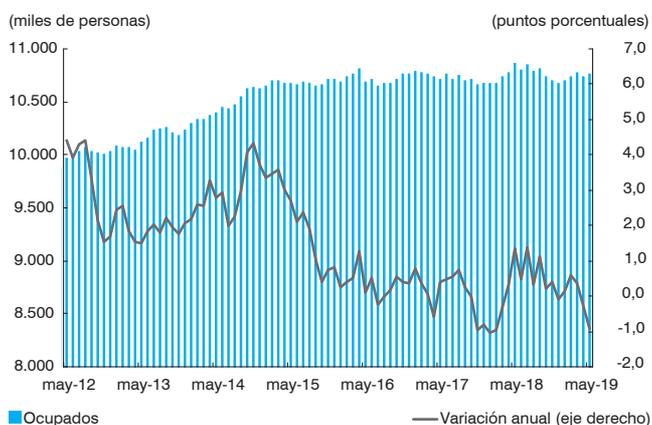
B. Cabeceras urbanas



C. Áreas rurales



D. Trece principales áreas metropolitanas



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

Por ramas de actividad, la agricultura, que representa cerca del 15% del total de ocupados del país, fue la de peor comportamiento en la generación de empleo del total nacional, lo cual se registró especialmente en las regiones Oriental (Norte de Santander, Santander, Boyacá, Cundinamarca y Meta) y Pacífica (Chocó, Cauca, Nariño y Valle), mientras que la construcción y los servicios comunales, sociales y personales fueron las ramas de mejores registros. No obstante, las variaciones

positivas en la construcción están influenciadas por una baja base de comparación en el año pasado. A su vez, en las trece áreas metropolitanas más importantes las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler fueron las que más restaron al número de ocupados, especialmente por la subrama de actividades inmobiliarias, mientras que la construcción, al igual que en el total nacional, se mantiene como el sector de mayor aporte positivo.

2.2.3 Calidad del empleo y condiciones del mercado laboral

Los aumentos de la formalidad y del empleo asalariado suelen asociarse con avances en materia de calidad del empleo, puesto que los trabajadores de este tipo disfrutan de una mayor estabilidad laboral, remuneraciones más altas y un mayor acceso al crédito, factores que a su vez impulsan la confianza, el consumo de los hogares y la productividad.

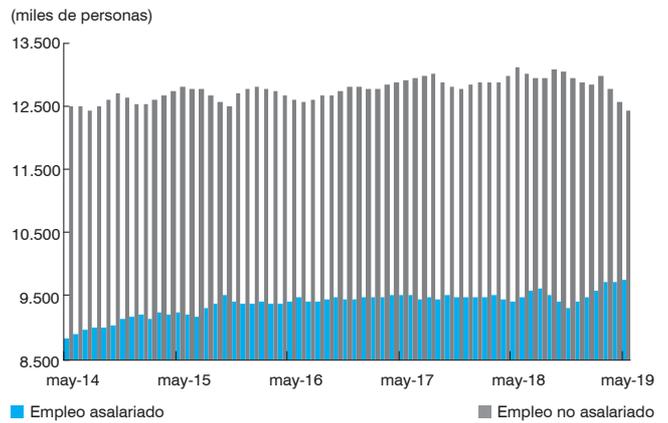
Durante el primer semestre de 2019 se registró una expansión moderada en el nivel de ocupados en las categorías de mejor calidad, que fueron compensadas por disminuciones en las clasificaciones de peor calidad. Así, para las trece áreas, en el semestre móvil terminado en mayo el empleo asalariado tuvo una expansión anual del 0,5% y el no asalariado una del -1,0% (Gráfico 2.5), por lo que el empleo no asalariado es el que explica la caída de la TO urbana. La modesta expansión del empleo asalariado se debe, sobre todo, al crecimiento de la mano de obra calificada, puesto que la no calificada se contrajo. A su vez, durante el mismo período las tasas de crecimiento anual del empleo formal³⁷ e informal en las trece áreas fueron del 1,3% y -1,9%, respectivamente (Gráfico 2.6).

Es posible que el ajuste del salario mínimo, que en los últimos años ha sido superior a la inflación y a la productividad, haya generado fricciones que estén afectando el crecimiento neto del empleo formal, en especial el del formal no calificado, y que puedan llegar a obstaculizar la tendencia observada en materia de formalización. En particular,

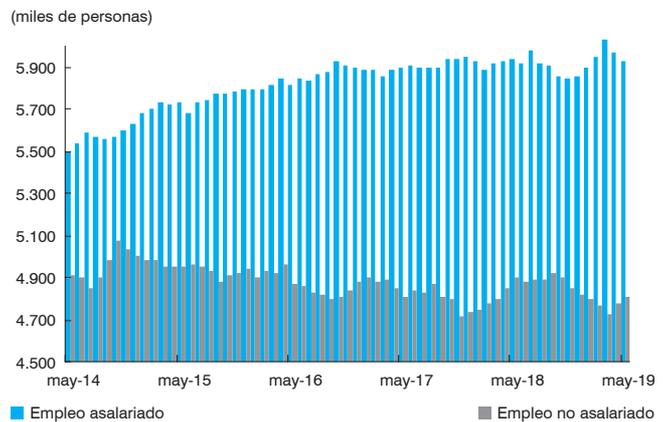
³⁷ Se considera asalariado a todo trabajador u obrero de empresas particulares y del Gobierno. Por su parte, según la definición del DANE, fundamentada en resoluciones de la Organización Internacional del Trabajo (OIT) de las Naciones Unidas, son informales los empleadores y trabajadores en empresas de hasta cinco trabajadores, los trabajadores familiares sin remuneración, los trabajadores sin remuneración en empresas o negocios de otros hogares, los empleados domésticos, los jornaleros o peones, y los trabajadores por cuenta propia que laboran en establecimientos hasta de cinco personas, excepto los independientes profesionales (DANE, 2009).

Gráfico 2.5
Empleo por tipo de ocupación
(trimestre móvil desestacionalizado)

A. Total nacional



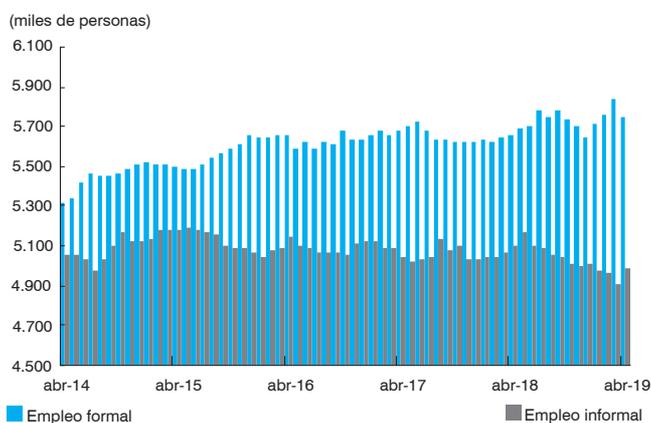
B. Trece áreas



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

un aumento del salario mínimo se traduce en mayores costos para las empresas, lo cual puede afectar las decisiones de contratación y despido, ya que se espera que la demanda por mano de obra esté negativamente relacionada con el salario. A esto se suma que el nivel relativo del salario mínimo al salario mediano es bastante elevado en Colombia, si se lo compara con otros países de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE; Gráfico 2.7). En esta línea, para

Gráfico 2.6
Empleo por formalidad



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

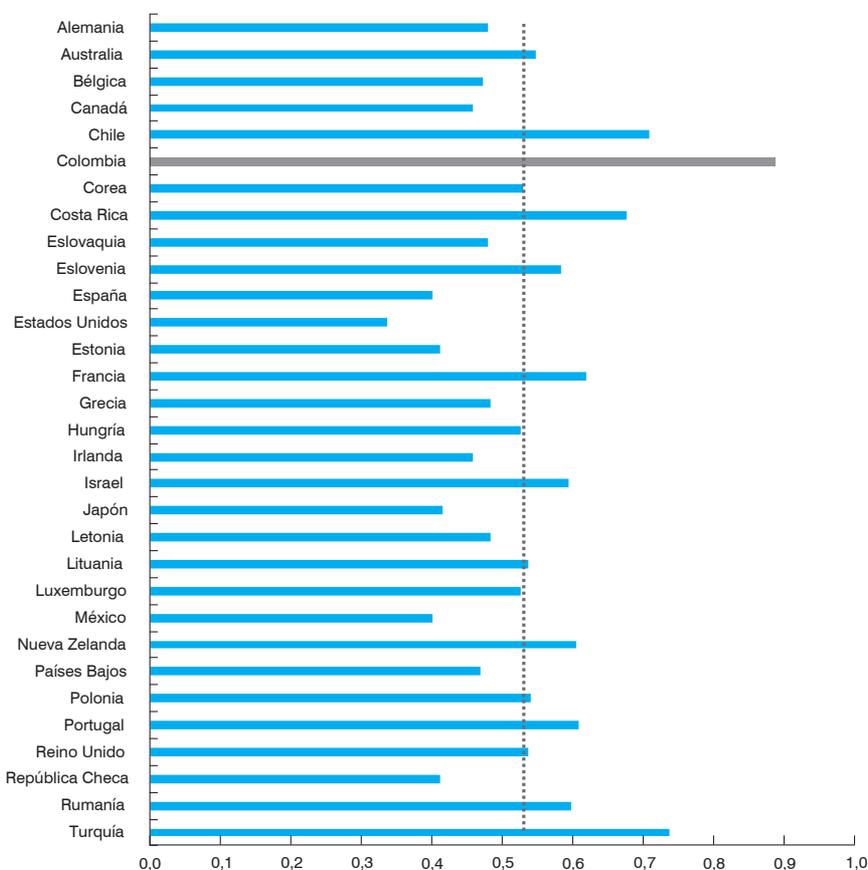
el caso colombiano, la evidencia³⁸ indica que el efecto de los ajustes del salario mínimo sobre el crecimiento neto del empleo formal es negativo.

2.2.4 Costos laborales y salariales

La información disponible sugiere que buena parte de los ajustes salariales observados en lo corrido del año se han ubicado por encima de la meta de inflación. En particular, entre enero y mayo los salarios nominales del comercio presentaron un incremento promedio del

³⁸ Para un mayor detalle sobre los efectos del aumento del salario mínimo sobre los flujos del mercado laboral, véase el *Reporte del Mercado Laboral* de julio de 2018.

Gráfico 2.7
Salario mínimo relativo al salario mediano en países de la OCDE (2017)



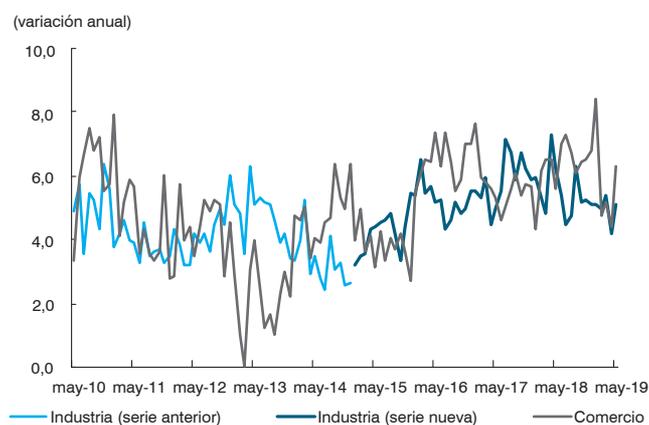
Nota: en línea punteada el promedio de la muestra (0,53). Salarios referidos a empleados de tiempo completo.

Fuente: OCDE.

5,8% anual y los de la industria uno del 4,9% (Gráfico 2.8, panel A). Por su parte, entre enero y junio los salarios nominales de la construcción pesada y de vivienda registraron expansiones anuales alrededor del 3,7% y 3,4%, respectivamente (Gráfico 2.8, panel B).

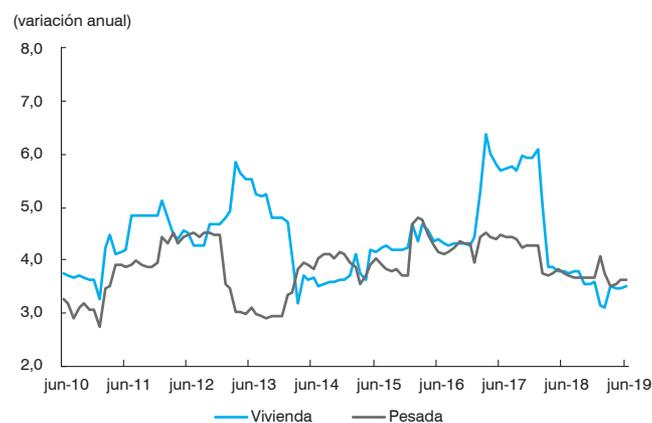
Gráfico 2.8
Índices de salarios nominales

A. Industria y comercio



Fuente: DANE (EMCM, EMM y EMMET); cálculos del Banco de la República.

B. Construcción pesada y vivienda



Fuente: DANE (ICCV e ICCP); cálculos del Banco de la República.

2.2.5 Perspectivas para el resto de 2019

Si bien se espera un mayor dinamismo económico para la segunda parte de este año, aún

existirían excesos de capacidad productiva en la economía, lo que hace prever que los indicadores del mercado laboral, en particular la tasa de desempleo, deberían mantenerse estables en niveles cercanos a los actuales. Adicionalmente, las encuestas de expectativas del Banco de la República no muestran mejoras en el balance de los empresarios sobre incrementos en la planta de personal, debido a que no se prevén crecimientos económicos altos, tanto en el frente interno como en el externo. Así, de conservarse estas condiciones, no deberían observarse presiones de consideración sobre los salarios y, por este canal, sobre los precios.

2.3 Inflación

La inflación anual al consumidor aumentó en el primer semestre de 2019 más de lo previsto y se distanció un poco de la meta, impulsada por algunos choques de oferta transitorios derivados de condiciones climáticas adversas motivadas por la presencia del fenómeno de El Niño y por aumentos en impuestos indirectos, principalmente. A esto de nuevo se sumaron reajustes importantes en varios servicios regulados por diversas razones. No obstante, factores fundamentales que determinan la senda de inflación de mediano y largo plazos contribuyeron a contener las presiones sobre precios y permitieron que la inflación básica, que excluye buena parte de estos choques, continuara mostrando una gran estabilidad en torno a la meta del 3,0%, tal y como se observa desde finales del año pasado. Dentro de los indicadores de inflación básica, conviene resaltar la inflación sin alimentos ni regulados, la cual se mantuvo siempre por debajo de la meta en lo corrido del año y en junio se situó en 2,54%. En estos meses, en particular, la economía siguió contando con excesos de capacidad productiva, por lo que el crecimiento del gasto no derivó en un aumento relevante de precios. Así mismo, las expectativas de inflación permanecieron cerca de la meta y la transmisión de la depreciación del peso a los precios fue poca y menor que la anticipada.

El fenómeno de El Niño seguirá presionando al alza la inflación al consumidor por unos meses más, a lo que se suma el impacto del cierre de la vía al Llano; sin embargo, hacia el cuarto trimestre y comienzos de 2020, con la normalización de las condiciones climáticas y la reapertura de la vía, el efecto de dichos choques debería comenzar a desvanecerse. Por otro lado, dado el crecimiento previsto, la economía seguiría presentando excesos de capacidad productiva y una brecha del producto negativa por varios trimestres más, lo que permite descartar presiones sobre precios asociadas con el aumento del gasto. Hacia el mediano plazo tampoco se prevén cambios significativos en el nivel del tipo de cambio que puedan generar alzas de consideración en los precios de los transables, ni presiones de costos salariales dadas las condiciones relativamente holgadas que seguirá presentando el mercado laboral.

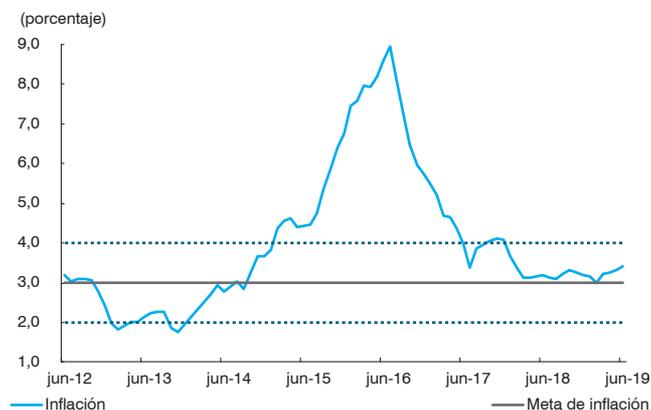
Todo ello debe permitir que la inflación anual retome una tendencia decreciente hacia finales del año, aunque el resultado para diciembre superaría un poco la meta. Hacia 2020 la tendencia decreciente debe continuar, haciendo que la inflación converja al 3,0%. En este período la inflación básica continuaría mostrando un comportamiento estable en torno a la meta. Sin embargo, dicha estabilidad y el retorno de la inflación total hacia la meta podría retrasarse si las presiones sobre el tipo de cambio terminan siendo importantes y superan las contempladas en el pronóstico central o si los problemas de cierre de vías no se superan en un plazo razonable.

2.3.1 La inflación en lo corrido de 2019

Como ocurre desde comienzos del año pasado, en el primer semestre de 2019 la inflación anual al consumidor se mantuvo en niveles cercanos a la meta del 3,0% establecida por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), mostrando una estabilidad mayor que la observada en años anteriores. En junio, específicamente, el resultado fue del 3,43%, una cifra superior a la de diciembre del año

pasado (3,18%) (Gráfico 2.9 y Cuadro 2.3). En los últimos seis meses la inflación ha presentado una tendencia ligeramente ascendente y algo mayor que la prevista, afectada por alzas en precios de los alimentos y de algunos servicios regulados, las cuales en buena medida deberán tener un carácter transitorio.

Gráfico 2.9
Índice de precios al consumidor (IPC)
(variación anual)



Fuentes: DANE y Banco de la República.

La inflación básica, que descuenta buena parte de estos choques transitorios, cayó a niveles ligeramente inferiores a la meta desde comienzos de año y se ha mantenido ahí a lo largo del semestre, según lo sugiere el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República. Dicho promedio se situó en junio en 2,96%, frente a una cifra del 3,03% a finales del año pasado (Gráfico 2.10 y Cuadro 2.3). Dos de las cuatro medidas se situaron por debajo del 3,0% en lo corrido del año, destacándose el índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos ni regulados con el registro más bajo (2,54% a junio).

Acorde con lo previsto, los precios al consumidor siguieron enfrentando escasas presiones originadas en la demanda, dado que la economía continuó presentando excesos de capacidad productiva y un crecimiento inferior al potencial. Dicha situación se ha reflejado en la estabilidad que ha mostrado la

Cuadro 2.3
Indicadores de inflación al consumidor
(a junio de 2019)

Descripción	Ponderaciones nuevo IPC ^{a/}	Dic-17	Mar-18	Jun-18	Sep-18	Dic-18	Mar-19	Abr-19	May-19	Jun-19
Total	100,00	4,09	3,14	3,20	3,23	3,18	3,21	3,25	3,31	3,43
Sin alimentos ^{b/}	76,16	5,01	4,05	3,81	3,71	3,48	3,26	3,26	3,19	3,15
Transables	19,16	3,79	1,80	1,83	1,57	1,09	0,90	1,16	1,22	1,17
No transables	42,31	5,49	4,76	4,27	4,13	3,79	3,29	3,42	3,34	3,36
Regulados	15,26	5,86	6,01	5,82	6,03	6,37	6,42	5,78	5,54	5,33
Alimentos ^{c/}		1,92	0,98	1,74	2,05	2,43	3,26	3,46	3,90	4,46
Perecederos	3,88	5,84	7,13	8,47	9,51	8,88	9,98	10,99	13,19	15,46
Procesados	16,26	(0,91)	(2,01)	(0,91)	(0,72)	(0,08)	1,43	1,45	1,60	2,18
Comidas fuera del hogar	8,07	5,21	3,32	3,13	3,32	3,68	3,43	3,70	3,89	3,80
Indicadores de inflación básica										
Sin alimentos		5,01	4,05	3,81	3,71	3,48	3,26	3,26	3,19	3,15
Núcleo 20		4,87	4,04	3,58	3,56	3,23	3,09	3,25	3,21	3,28
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos		4,02	2,99	2,71	2,81	2,76	2,57	2,72	2,73	2,87
Inflación sin alimentos ni regulados ^{d/}		4,76	3,49	3,23	3,04	2,64	2,38	2,57	2,55	2,54
Promedio de todos los indicadores		4,66	3,64	3,33	3,28	3,03	2,82	2,95	2,92	2,96

a/ Ponderaciones de la nueva metodología, utilizadas para los cálculos del IPC a partir de enero de 2019.

b/ Cálculos del Banco de la República con la nueva metodología; excluye la división de alimentos y las subclases correspondientes a comidas fuera del hogar.

c/ Cálculos del Banco de la República con la nueva metodología; incluye la división de alimentos y las subclases correspondientes a comidas fuera del hogar.

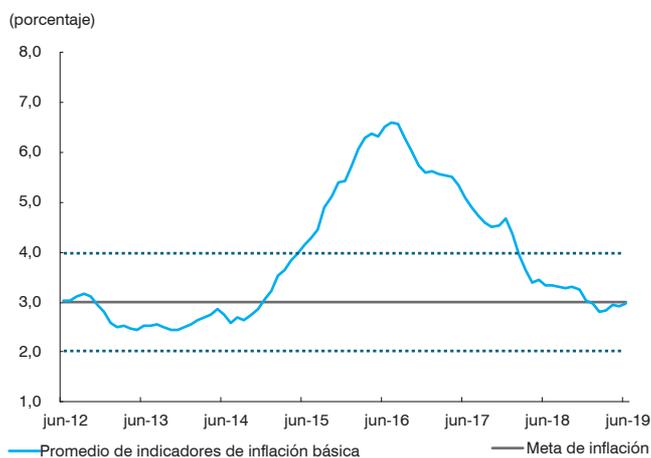
d/ Cálculos del Banco de la República.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República con clasificaciones provisionales.

inflación básica (en niveles relativamente bajos) y en particular la subcanasta del IPC de no transables, cuya variación anual se mantuvo alrededor del 3,3% en estos primeros seis meses (significativamente por debajo de lo observado el año pasado). Dentro de los no transables sobresale el comportamiento del IPC de arriendos, cuya variación anual, de 3,06% en junio, continuó decreciendo lentamente, como viene ocurriendo desde finales de 2017. Este y otros rubros también habrían resultado favorecidos por una indexación a menores tasas, dada la caída de la inflación el año pasado.

Las escasas presiones de demanda también se estarían haciendo evidentes en la poca transmisión que, según las estimaciones del equipo técnico del Banco, se habría dado de la depreciación acumulada a los precios al consumidor del segmento transable. Aunque en lo corrido del año se presentaron aumentos en este indicador (de 1,09% en diciembre de 2018 a 1,17% en junio), ellos estuvieron asociados en buena parte con el impacto del incremento del impuesto *ad valorem* a las bebidas alcohólicas. Dicho gravamen entró en vigencia a comienzos de año, pero ha sido

Gráfico 2.10
Promedio de indicadores de inflación básica



Fuentes: DANE y Banco de la República.

revisado a la baja recientemente, por lo que es probable que en el segundo semestre parte de su impacto alcista sobre la inflación anual se revierta. De esta manera, aunque el aumento del tipo de cambio desde mediados de 2018 ha conducido a algunas alzas de precios de transables, estas han estado por debajo de lo esperado y de lo acontecido en situaciones similares en el pasado.

En lo corrido del año la mayor contribución al aumento moderado de la inflación ha provenido de las alzas de los precios de los alimentos. La inflación de alimentos (incluidas comidas fuera del hogar) pasó de 2,43% en diciembre a 4,46% en junio. Además del ciclo agrícola usual, este aumento ha estado asociado con los efectos del fenómeno de El Niño y, en menor medida, con los impuestos a las gaseosas. El Niño, a pesar de ser de intensidad moderada, habría afectado de manera significativa los precios de varios alimentos percederos y de las carnes, con especial fuerza en la región Caribe. A ello se suma la adopción del impuesto plurifásico sobre las bebidas gaseosas ordenado por la Ley de Financiamiento. Asimismo, circunstancias como el paro indígena de marzo y abril y el cierre de la vía Bogotá-Villavicencio habrían generado aumentos puntuales en los precios

de muchos alimentos primarios en varias regiones del país.

En estos primeros seis meses el IPC de regulados mostró una variación anual decreciente, aunque se mantiene en niveles altos, comparado con lo observado en las otras subcanastas principales. A junio dicha variación fue de 5,33% (frente a 6,37% en diciembre). Dentro de este grupo los mayores ajustes han corrido por cuenta de los servicios públicos, en particular los de acueducto y alcantarillado, pero también los de energía y gas. En el primero de estos servicios la variación anual en ascenso (a 7,56% en junio) ha obedecido a aumentos de tarifas en algunas pocas ciudades, como Medellín, la cual busca recoger fondos para inversión en plantas de descontaminación de aguas. Con respecto a la energía, el servicio domiciliario de mayor peso en la canasta, su variación anual ha permanecido por encima del 7,0% desde mediados del año pasado, y en junio fue del 6,49%. Estas alzas habrían obedecido, entre otros factores, al retraso en la entrada en operación de proyectos hidroeléctricos y a la mayor vinculación de las tarifas de Electricaribe al precio del mercado *spot*, dadas las dificultades que enfrenta dicha empresa para establecer contratos de suministro de energía de largo plazo (Cuadro 2.3).

En esta primera mitad del año no hay evidencia que sugiera que los costos laborales hayan sido fuente de presiones inflacionarias de importancia. En el caso de rubros no transables intensivos en trabajo, como los de educación y salud, los ajustes en precios se moderaron en lo corrido del año. Pocos rubros, fuertemente atados al salario mínimo, como el de las cuotas de vigilancia y administración residencial (otros servicios de ocupación de vivienda) presentaron un ritmo de ajuste creciente frente al año anterior.

2.3.2 Perspectivas para 2019 y 2020

En lo que resta del año la inflación anual al consumidor seguirá favorecida por la ausencia de presiones de demanda y de costos salariales, además de una baja transmisión de los

movimientos del tipo de cambio a los precios internos, todo lo cual debe garantizar una relativa estabilidad. Se esperan aumentos leves en los próximos meses en la medida en que los precios de alimentos y regulados seguirán sometidos a algunos choques alcistas. Sin embargo, puesto que es probable que los efectos de dichos choques se desvanezcan de manera paulatina a partir del cuarto trimestre, deberá observarse un quiebre en esta tendencia y la inflación convergerá hacia la meta del 3,0% en 2020. En cualquier caso, la inflación no se alejará significativamente de este número en lo que resta del año, alcanzando un máximo nivel en algún momento entre el tercero y el cuarto trimestres.

Por su parte, la inflación básica, la cual se encuentra por debajo del 3,0%, convergerá hacia este nivel en el transcurso del año, impulsada por el segmento transable. La variación anual de esta canasta deberá aumentar desde el relativamente bajo nivel observado en la actualidad hacia cifras más cercanas al 3,0% en lo que resta del año y en 2020 como resultado de la transmisión de la depreciación acumulada y esperada del tipo de cambio. No obstante, dado que hacia futuro no se prevé una fluctuación significativa en el nivel de tal variable y que en el tercer trimestre se tiene que reversar parte del choque alcista debido al aumento del impuesto *ad valorem* a los licorés, la tendencia al alza será muy gradual.

Con respecto al segmento no transable de la inflación básica, los niveles actuales, un poco superiores al 3%, se mantendrán el resto del año, teniendo en cuenta que las presiones de demanda seguirán contenidas, dado que la economía continuará presentando excesos de capacidad productiva y una brecha del producto negativa. Hacia más largo plazo, sin embargo, se prevé un cierre gradual de dicha brecha, lo que hará que la inflación de esta subcanasta aumente un poco.

Los precios de los alimentos, en particular de los perecederos, seguirán siendo fuente de presiones alcistas sobre la inflación al consumidor durante el tercer trimestre, como consecuencia de los efectos del fenómeno de

El Niño, el cual debe extenderse hasta finales del verano del hemisferio norte, de acuerdo con la información más reciente. A esto se suman los aumentos de los costos de transporte que está ocasionando el cierre de la vía principal al Llano, con los consiguientes aumentos de precios en alimentos, sobre todo en Bogotá. No obstante, la normalización de las condiciones climáticas y la reapertura de la vía (que según los anuncios oficiales debe ocurrir a finales del tercer trimestre) deberá conducir a una normalización paulatina de los precios y a un descenso de la inflación de alimentos y de la total hacia el cuarto trimestre del año. Esta tendencia se prolongaría hacia la primera mitad de 2020, lo que hará posible que la inflación total converja al 3,0%.

Los precios de los regulados también continuarían siendo otra fuente de presiones alcistas en lo que resta de año y hacia 2020, especialmente por cuenta de las tarifas de energía eléctrica, aunque en menor medida que en el pasado reciente. Las circunstancias que han llevado a reajustes relativamente altos en estos precios desde el año pasado seguirán presentes en los próximos trimestres. No obstante, el descenso de los precios internacionales de los combustibles en los últimos meses hacia niveles más sostenibles y la ausencia de presiones cambiarias importantes deberán llevar a una mayor estabilidad en el precio interno de la gasolina en el mediano plazo, con reajustes menores que en trimestres anteriores. De esta manera, la variación anual de regulados, aunque seguirá siendo relativamente alta, deberá decrecer y no sería un impedimento para el descenso de la inflación al consumidor hacia la meta en 2020.

El descenso de la inflación a finales de año y su convergencia a la meta en 2020 podría enfrentar riesgos al alza en caso de que el tipo de cambio tienda a depreciarse más de lo previsto. Una situación como esta repercutiría en alzas en los precios de los transables, afectando las expectativas de inflación y retrasando la convergencia de la inflación a la meta. Otro riesgo al alza puede surgir si los cierres de vías se prolongan más de lo previsto, afectando de

manera más duradera los precios de los alimentos en ciudades como Bogotá, y vía expectativas, a la inflación total.

2.4 Tasas de interés y sector financiero

2.4.1 Comportamiento de las tasas de interés durante el primer semestre de 2019

2.4.1.1 Tasas de interés bancarias

Durante el primer semestre de 2019 la tasa de política se mantuvo estable en 4,25%, el mismo nivel desde abril de 2018, completando así catorce meses sin modificaciones. Por su parte, las tasas activas y pasivas se mantuvieron relativamente estables en el primer semestre del año. Aunque se presentaron incrementos en todas las modalidades de crédito en los primeros meses del año, los cuales obedecieron principalmente a patrones estacionales, estos se disiparon en su mayoría durante el segundo trimestre. Así, las tasas a fin de junio llegaron a niveles similares a los de finales de 2018 (Gráfico 2.11).

En el primer semestre de 2019, tanto la tasa de interés interbancaria (TIB) *overnight* como el indicador bancario de referencia

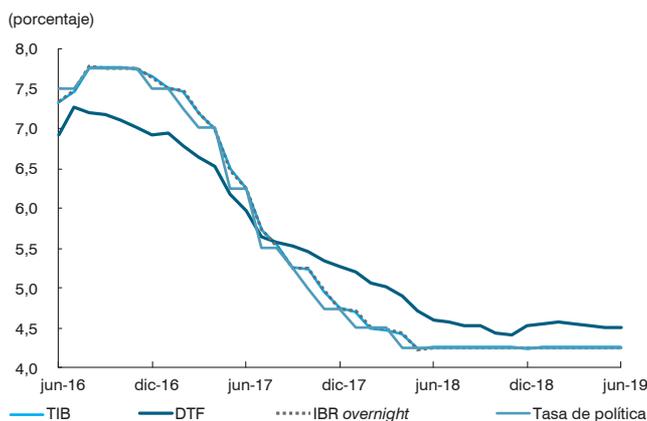
(IBR) *overnight* se mantuvieron estables, en los niveles observados a fin de año: 4,26% y 4,11%, respectivamente (Gráfico 2.11). Por su parte, las tasas de captación subieron levemente, lo cual es explicado, en gran parte, por un aumento en las tasas y en las captaciones de largo plazo (360 días o más). La tasa agregada de certificados de depósito a término (CDT) aumentó 6 pb y la de los depósitos a término fijo (DTF) se redujo 2 pb a junio. En lo corrido del año el promedio semanal de los montos captados fue superior al registrado durante 2018, especialmente en las captaciones de largo plazo (superiores a 360 días).

En las tasas activas, las de créditos comerciales aumentaron en el primer semestre (Cuadro 2.4). Las tasas de créditos a hogares presentaron reducciones con respecto a finales de año en consumo y tarjeta de crédito, mientras que la tasa de créditos hipotecarios aumentó levemente en el mismo período. En lo corrido del año a junio se presentaron las siguientes variaciones en las tasas de interés de créditos comerciales: tesorería 115 pb y ordinario 7 pb, mientras que la preferencial se mantuvo estable en el nivel de fin de año. Por su parte, la de tarjetas de crédito (-69pb) y consumo (-30 pb) bajaron, y la hipotecaria aumentó (12 pb).

En términos reales, todas las tasas de interés de préstamos y depósitos aumentaron en el primer semestre de 2019. Al descontar el promedio de varias medidas de expectativas de inflación³⁹ (tasas de interés reales *ex ante*), tanto las tasas pasivas como las activas aumentaron en el primer trimestre, excepto las de tarjeta de crédito. Al cierre del primer semestre del año todas las tasas reales se encuentran en niveles inferiores al promedio histórico, excepto la de tesorería (Gráfico 2.12).

Gráfico 2.11

Tasa de interés de intervención del Banco de la República^{a/}, Tasa interbancaria (TIB)^{b/}, IBR *overnight*^{b/} y DTF^{b/}



a/ Tasa de política según la fecha de la reunión de la JDBR.

b/ Se utiliza la tasa promedio del mes.

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

³⁹ Específicamente, se descuenta el promedio de cinco medidas de expectativas de inflación: a un año obtenida de la encuesta a analistas financieros; a un año obtenida de la encuesta trimestral de expectativas económicas; *break even inflation* a dos y tres años, y *forward break even inflation* de dos a tres años.

Cuadro 2.4
Principales tasas de interés nominales del sistema financiero
(porcentaje)

Fecha	Tasa de interés de política	Tasas pasivas				Tasas activas						
		DTF	CDT	Pasiva ponderada ^{a/}	IBR tres meses ^{a/}	Consumo	Hogares Hipotecario ^{b/}	Tarjeta de crédito ^{c/}	Ordinario	Preferencial	Tesorería	Total activas ^{d/}
Ene-17	7,50	6,94	7,41	6,02	7,33	20,88	12,45	31,89	14,30	11,27	12,22	15,11
Feb-17	7,25	6,78	7,43	5,63	7,03	20,03	12,56	31,70	13,79	11,37	12,03	14,87
Mar-17	7,00	6,65	7,08	5,16	6,64	19,78	12,42	31,63	13,84	11,22	11,96	15,13
Abr-17	7,00	6,53	6,84	5,36	6,20	19,87	12,38	31,71	13,71	10,65	11,26	14,47
May-17	6,25	6,17	6,54	5,05	5,87	19,78	12,36	31,51	13,37	10,09	10,68	14,02
Jun-17	6,25	5,96	6,31	4,23	5,50	19,47	12,02	31,17	12,89	9,75	10,57	13,50
Jul-17	5,50	5,65	6,00	4,38	5,35	19,39	11,57	31,16	12,64	9,47	10,27	13,58
Ago-17	5,50	5,58	6,06	4,52	5,19	18,91	11,29	30,96	12,27	9,14	9,47	13,27
Sep-17	5,25	5,52	5,97	4,12	5,15	18,87	11,01	30,27	12,04	8,77	9,17	12,69
Oct-17	5,00	5,46	5,93	4,95	4,95	18,88	10,91	29,91	12,13	8,79	8,79	13,05
Nov-17	4,75	5,35	5,82	3,70	4,56	18,67	10,90	29,36	11,72	8,72	9,11	12,87
Dic-17	4,75	5,28	5,55	3,69	4,66	18,66	10,83	28,85	11,33	8,43	8,16	11,66
Ene-18	4,50	5,21	5,59	3,84	4,48	19,25	10,74	29,36	11,59	8,28	8,04	12,53
Feb-18	4,50	5,07	5,50	3,96	4,41	18,60	10,82	29,53	11,32	7,92	7,99	12,06
Mar-18	4,50	5,01	5,33	3,48	4,33	18,33	10,77	29,19	11,14	7,72	8,44	11,72
Abr-18	4,25	4,90	5,23	3,86	4,20	18,16	10,66	28,67	11,17	8,02	8,02	12,21
May-18	4,25	4,70	5,05	3,63	4,20	17,77	10,61	28,51	11,18	7,82	8,50	12,37
Jun-18	4,25	4,60	4,91	3,10	4,25	17,89	10,58	28,53	10,80	7,96	7,74	12,35
Jul-18	4,25	4,57	4,96	3,73	4,25	18,41	10,57	28,12	10,97	7,87	9,22	12,33
Ago-18	4,25	4,53	4,87	3,34	4,25	18,00	10,50	27,82	10,70	7,57	8,87	12,49
Sep-18	4,25	4,53	4,87	3,50	4,26	17,70	10,48	27,53	10,70	7,68	9,43	12,25
Oct-18	4,25	4,43	4,83	3,62	4,28	17,50	10,45	27,12	10,55	7,31	8,05	11,98
Nov-18	4,25	4,42	4,77	3,27	4,28	17,28	10,45	27,01	10,56	7,60	9,08	11,96
Dic-18	4,25	4,54	4,90	3,66	4,27	17,21	10,38	27,16	10,24	7,63	7,79	11,13
Ene-19	4,25	4,56	5,16	3,72	4,26	18,43	10,39	27,11	10,82	7,79	8,36	12,69
Feb-19	4,25	4,57	5,20	3,83	4,27	17,82	10,43	27,13	10,29	7,66	8,15	11,93
Mar-19	4,25	4,55	5,10	3,24	4,26	17,66	10,43	26,60	10,46	7,61	8,91	12,05
Abr-19	4,25	4,54	5,00	3,87	4,26	17,85	10,36	26,58	10,39	7,35	9,61	11,89
May-19	4,25	4,50	5,02	3,59	4,25	17,08	10,47	26,49	10,47	7,64	8,29	12,26
Jun-19	4,25	4,52	4,96	3,54	4,22	16,90	10,50	26,47	10,31	7,61	8,95	11,44

a/ Dato a fin de mes.

b/ Corresponde al promedio ponderado por monto de la tasa de los desembolsos en pesos y en UVR para adquisición de vivienda no VIS. Antes de realizar el promedio ponderado a la tasa de los créditos en UVR se le sumó la variación anual de la UVR.

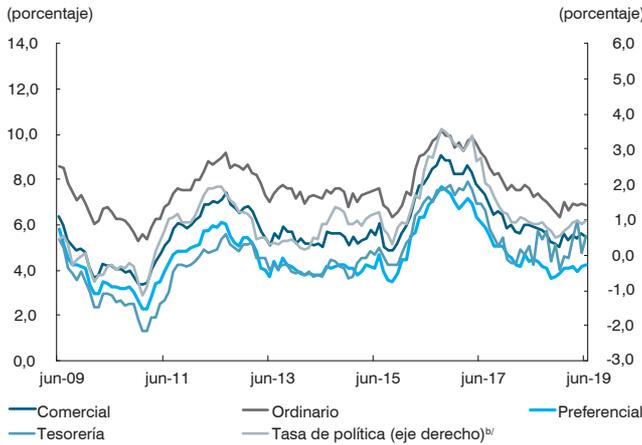
c/ Corresponde a tarjeta de crédito personas y no incluye consumos a un mes ni avances.

d/ Corresponde al promedio ponderado por monto de los créditos de consumo, ordinario, preferencial y tesorería. La ponderación del crédito de tesorería corresponde a un quinto de su desembolso semanal.

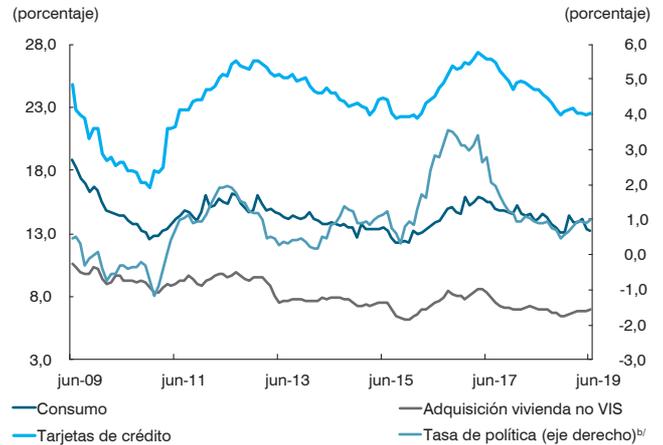
Fuentes: Formato 088 y Formato 441 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Gráfico 2.12
Tasas de interés reales *ex ante*^{a/}

A. Créditos a las empresas



B. Créditos a los hogares



a/ Se utiliza el promedio de varias medidas de expectativas de inflación como deflactor (a un año obtenida de la encuesta mensual a analistas financieros; a un año obtenida de la encuesta trimestral de expectativas económicas; las BEI a dos y tres años, y la forward BEI de dos y tres años).

b/ La tasa de política corresponde a la establecida por la JDBR en la reunión del mes; las demás tasas corresponden al promedio del mes (ponderado por monto).

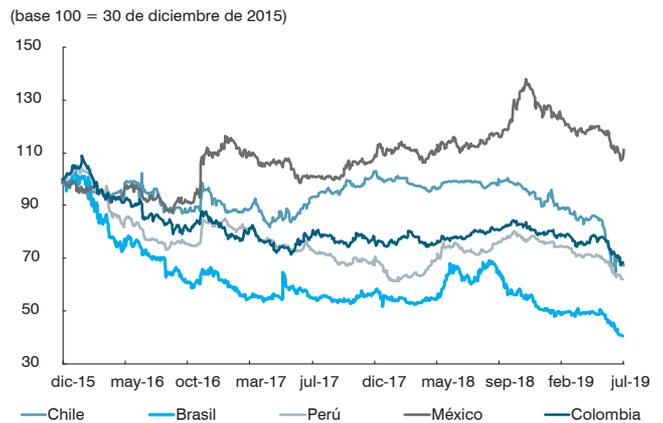
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

2.4.1.2 Mercado de deuda pública

Durante lo corrido del año las tasas⁴⁰ de los títulos emitidos por el Gobierno colombiano (TES), así como las de los demás países de la región, han disminuido de manera importante acorde con el comportamiento de los títulos de deuda pública estadounidense. Esta reducción se explica principalmente por las mayores expectativas de que la Reserva Federal (Fed) reduzca sus tasas de interés este año como respuesta a la publicación de cifras macroeconómicas que han evidenciado una desaceleración de la inflación y de la actividad económica (Gráfico 2.13).

Los TES también se han visto favorecidos por las mayores expectativas de que el

Gráfico 2.13
Índice de las tasas cero cupón a 10 años en Latinoamérica

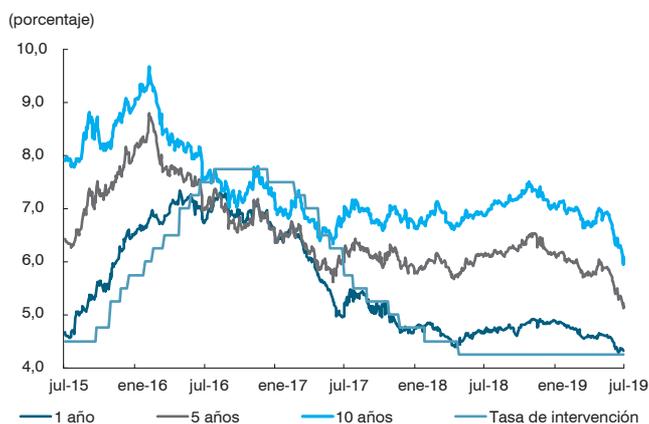


Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC; cálculos del Banco de la República.

⁴⁰ Entre el precio de un bono y su tasa de interés de mercado hay una relación inversa. Por ejemplo, si un título promete pagar a su vencimiento \$110 y su precio de mercado es \$100, entonces su tasa de interés es de 10%. Si el precio de mercado del mismo título sube a \$105, entonces su tasa baja (4,8% = (110/105) - 1) porque al final se seguirán recibiendo los mismos \$110.

Banco de la República mantenga una política monetaria expansiva durante un tiempo más prolongado frente a lo que se esperaba en diciembre de 2018 (Gráfico 2.14). Durante este período se ha observado una menor participación de extranjeros, quienes han reducido

Gráfico 2.14
Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de subasta de expansión del Banco de la República



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

su porcentaje de participación en el mercado local de TES del 26,4% para el cierre de 2018 al 25,9% al 9 de julio. Sin embargo, su presencia se mantiene frente a lo observado el 9 de julio de 2018.

El comportamiento del mercado ha mostrado un menor dinamismo durante 2019 frente a lo observado el año pasado. En este período el monto promedio diario negociado en los sistemas de negociación SEN y MEC de los títulos de deuda pública colombiana ha sido de COP 5,09 billones (b) al 9 de julio, cifra inferior a los COP 8,75 b registrados durante 2018.

2.4.2 Principales cuentas de los establecimientos de crédito⁴¹

En lo corrido de 2019 el comportamiento de los principales rubros del balance de los es-

⁴¹ La información de los establecimientos de crédito se obtiene del formato 281 de la Superintendencia Financiera de Colombia. Las cifras corresponden al viernes 28 de junio de 2019, las comparaciones anuales se realizan frente al viernes 29 de junio de 2018. Debido a que a partir del 1 de enero de 2015 los establecimientos de crédito reportan la información de sus cuentas de balance siguiendo las normas internacionales de información financiera (NIIF), se incluyen ajustes estadísticos para compensar los efectos por el cambio de metodología.

tablecimientos de crédito sugiere que poco a poco se retorna a la senda de expansión. Aunque los crecimientos de la cartera y de los depósitos aún son bajos, son mayores que los registrados en los últimos meses y con tendencia positiva. En particular, al cierre de junio la cartera bruta en moneda legal y los depósitos (pasivos sujetos a encaje: PSE) crecieron 7,3% y 7,2% anual, respectivamente (3,7% y 3,6% en términos reales), frente a 6,4% (3,1% real) y 5,2% (2,0% real) en diciembre.

En el caso de la cartera, principal componente del activo de los establecimientos de crédito (EC), se consolida la recuperación iniciada en el último trimestre de 2018. El aumento en su crecimiento es consistente con un escenario de recuperación moderada de la actividad económica y estabilidad en la tasa de interés de política, y se da junto con un menor ritmo de deterioro (véase sección 2.4.2.3) y una percepción de mayor demanda de crédito⁴².

Por modalidad, la mejora se debe, en su mayoría, al comportamiento de la cartera de consumo, que durante el año se ha acelerado de forma sostenida y a la última fecha creció al 11,8% anual (8,1% real). Al mismo tiempo, la cartera hipotecaria sigue mostrando variaciones anuales superiores al 10%, aunque tuvo alguna desaceleración en el segundo trimestre (Gráfico 2.15). Lo anterior sugiere que la demanda de crédito por parte de los hogares se ha fortalecido en comparación con lo registrado en años anteriores.

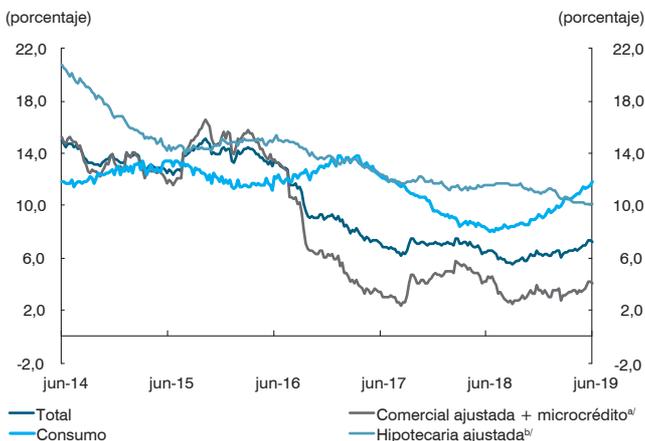
Por su parte, la cartera a las empresas (comercial + microcrédito), que representa cerca del 54% del saldo total de la cartera en pesos, sigue con incrementos anuales cercanos al 4,0% (acercándose al 1% en términos reales). Cabe recordar que en la modalidad comercial durante el tercer trimestre de 2018 hubo abonos, prepagos y castigos por montos significativos, que hicieron que el saldo cayera en ese período,

⁴² Véase el *Reporte sobre la Situación del Crédito en Colombia*, marzo de 2019 (<http://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/9677/Reporte%20SCC%20-%20Marzo%202019.pdf?sequence=1&isAllowed=y>).

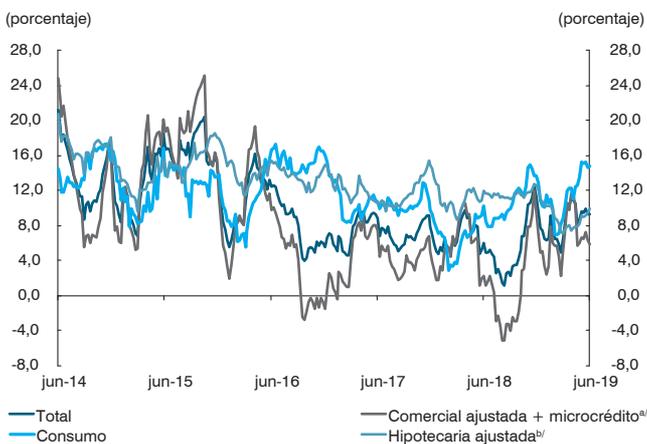
Gráfico 2.15

Crecimiento de la cartera en moneda legal por modalidad

A. Crecimiento nominal anual



B. Crecimiento nominal trece semanas anualizado



a/ Incluye ajustes por *leasing* operativo.

b/ Incluye ajustes por titularizaciones de cartera hipotecaria.

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

lo cual todavía tiene efecto al calcular variaciones anuales. Sin embargo, en el margen, la cartera comercial crece a un ritmo mayor (cerca del 6,2%), acompañada de relativa estabilidad en sus tasas de interés (Gráfico 2.15, panel B).

En relación con las inversiones, el segundo rubro más importante del activo, han tenido crecimientos anuales cercanos al 15%, superiores a los de la cartera. Los EC se han

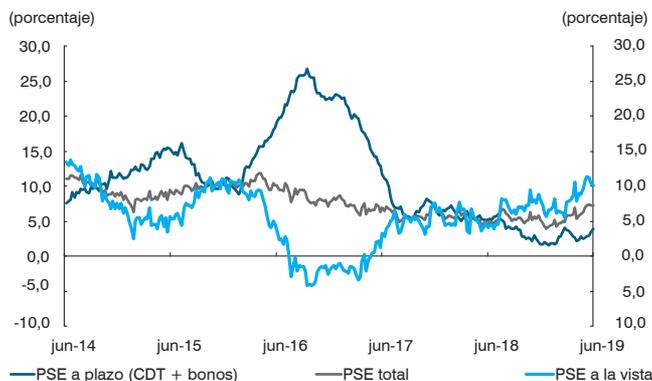
mostrado compradores netos de TES y otros papeles, pero la participación de las inversiones en pesos en el total del activo ha permanecido relativamente estable.

Por el lado de los pasivos, durante el semestre los depósitos crecieron al 7,2% anual al cierre de junio (3,6% en términos reales). Por tipo de depósito, ha continuado la aceleración de los depósitos a la vista que se empezó a registrar desde mediados de 2018, y a junio crecen al 10,1% anual (6,4% en términos reales) (Gráfico 2.16). En los depósitos a plazo la variación anual es menor (3,9% en términos

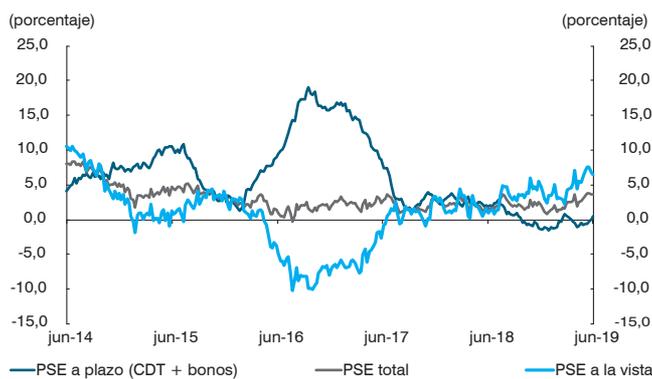
Gráfico 2.16

Crecimiento anual de los pasivos sujetos a encaje (total, a la vista y a plazo)

A. Nominal



B. Real^{a/}



a/ Deflactado con el IPC total.

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

nominales y 0,5% en términos reales) y dentro de estos crecen más los de mayor plazo⁴³, para los cuales se observó un incremento importante en las tasas de interés a comienzo de año (véase subsección anterior).

El comportamiento de los depósitos se reflejó en el M3 (PSE más efectivo), el agregado monetario que comprende el conjunto de activos financieros que los agentes pueden utilizar para realizar sus pagos en moneda legal. Dicho agregado se aceleró durante el segundo trimestre y al cierre de junio crecía al 8,0% anual (4,5% real). A esto también contribuyó el efectivo, que tuvo un crecimiento anual del 14,7% al cierre de junio (10,9% real) (Gráfico 2.17). Asimismo, el dinamismo del efectivo y el mejor comportamiento de los depósitos impactó la liquidez primaria (véase el recuadro “Suministro de liquidez por parte del Banco de la República, 2018-2019”).

2.4.3 Algunas medidas de riesgo del sistema financiero⁴⁴

A abril de 2019 los EC mantienen indicadores sólidos de solvencia y liquidez, en un contexto de desaceleración de las carteras riesgosa y vencida, lo que se ha traducido en una estabilización en los indicadores de riesgo de crédito con respecto a la tendencia creciente que venían exhibiendo a partir de inicios de 2016. En lo corrido del año el crecimiento de la cartera total ha sido superior al de la riesgosa y vencida. De mantenerse esta dinámica, los indicadores de riesgo de crédito podrían exhibir una reducción sostenida en el futuro cercano.

Por su parte, la tasa de crecimiento del fondeo, entendido como la suma entre el pasivo y el patrimonio, continuó registrando una recuperación sostenida, principalmente por la mayor contribución de los depósitos a la vista. Por su parte, las inversiones tam-

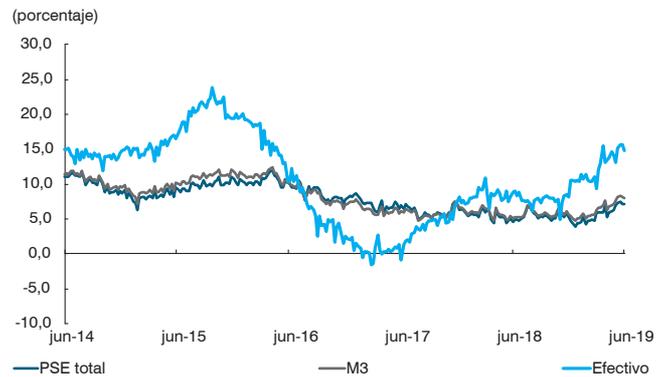
⁴³ Cerca del 6% para aquellos depósitos a más de un año frente al 0,0% para los que son a menos de doce meses.

⁴⁴ La información de esta sección se obtiene de los balances reportados por las entidades financieras a la Superintendencia Financiera de Colombia.

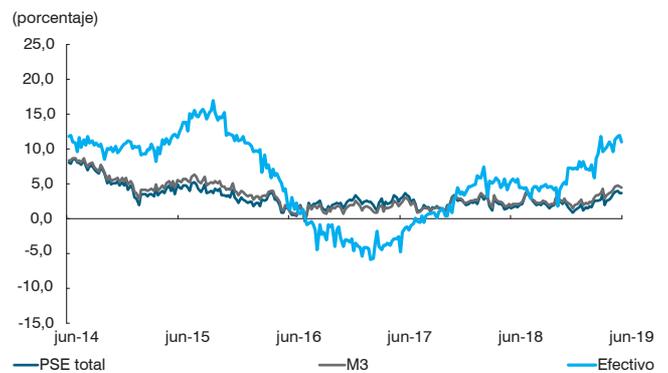
Gráfico 2.17

Crecimiento anual del M3, pasivos sujetos a encaje y efectivo

A. Nominal



B. Real^{a/}



a/ Deflactado con el IPC total.

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

bien han registrado un incremento, el cual ha estado acompañado por valorizaciones en el mercado de deuda pública y bajos niveles de volatilidad.

A continuación, se presenta la exposición de los EC a los riesgos de crédito y de fondeo, y se realiza un análisis del riesgo en el portafolio de TES del sistema financiero.

2.4.3.1 Riesgo de crédito

Durante el último año el ritmo de crecimiento de las carteras riesgosa y vencida continuó desacelerándose, lo que se ha traducido en una

estabilización en los indicadores de calidad por riesgo (ICR)⁴⁵ y por mora (ICM)⁴⁶, los cuales presentaban una tendencia creciente desde principios de 2016. Este comportamiento se ha presentado en un contexto de recuperación moderada de la actividad económica, junto con mayores tasas de crecimiento de la cartera bruta, en particular para la modalidad de consumo.

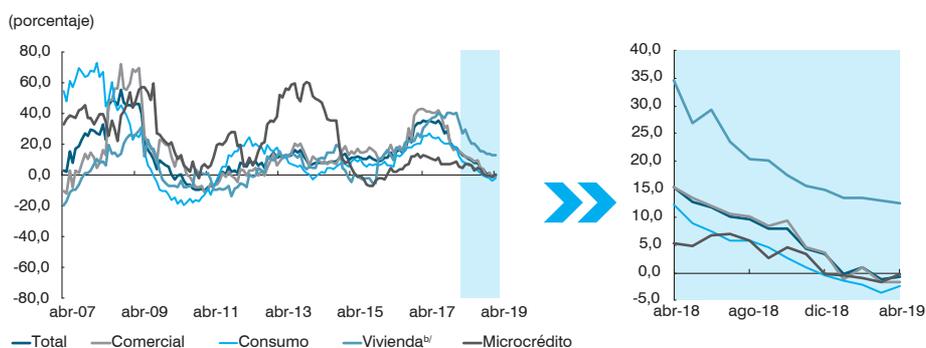
Entre abril de 2018 y el mismo mes de 2019 la cartera riesgosa se desaceleró, al pasar de crecer 15,3% a decrecer 0,8% en términos reales. Este comportamiento respondió a la dinámica de las carteras comercial y de consumo, las cuales presentaron tasas de crecimiento de -1,8% y -2,3%, respectivamente, luego de que un año atrás estas fueran de 15,3% y 12,2%, en su orden. Para la modalidad de microcrédito también se observaron decrecimientos, aunque de menor magnitud. Por su parte, la mayor reducción en la tasa de crecimiento de la cartera riesgosa la registró la cartera de vivienda, al pasar de 34,6% en abril de 2018 a 12,4% un año después (Gráfico 2.18).

El menor crecimiento de la cartera riesgosa con respecto al de la cartera bruta generó una leve disminución en el ICR total en el período de análisis: este indicador disminuyó 0,4 pp, alcanzando un valor de 9,9% en abril de 2019, mínimo valor registrado desde finales de 2017. Por modalidad, la cartera comercial y la de consumo mostraron mejorías entre abril de 2018 y el mismo mes de 2019 (Cuadro 2.5).

En relación con la materialización del riesgo de crédito, la tasa de crecimiento real anual de la cartera vencida disminuyó 16,6 pp entre abril de 2018 y un año después, ubicándose en 3,1% (Gráfico 2.19). La modalidad que registró la mayor desaceleración fue la comercial (21,0 pp), seguida por la de consumo (17,4 pp), vivienda (9,4 pp) y microcrédito (5,0 pp).

En el período de análisis el ICM sin castigos se mantuvo estable, ubicándose en 5,5%. Por su parte, el ICM con castigos⁴⁷ se incrementó en 0,4 pp y se situó en 10,5%, continuando así con la tendencia creciente que

Gráfico 2.18
Crecimiento real anual de la cartera riesgosa^{a/}



a/ Se utiliza como deflactor el IPC. No incluye entidades financieras especiales (banca de segundo piso).

b/ El alto crecimiento de la cartera de vivienda durante 2015 se debe a que, con la implementación de las NIIF, a partir de enero de 2015 se reclasificó el *leasing* habitacional de la cartera comercial a la cartera de vivienda.

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

⁴⁵ El ICR se define como la proporción entre la cartera riesgosa y la total (la cartera riesgosa corresponde a todos los créditos con calificación diferentes de A, en una escala que va de A a E, donde A es la mejor calificación).

⁴⁶ El ICM se define como la proporción entre la cartera con mora mayor a treinta días y la total.

⁴⁷ El ICM con castigos se define como la relación entre la cartera vencida y la total, agregando los castigos (estos son activos que, por considerarse incobrables o perdidos, han sido sacados del balance de resultados de conformidad con las disposiciones legales vigentes).

Cuadro 2.5
Indicadores de riesgo de crédito por modalidad de crédito
(porcentaje)

Modalidad	Indicador de calidad por riesgo (ICR)			Indicador de calidad por mora (ICM) sin castigos			Indicador de calidad por mora (ICM) con castigos		
	Abr-18	Abr-19	Promedio abril de 2018 a abril de 2019	Abr-18	Abr-19	Promedio abril de 2018 a abril de 2019	Abr-18	Abr-19	Promedio abril de 2018 a abril de 2019
Cartera total	10,3	9,9	10,2	5,5	5,5	5,4	10,1	10,5	10,2
Comercial	11,8	11,5	11,9	4,6	4,9	4,7	7,6	8,5	8,0
Consumo	9,3	8,5	8,8	6,2	5,4	5,7	15,0	14,7	14,8
Vivienda	5,7	5,9	5,8	7,3	7,3	7,2	7,7	7,8	7,6
Microcrédito	12,1	12,1	12,1	7,7	7,5	7,5	14,5	14,9	14,5

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

Gráfico 2.19
Crecimiento real de la cartera vencida^{a/}



a/ Se utiliza como deflactor el IPC. No incluye entidades financieras especiales (bancos de segundo piso).

b/ Los altos niveles de crecimiento de la cartera de vivienda durante 2015, se deben a que con la implementación de las NIIF a partir de enero de 2015 se reclasificó el *leasing*.

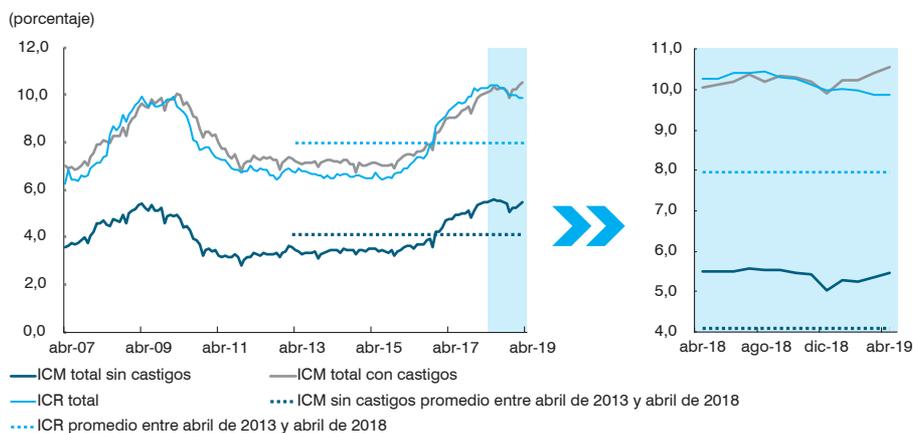
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

viene exhibiendo desde mediados de 2017 (Gráfico 2.20). Ambos indicadores se encuentran por encima del promedio de los últimos cinco años, tanto para el total de la cartera como para cada una de las modalidades (Cuadro 2.5).

En síntesis, en el último año los indicadores de riesgo de crédito de los EC han exhibido un comportamiento estable, lo que contrasta con el deterioro que venían exhibiendo desde inicios de 2016. Lo anterior se ha explicado por las desaceleraciones obser-

vadas en las carteras riesgosa y vencida, principalmente para la modalidad comercial y de consumo, las cuales representan más del 80% de la cartera total, y ha estado enmarcado en un contexto de recuperación moderada de la actividad económica, junto con mayores tasas de crecimiento de la cartera bruta. En lo corrido del año el crecimiento de la cartera total ha sido superior al de la riesgosa y la vencida, lo que podría traducirse en una reducción sostenida de los indicadores de riesgo de crédito si se mantiene esta dinámica de crecimiento.

Gráfico 2.20
Indicador de calidad por mora y calidad por riesgo de la cartera bruta



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

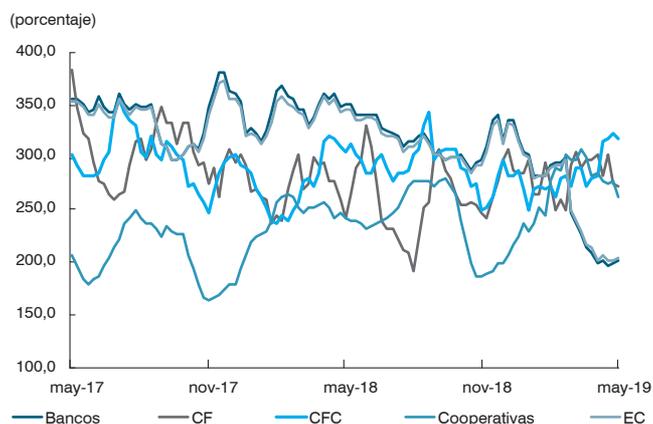
2.4.3.2 Riesgo de liquidez

Con el fin de evaluar la liquidez de las entidades para responder con sus obligaciones de corto plazo, se emplea el indicador de riesgo de liquidez (IRL_R), definido como la razón entre el saldo de activos líquidos (disponible e inversiones líquidas) y una estimación de los requerimientos netos de liquidez de corto plazo (treinta días). Si el IRL_R es mayor a 100%, la entidad cuenta con la liquidez suficiente para cubrir sus obligaciones a treinta días; de lo contrario, la entidad podría tener problemas para enfrentarlas en el corto plazo.

A mayo de 2019 el nivel de liquidez de los EC se redujo como consecuencia de la entrada en vigencia de la Circular Externa 009 de 2018 de la SFC, la cual generó un aumento en los requerimientos netos de liquidez de los bancos. En contraste, los niveles de liquidez que presentaron las CF, las CFC y las cooperativas fueron superiores a los observados en mayo de 2018. Dados los cambios regulatorios, el IRL_R de los EC se situó en 205,1%, lo cual indica que las entidades cuentan con activos líquidos suficientes para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo (Gráfico 2.21).

Al analizar la liquidez a partir de la información del balance, durante el último año el fondeo de los EC (pasivo más patrimonio) continuó su recuperación, registrando tasas

Gráfico 2.21
 IRL_R a 30 días



Nota: el indicador a treinta días corresponde a un promedio móvil ponderado de cuatro semanas.

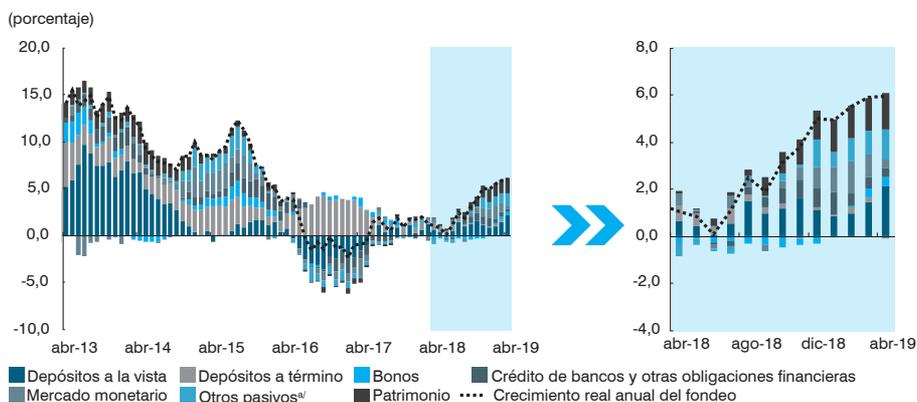
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

de crecimiento que no se observaban desde principios de 2016. A abril de 2019 todos los rubros, a excepción de los depósitos a término, presentaron contribuciones positivas al crecimiento del fondeo, en especial los depósitos a la vista y al patrimonio (Gráfico 2.22).

2.4.3.3 Riesgo en el mercado de TES

Las instituciones financieras pueden tener TES como parte de sus activos (en cuenta propia) o

Gráfico 2.22

Crecimiento real anual del fondeo (pasivo + patrimonio) y contribución de sus componentes^{a/}

Nota: se utiliza como deflactor el IPC. No incluye entidades financieras especiales (bancos de segundo piso).

a/ Otros pasivos comprende otros instrumentos financieros, cuentas por pagar, bocas, boceas, entre otros.

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

como parte de los recursos que administran de sus clientes (en cuenta de terceros). Entre mayo de 2018 y el mismo mes de 2019 el portafolio de TES del sistema financiero aumentó, tanto en cuenta propia como en cuenta de terceros, y su indicador de volatilidad se mantuvo estable.

Al 31 de mayo de 2019 el valor del portafolio de TES en cuenta propia aumentó COP 10,7 b con respecto al 25 de mayo de 2018, principalmente para los bancos y las compañías de seguros y capitalización (COP 7,5 b y 2,6 b). En contraste, las sociedades comisionistas de bolsa fueron las únicas entidades que registraron reducciones en el valor de su portafolio de TES en cuenta propia (Cuadro 2.6).

En relación con los fondos administrados, se observó un incremento de COP 35,1 b en el mismo período, alcanzando un saldo de COP 221,6 b. Al 31 de mayo de 2019 los fondos de pensiones e inversionistas aumentaron su portafolio de TES en COP 18,4 b y COP 8,7 b, respectivamente. No obstante, estos agentes redujeron su participación a 54,6% y 34,9%, en su orden, sobre el total de los fondos administrados (Cuadro 2.6).

En el período de análisis, el aumento en el portafolio de TES por parte de los inversionistas extranjeros es acorde con la tendencia observada desde inicios de 2014. Sin embargo,

en lo corrido del año se ha observado una menor participación de extranjeros, quienes han reducido ligeramente su porcentaje de participación en el mercado local de TES.

Al igual que los demás tenedores de TES, las entidades financieras pueden enfrentar pérdidas por valoración ante una caída en el precio de dichos títulos. Este riesgo se cuantifica utilizando la medida de valor en riesgo (VeR), la cual, a partir de los retornos observados, estima la máxima pérdida que puede experimentar una institución en su portafolio de inversión, en un horizonte de un día, para un nivel de confianza dado⁴⁸. Es importante mencionar que una medida apropiada de riesgo de mercado del sistema financiero es el VeR de la cuenta propia, puesto que las pérdidas asociadas con los portafolios administrados por el sistema son enfrentadas por los inversionistas.

Al 31 de mayo de 2019 el VeR promedio mensual de la cuenta propia de las entidades financieras disminuyó con respecto al observado doce meses atrás, y a partir de agosto de

⁴⁸ De manera ilustrativa, si el VeR de una institución financiera es de 5% a un nivel de confianza del 99%, ello indica que la máxima pérdida que esta entidad enfrentaría en un día sería del 5% del valor de su portafolio, y sería superada solo con un 1% de probabilidad.

Cuadro 2.6
Evolución del saldo de TES del sistema financiero en cuenta propia y de terceros (billones de pesos)

Entidades	Saldo de TES (billones de pesos)	
	25-May-18	31-May-19
a. Sistema financiero: cuenta propia		
Establecimientos de crédito		
Bancos comerciales	41,0	48,5
Corporaciones financieras	1,8	2,7
Compañías de financiamiento	0,1	0,1
Cooperativas financieras	0,0	0,0
Instituciones financieras no bancarias (IFNB)		
Fondos de pensiones	0,1	0,2
Sociedades comisionistas de bolsa	1,4	1,0
Sociedades fiduciarias	0,1	0,1
Compañías de seguros y capitalización	14,7	17,2
Total	59,1	69,8
b. Sistema financiero: cuenta de terceros		
Extranjeros		
Sociedades comisionistas de bolsa	0,0	0,0
Sociedades fiduciarias	72,8	77,4
Pensiones		
Fondos de pensiones	79,7	96,4
Sociedades fiduciarias ^{a/}	23,0	24,6
FIC ^{b/}		
Sociedades comisionistas de bolsa	0,5	0,4
Sociedades fiduciarias	1,3	2,8
Otros		
Sociedades comisionistas de bolsa	0,3	0,7
Sociedades fiduciarias	9,0	19,3
Total	186,5	221,6
c. Otros^{c/}	32,8	22,8
Oferta total	278,4	314,1

a/ Pasivos pensionales administrados por las sociedades fiduciarias.

b/ Información proveniente del formato 351 de la SFC.

c/ Incluye Banco de la República, Dirección del Tesoro Nacional, Fogafin, entre otros.

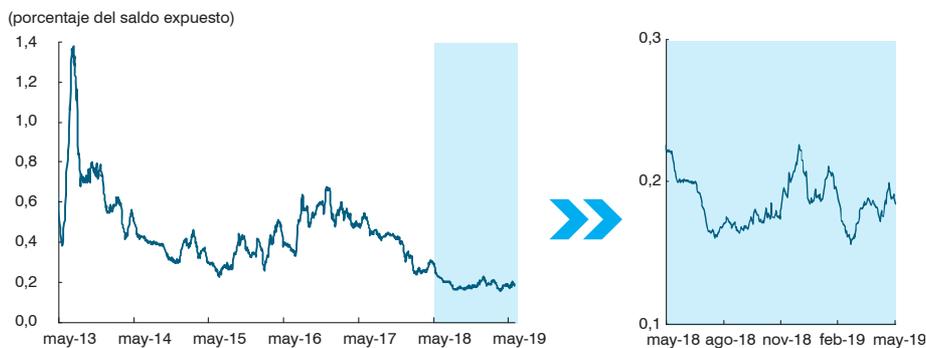
Fuentes: Depósito Central de Valores (DCV) y Superintendencia Financiera de Colombia (SFC); cálculos del Banco de la República.

2018 ha mantenido un comportamiento estable. Lo anterior es producto de la disminución en la volatilidad que ha experimentado el mercado de deuda pública, lo que a su vez se ha traducido en los más bajos indicadores del VeR observados durante los últimos seis años (Gráfico 2.23).

2.5 Balance externo y política cambiaria

Durante 2016 y 2017 el sector externo del país experimentó un período de ajuste, el cual se caracterizó por una importante corrección del déficit corriente que alcanzó el 3,3% del PIB en 2017, tendencia que se revirtió en 2018. En

Gráfico 2.23
Promedio móvil mensual del VeR para la posición propia del sistema financiero



Fuentes: Depósito Central de Valores (DCV) e Infovalmer; cálculos del Banco de la República.

este último año continuó el dinamismo de las principales fuentes de ingresos externos, impulsadas en mayor medida por las ventas externas de bienes mineroenergéticos y, en menor medida, por otros ingresos, como remesas y turismo. Sin embargo, este crecimiento no logró compensar en su totalidad el importante incremento que tuvieron las importaciones de bienes y los egresos por renta factorial. Esto último fue consistente con el mayor crecimiento del gasto y la inversión interna y con las mayores utilidades de las empresas con capital extranjero.

Como resultado de lo anterior, el déficit en la cuenta corriente se amplió en 2018, ubicándose en 3,9% del PIB. El año 2019 se enmarca en un contexto de menores precios de exportación, de un mayor dinamismo de la actividad económica y de una desaceleración en el ritmo de crecimiento de los principales socios comerciales que, sumado a otros factores, se reflejaría en un deterioro adicional del balance corriente. En efecto, los datos del primer trimestre de 2019 muestran una ampliación del déficit externo.

2.5.1 Balance externo de Colombia en el primer trimestre de 2019

La caída de los precios internacionales y de los volúmenes despachados de algunos de los principales bienes básicos de exportación, el

bajo dinamismo de las ventas externas de manufacturas y una demanda por importaciones que continuó creciendo a altas tasas, explican el deterioro de la balanza comercial y de la cuenta corriente en el primer trimestre de 2019. En efecto, la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registró un déficit de USD 3.614 millones (m), superior en USD 808 m al de un año atrás (Cuadro 2.7). Como proporción del PIB, se estima que el déficit fue de 4,6%, mayor en 1,17 pp a lo observado en igual período del año anterior. El déficit corriente fue financiado con entradas netas de capital por USD 3.159 m (4,1% del PIB trimestral), que incluyen una variación de las reservas internacionales por USD 2.351 m⁴⁹. Es importante anotar que la evolución de la cuenta corriente de la balanza de pagos de Colombia ha mostrado una estrecha relación con el comportamiento de la balanza comercial de bienes, debido a la elevada participación de las exportaciones e importaciones en el total de ingresos y egresos

⁴⁹ Cabe señalar que dicha acumulación de reservas es el resultado de compras netas de divisas por USD 2.140 m, ingresos por rendimiento neto de las reservas internacionales de USD 225 m y egresos netos por otras operaciones del Banco de la República de USD 14 m.

Cuadro 2.7
Balanza de pagos de Colombia (flujos en millones de dólares)

	2018 (pr) (ene - mar)	2019 (pr) (ene - mar)	Variación (dólares)
Cuenta corriente (A + B + C)	(2.806)	(3.614)	(808)
(porcentaje del PIB)	(3,5)	(4,6)	
A. Bienes y servicios (1 + 2)	(1.524)	(2.760)	(1.236)
1. Bienes (a - b)	(908)	(1.976)	(1.068)
a. Exportaciones FOB	10.233	10.272	39
b. Importaciones FOB	11.141	12.248	1.107
2. Servicios (a - b)	(616)	(784)	(168)
a. Exportaciones	2.434	2.449	15
b. Importaciones	3.050	3.233	183
B. Renta de los factores	(2.905)	(2.570)	335
Ingresos	1.486	1.645	159
Egresos	4.392	4.216	(176)
C. Transferencias corrientes	1.623	1.716	93
Ingresos	1.861	1.942	81
Egresos	237	226	(11)
Cuenta financiera ^{a/} (A + B + C + D)	(2.335)	(3.159)	(823)
(porcentaje del PIB)	(2,9)	(4,1)	
A. Inversión directa (ii - i)	(909)	(2.671)	(1.761)
i. Extranjera en Colombia (IED)	1.980	3.335	
(porcentaje del PIB)	2,5	4,3	
ii. Colombiana en el exterior	1.071	665	
B. Inversión de cartera (1 + 2)	1.750	(1.334)	(3.084)
1. Sector público (ii - i)	409	(698)	
i. Inversión extranjera de cartera (a + b)	616	793	
a. Mercados internacionales (bonos)	(664)	500	
b. Mercado local (TES)	1.280	293	
ii. Inversión de cartera en el exterior	1.025	94	
2. Sector privado (ii - i)	1.342	(635)	
i. Inversión extranjera de cartera (a + b)	(463)	(126)	
a. Mercados internacionales (bonos)	(500)	0	
b. Mercado local	37	(126)	
ii. Inversión de cartera en el exterior	878	(761)	
C. Otros flujos de capital sector público + sector privado	(3.313)	(1.505)	1.808
D. Activos de reserva	137	2.351	2.214
Errores y omisiones (E y O)	470	455	(15)
Memo ítem:			
Cuenta financiera sin variación de reservas internacionales	(2.472)	(5.510)	(3.038)
Variación de reservas internacionales	137	2.351	

(pr): preliminar.

Nota: los resultados presentados a partir de la fecha siguen las recomendaciones de la sexta versión del *Manual de balanza de pagos*, propuesta por el FMI. Por tanto la cuenta financiera se presenta con signo negativo para los ingresos netos de capital. Para información adicional y los cambios metodológicos, consúltese <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>.

a/ En la cuenta financiera el signo negativo en los flujos netos (A, B, C y D) reflejan recursos de financiación hacia la economía colombiana. En este sentido, variaciones positivas implican menor financiación externa en la balanza de pagos.

Fuente: Banco de la República.

corrientes del país⁵⁰, lo cual se constituye en la principal fuente de ampliación del déficit de la cuenta corriente del país en el primer trimestre del año.

Así, el déficit de la balanza comercial de bienes durante el primer trimestre de 2019 aumentó USD 1.068 m con respecto a un año atrás (Cuadro 2.7). Esto se explicó principalmente por unas importaciones de bienes que crecieron a tasas anuales del 9,9%, en contraste con el crecimiento casi nulo del valor exportado. En cuanto al crecimiento de las importaciones, este fue generalizado y se explica por el aumento en las compras externas de insumos y bienes de capital para la industria (7,2%), bienes de consumo (11,8%), combustibles y lubricantes (41,4%) y equipo de transporte (16,8%).

Las exportaciones del país durante el período de análisis totalizaron USD 10.272 m, con un aumento anual del 0,4% (Cuadro 2.7). Sobresalen las mayores ventas externas de petróleo y sus derivados (5,1%), favorecidas por el incremento de las cantidades vendidas (10,5%), que permitió compensar con creces los menores precios de exportación (6,1%). En contraste, las ventas al exterior de carbón (20%) y de productos industriales (2,1%) registraron reducciones.

En cuanto al déficit de la cuenta de servicios, este aumentó en USD 168 m durante el primer trimestre de 2019 (Cuadro 2.7), debido al mayor incremento de sus importaciones frente al de los servicios exportados. Del lado de las importaciones se destacan los mayores egresos asociados con los gastos de viajes, la importación de servicios de transporte y de seguros y financieros. En cuanto a las exportaciones, sobresalen los mayores ingresos reci-

bidos por concepto de servicios empresariales y de construcción, de transporte y de seguros.

Por su parte, en el período de análisis la reducción de los egresos netos por renta factorial (USD 335 m) (Cuadro 2.7) se origina principalmente en las menores utilidades obtenidas por las empresas con inversión directa (USD 164 m) y, en menor medida, por la disminución de los pagos de intereses de la deuda externa (USD 74 m). Los menores egresos por utilidades de la inversión extranjera directa (IED) se explican en mayor medida por la disminución de las ganancias estimadas para las firmas que operan en las actividades de explotación petrolera y minera (USD 114 m), transporte y comunicaciones (USD 100 m), e industria manufacturera (USD 51 m). Estas menores ganancias fueron compensadas parcialmente por el aumento de las utilidades de las empresas extranjeras de los sectores de establecimientos financieros (USD 80 m) y suministro de electricidad, gas y agua (USD 30 m).

En términos de la cuenta financiera, en el primer trimestre del año se destaca la contribución de la inversión directa como fuente de financiación (Cuadro 2.7), seguido de otros flujos de capital y de recursos asociados con inversiones de cartera. Esta última originada tanto en liquidaciones de activos como por colocaciones de bonos por parte del sector público y, en menor medida, por compra de TES por parte de extranjeros. En el período de análisis se registraron entradas netas de capital por USD 3.159 m, superiores en USD 823 m a lo observado un año atrás, cuando totalizaron USD 2.335 m⁵¹. Estas entradas netas

⁵⁰ El análisis de la estructura y de la evolución de los ingresos de la cuenta corriente durante los últimos quince años, revela que las ventas externas de mercancías son su principal componente, participando en un rango entre el 70% y 81% del total de ingresos (63% entre enero y marzo de 2019). En cuanto a los egresos corrientes, su componente más importante son las importaciones de bienes, las cuales representaron en promedio el 64% del total de egresos (61,5% entre enero y marzo de 2019).

⁵¹ De acuerdo con la versión sexta del *Manual de balanza de pagos* propuesta por el FMI, la cuenta financiera se presenta con el mismo signo de la cuenta corriente. La cuenta financiera es el resultado de la diferencia entre los flujos activos y pasivos. Si la cuenta corriente es deficitaria, la cuenta financiera es negativa, indicando que la economía colombiana tuvo que acudir a financiación externa (pasivos) y/o liquidar sus activos externos para financiar su exceso de gasto corriente. Por el contrario, si la cuenta corriente es positiva (superávit), la cuenta financiera también presenta un signo positivo, indicando que existe capacidad de préstamo de recursos financieros del país al resto del mundo.

se explican por ingresos de capital extranjero (USD 3.375 m), liquidaciones netas de capital colombiano en el exterior (USD 2.017 m), entradas por concepto de derivados financieros (USD 117 m) y aumento de las reservas internacionales por concepto de transacciones de balanza de pagos por USD 2.351 m. En términos del PIB trimestral, la cuenta financiera aumentó del 2,9% al 4,1% (Cuadro 2.7).

Por concepto de IED, en el primer trimestre de 2019 se recibieron USD 3.335 m (4,3% del PIB trimestral), superiores al promedio de los últimos cuatro trimestres (USD 2.838 m; 17,5%) y a lo observado un año atrás (USD 1.980 m; 68,4%). La distribución por actividad económica de la IED recibida en este período fue la siguiente: minería y petróleo (43,9%), industria manufacturera (15,4%), servicios financieros y empresariales (10,1%), comercio y hoteles (7,1%), electricidad (7,0%), transporte y comunicaciones (5,0%), y el resto de sectores (11,5%). En cuanto al flujo de inversión directa colombiana en el exterior, este se estimó en USD 665 m, efectuado en su mayoría por empresas del sector manufacturero y financiero.

Por su parte, los ingresos netos por inversión de cartera totalizaron USD 1.334 m, lo que contrasta con las salidas de capital registradas un año atrás (Cuadro 2.7). Esto fue resultado de los desembolsos netos de títulos de deuda de largo plazo en los mercados internacionales (USD 500 m), de las compras netas de TES en el mercado local por parte de no residentes (USD 293 m), y de las liquidaciones de títulos de renta variable en el mercado local por parte de no residentes (USD 126 m). A lo anterior se sumaron liquidaciones de activos externos por USD 667 m, que corresponden principalmente a las inversiones de cartera liquidadas por empresas del sector privado (USD 761 m) (Cuadro 2.7).

Finalmente, por concepto de otros flujos de capital el país recibió recursos netos por USD 1.505 m (Cuadro 2.7), de los cuales el sector privado respondió por el 53% (USD 792 m) y el restante 47% fue recibido por el sector público (USD 713 m). Es importante anotar

que estos recursos se originaron en la liquidación de activos externos por USD 2.156 m, los cuales permitieron compensar las amortizaciones netas de USD 650 m por concepto de préstamos.

2.5.2 Proyecciones de la balanza de pagos para 2019

La proyección de la balanza de pagos para 2019 indica que el déficit en la cuenta corriente como porcentaje del PIB se ubicaría alrededor del 4,4% como cifra más probable (Cuadro 2.8). Este pronóstico se enmarca en un contexto de menores precios del petróleo y carbón y de bajo crecimiento de la economía mundial. Adicionalmente, la economía colombiana seguiría registrando favorables tasas de crecimiento de su demanda interna.

El impulso que tuvieron en 2018 las exportaciones en dólares de los principales productos se disiparía en 2019, acorde con el retroceso de los precios de exportación y volúmenes despachados de algunos productos. Asimismo, se espera una moderación del crecimiento de las ventas externas de bienes industriales, en un contexto de desaceleración del crecimiento de los principales socios comerciales y de una menor dinámica del comercio mundial. Por otra parte, se estima que las importaciones de bienes continúen creciendo, aunque a un ritmo menor que el registrado en 2018, coherente con el crecimiento de una actividad económica que incentive las importaciones de todos los sectores en general.

El resultado del balance comercial para 2019 se estima más deficitario que el año anterior, impulsado principalmente por el crecimiento de las importaciones de bienes y, en menor medida, por las menores ventas externas de bienes mineroenergéticos. De esta manera, la ampliación del desbalance corriente estaría siendo explicada por este rubro (Cuadro 2.8).

En cuanto al resto de componentes de la cuenta corriente, se prevé que estos contribuirían a compensar parcialmente el mayor déficit

Cuadro 2.8
Balanza de Pagos (flujos en millones de dólares)

	2018 (pr)	2019 (proy)
Cuenta corriente (A + B + C + D)	(12.908)	(14.410)
Porcentaje del PIB	(3,9)	(4,4)
A. Bienes	(5.209)	(9.732)
Exportaciones	44.373	42.101
Importaciones	49.583	51.833
B. Servicios no factoriales	(3.896)	(2.987)
Exportaciones	9.511	10.011
Importaciones	13.407	12.998
C. Renta de los factores	(11.421)	(9.913)
D. Transferencias	7.618	8.222
Cuenta financiera (A + B + C + D)	(12.146)	(14.410)
A. Inversión directa (ii-i)	(6.231)	(8.557)
i. Extranjera en Colombia (IED)	11.352	12.501
ii. Colombiana en el exterior	5.122	3.944
B. Inversión de cartera	1.282	(4.978)
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	(8.384)	(4.373)
D. Activos de reserva	1.187	3.499
Errores y omisiones (E y O)	762	0

(pr): preliminar.

(proy): proyección.

Fuente: Banco de la República.

estimado para la balanza comercial (Cuadro 2.8). A medida que se prevean menores ingresos por exportaciones para las firmas petroleras y mineras con IED, esto se reflejará en una reducción de las utilidades por renta factorial. Sumado a lo anterior, se espera un crecimiento de los ingresos de las inversiones colombianas en el exterior, lo cual en conjunto permitiría compensar los mayores pagos por intereses de la deuda externa y la mejora de las utilidades de las empresas con capital extranjero que operan en sectores diferentes del mineroenergético.

El déficit de servicios se estima para 2019 en niveles inferiores a los del año anterior (Cuadro 2.8). Por el lado de las exportaciones, estas aumentarían en buena parte por los mayores ingresos de turismo, favorecidos por el crecimiento mundial y el nivel del tipo de cambio colombiano. Entretanto, los egresos registrarían un monto similar al del año

anterior, debido, por un lado, al efecto del menor precio internacional del petróleo, el cual se reflejaría en una caída en el costo de los fletes y en la contratación de servicios técnicos hacia ese sector. Por otro lado, se prevé una baja tasa de crecimiento en el gasto de colombianos en el exterior por concepto de viajes debido a diversos factores, entre ellos una alta base de comparación y al efecto del mayor tipo de cambio observado.

También se esperan mayores transferencias corrientes, gracias, sobre todo, al crecimiento esperado de las remesas enviadas desde los Estados Unidos, Europa y algunos países latinoamericanos. De acuerdo con la información disponible en lo corrido de 2019 hasta abril, los ingresos por remesas registran un crecimiento anual cercano al 11%.

Frente a lo esperado en el informe anterior, el nuevo escenario central de la cuenta financiera prevé una mayor contribución de

la inversión directa como fuente de financiamiento externo. Adicionalmente, dado lo observado en lo corrido del año, se contempla una mayor constitución de activos externos y un menor endeudamiento por parte del sector privado. También se espera que continúe la compra de TES por parte de extranjeros, aunque a un menor ritmo que el año anterior.

2.5.3 Evolución de la tasa de cambio en lo corrido de 2019

Durante 2019 el dólar se ha fortalecido frente a las monedas de países desarrollados, aunque su comportamiento durante el semestre ha sido heterogéneo. El fortalecimiento del dólar pudo estar influenciado por 1) la búsqueda de activos refugio dados los temores sobre una desaceleración económica mundial junto con el aumento de las tensiones comerciales con China; 2) el mejor desempeño de la economía estadounidense frente a los demás países desarrollados, tras la publicación del dato de crecimiento del primer trimestre del año⁵², y 3) la publicación de datos de empleo favorables en los Estados Unidos⁵³. Específicamente, en lo corrido de 2019 (al 10 de julio) el dólar estadounidense se fortaleció un 0,7% frente a otros países desarrollados⁵⁴, mientras que se debilitó un 0,9% frente a las monedas de economías emergentes⁵⁵.

⁵² En el primer trimestre la tasa de crecimiento anualizada de los Estados Unidos se ubicó en 3,2% (la esperada era del 2,3%). Por su parte, la economía europea creció a una tasa de 1,6% (frente al 1,2% esperado), mientras que la economía británica creció 2% (esp.: 2%) y la japonesa 2,1% (esp.: -0,2%).

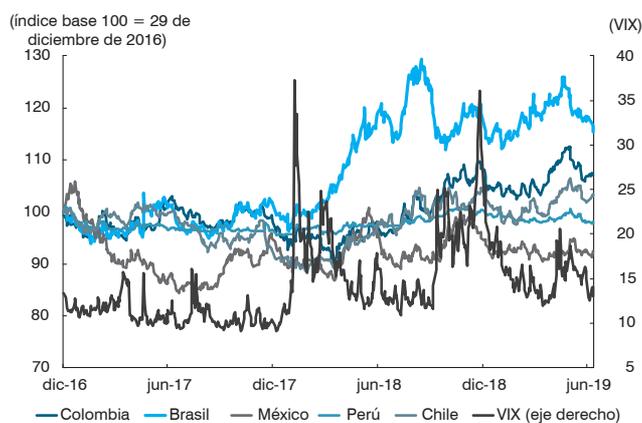
⁵³ En junio el dato de nóminas no agrícolas se ubicó en 224.000 (se estimaban 160.000).

⁵⁴ De acuerdo con el DXY, que incluye el euro, el yen, el dólar canadiense, la libra esterlina, la corona sueca y el franco suizo. Este grupo de monedas corresponde a aquellas de los principales socios comerciales de los Estados Unidos.

⁵⁵ De acuerdo con el *FXJPEMCI* index, que incluye las monedas de Brasil, Rusia, China, México, Sudáfrica, Corea del Sur, Chile, Israel, Taiwán, Perú, Turquía, India, Argentina, Malasia, Colombia, Hungría, Indonesia, Egipto, Tailandia, República Checa, Filipinas, Marruecos, Pakistán, Jordania y Polonia.

En Latinoamérica la mayoría de las monedas se han apreciado frente al dólar por expectativas de menores tasas de interés en los Estados Unidos y por factores idiosincrásicos de cada país. De esta manera, al 10 de julio se han apreciado frente al dólar: el real brasileño (3,2%), el sol peruano (2,7%), el peso mexicano (2,6%), el peso chileno (1,1%) y el peso colombiano (1,1%), en tanto que el peso argentino se ha depreciado 11,1% (Gráfico 2.24). Si se comparan las tasas de cambio promedio frente a la calculada para el mismo período de 2018, todas las monedas de la región se han depreciado frente al dólar⁵⁶.

Gráfico 2.24
Índices de tasas de cambio nominales de algunos países de Latinoamérica y VIX



Fuente: Bloomberg.

Por su parte, el peso colombiano se apreció en el primer trimestre del año, acorde con el comportamiento de las demás monedas de la región e influenciado por el incremento del precio del petróleo y expectativas de monetización por parte de empresas del sector real para el pago de dividendos y de impuestos. Este comportamiento se revirtió durante abril y mayo, período en el cual el peso se depreció 6,4% influenciado por el fortalecimiento del dólar, por la incertidumbre

⁵⁶ Con datos al 10 de julio el peso argentino se depreció 90,6%, el peso colombiano 11,9%, el real brasileño 11,6%, el peso chileno 10,1%, el sol peruano 2,2% y el peso mexicano 0,4%.

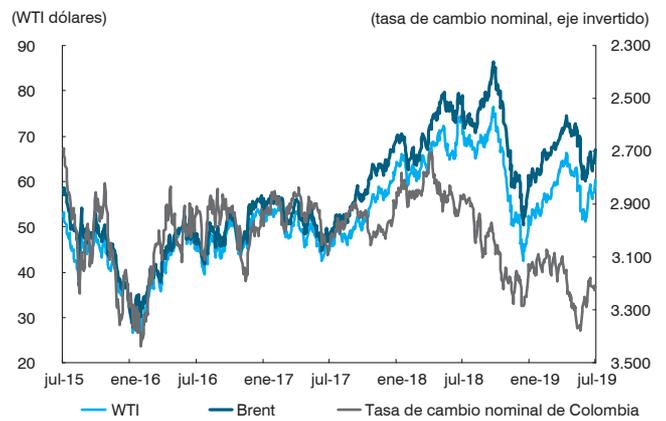
sobre la calificación de Colombia y las preocupaciones en relación con el incremento en el déficit de la cuenta corriente. En junio y julio esta depreciación se ha corregido en medio de un escenario más favorable en economías emergentes y ante señales de una mayor liquidez en los Estados Unidos (Gráfico 2.25).

En comparación con las monedas de los principales socios comerciales según el índice de tasa de cambio nominal (ITCN), de enero a junio de 2019 el peso colombiano también se depreció, tanto frente al promedio del último trimestre de 2018 como al mismo período de dicho año. En términos reales, es decir, ajustando por las variaciones en los precios tanto en Colombia como en los otros países, también se observa una tendencia a la depreciación del peso colombiano frente a los socios comerciales y a los principales competidores en los Estados Unidos en los mercados de café, banano, flores y textiles (ITCR-IPC e ITCR-C, respectivamente). De igual forma, si se utiliza el índice de precios al productor (IPP) como deflactor, el peso muestra una depreciación en lo corrido del año frente a aquellos países con los que más se comercia (ITCR-IPP) (Gráfico 2.26).

2.5.4 Indicadores de reservas internacionales

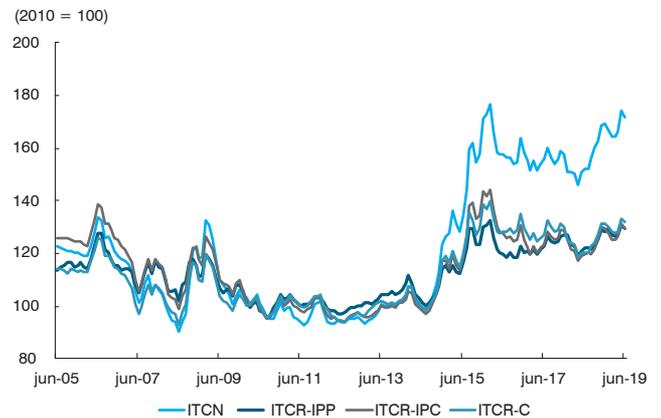
El Banco de la República reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional para enfrentar salidas de capital, así como para mejorar la confianza en el país. Además de la estrategia de acumulación de reservas, desde mayo de 2009 Colombia cuenta con una línea de financiamiento contingente con el FMI (línea de crédito flexible: LCF), la cual se otorga a países miembros con buen desempeño económico, políticas prudentes y un sólido marco de política económica. El 20 de mayo de 2019 el FMI reafirmó el acuerdo de acceso a los recursos contingentes para Colombia, por un monto aproximado de

Gráfico 2.25
Tasa de cambio nominal y petróleo



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 2.26
Índices de tasa de cambio multilateral (nominal y real)



Fuente: Banco de la República.

USD 11.400 m⁵⁷ y por dos años. Aunque las autoridades económicas no prevén usar estos recursos, consideran prudente contar con ellos ante la eventualidad de un recorte abrupto del financiamiento externo.

Teniendo en cuenta que el FMI considera la LCF como un instrumento temporal, con el propósito de prepararse ante una posible

⁵⁷ Para mayor información, véase el Recuadro 1: "Línea de crédito flexible de Colombia con el FMI", en el Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República de julio de 2018.

reducción de dicha línea en el año 2020, en su reunión de septiembre de 2018 la JDBR decidió iniciar un programa para acumular reservas internacionales gradualmente con el mecanismo de subastas de opciones *put*, buscando generar el menor impacto posible sobre la tasa de cambio. Este mecanismo había sido utilizado en el pasado por el Banco de la República con propósitos similares⁵⁸. En la sesión de la JDBR del 31 de mayo de 2019 se decidió suspender dicho programa con el fin de evaluar su incidencia en el comportamiento del mercado cambiario en la coyuntura reciente.

Hasta abril de 2019 se realizaron ocho subastas de opciones *put*, cada una por USD 400 m. Dichas opciones son de tipo estadounidense, han tenido un plazo de vigencia de un mes y su precio de ejercicio es igual a la tasa de cambio representativa del mercado (TRM). La condición de ejercicio es que la TRM se encuentre por debajo de su promedio de los últimos veinte días hábiles. Así, se evita que el Banco de la República compre dólares cuando el peso colombiano se esté depreciando en comparación con los últimos veinte días. Adicionalmente, si la tasa de cambio del día en que está activa la condición de ejercicio supera la TRM (tasa de cambio promedio del día anterior), los tenedores de las opciones no tendrán incentivos para ejercerlas. Por estas razones, las opciones *put* son un mecanismo adecuado si se pretende minimizar el efecto sobre la tasa de cambio. Al 30 de abril de 2019 se acumularon USD 1.878,4 m con este ejercicio.

Además, buscando reforzar la acumulación de reservas y teniendo en cuenta que el Gobierno Nacional tenía planeado realizar algunas monetizaciones de dólares en su programación financiera de 2019, el Banco de la República le compró USD 1.000 m a la Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional el 1 de febrero de 2019

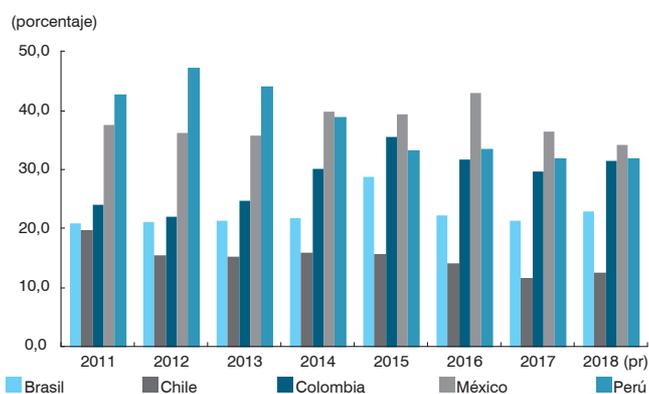
⁵⁸ El Banco de la República lo usó, subastando opciones a los intermediarios autorizados al final de cada mes entre noviembre de 1999 y septiembre de 2002, marzo y agosto de 2003, y marzo y mayo de 2008. Entre diciembre de 2002 y enero de 2004 el Banco de la República realizó cinco de estas subastas, pero no mensualmente.

a la TRM vigente de ese día. Esto significa que en total se acumularon reservas por USD 2.878,4 m.

Para determinar si las reservas internacionales son suficientes para prevenir y enfrentar choques externos, se utilizan varios indicadores, algunos de los cuales se describen a continuación (Cuadro 2.9). En general, los mercados internacionales consideran que valores bajos de estos pueden dar señales de alerta sobre la vulnerabilidad externa de las economías. Para establecer la capacidad de respuesta de la economía ante salidas de capital provocadas por un ataque especulativo, se compara el nivel de las reservas con diferentes variables económicas, entre ellas los agregados monetarios tales como M2 o M3. Al comparar los diversos indicadores de liquidez internacional de Colombia con los de países de la región, se observa que el cociente de reservas a M3 para 2018 registró niveles superiores al de Brasil y Chile, similar al de México y levemente inferior con respecto al de Perú (Gráfico 2.27)⁵⁹.

Las razones de reservas netas a amortizaciones de la deuda externa total y al déficit

Gráfico 2.27
Reservas internacionales netas/M3



(pr): preliminar.

Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización a julio de 2019) y Banco de la República.

⁵⁹ En el caso de Perú se excluye el encaje bancario del saldo de las reservas internacionales. Es importante anotar que el cálculo del M3 en dólares se ve afectado por el comportamiento del tipo de cambio.

Cuadro 2.9
Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (pr)	2018 (pr)	2019 (proy)
Saldo								
Reservas internacionales netas (RIN) (millones de dólares) ^{a/}	37.467	43.633	47.323	46.731	46.675	47.629	48.393	51.892
Indicadores								
A. Indicadores de amortizaciones de deuda externa								
Amortizaciones de deuda externa (millones de dólares)	22.539	16.773	21.756	24.531	23.759	30.212	31.870	30.881
RIN/amortizaciones de deuda externa del año en curso	1,66	2,60	2,18	1,90	1,96	1,58	1,52	1,68
RIN/amortizaciones de deuda externa del siguiente año ^{b/}	2,23	2,01	1,93	1,97	1,54	1,49	1,57	1,65
B. Posición adecuada de liquidez externa								
RIN/(servicio de la deuda año corriente)	1,44	2,14	1,84	1,61	1,64	1,34	1,29	1,45
RIN/(servicio de deuda año siguiente) ^{c/}	1,84	1,69	1,63	1,64	1,32	1,27	1,35	1,39
RIN/(amortizaciones de deuda año corriente + déficit en cuenta corriente año corriente)	1,11	1,49	1,14	1,08	1,30	1,17	1,08	1,15
RIN/(amortizaciones de deuda año siguiente + déficit en cuenta corriente año siguiente) ^{d/}	1,28	1,05	1,10	1,31	1,15	1,06	1,07	1,13
C. Otros indicadores de reservas internacionales								
RIN como meses de importaciones de bienes	7,9	9,2	9,2	10,8	13,0	12,9	11,7	12,0
RIN como meses de importaciones totales	6,5	7,4	7,6	8,7	10,3	10,1	9,2	9,6
RIN/M3 (porcentaje)	22,1	24,7	30,2	35,5	31,7	29,6	31,4	31,4
RIN/PIB (porcentaje) ^{e/}	10,1	11,4	12,4	15,9	16,5	15,3	14,6	16,0

(pr): preliminar.

(proy): proyectado. Cálculos con base en los datos preliminares de la estimación de la balanza de pagos.

a/ El saldo de las reservas internacionales netas considera los aportes al Fondo de Reservas Latinoamericano (FLAR).

b/ Las amortizaciones de deuda externa corresponden a los pagos de la deuda de largo plazo e incluye el saldo de deuda de corto plazo.

c/ Los intereses y amortizaciones de 2019 corresponden a los pagos proyectados en el cierre de la proyección de la balanza de pagos.

d/ El déficit en cuenta corriente para 2019 corresponde a una proyección.

e/ El valor del PIB en dólares corresponde a una estimación para 2019 en términos nominales. Este no corresponde al ajustado por tasas de paridad de poder adquisitivo (PPP) del Banco Mundial.

Fuente: cálculos del Banco de la República.

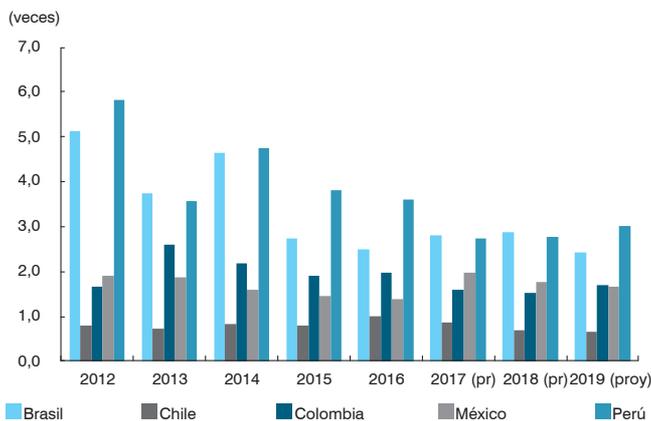
en la cuenta corriente indican la capacidad del país para responder a sus obligaciones crediticias con el resto del mundo, en un escenario extremo donde se cierre completamente el acceso al financiamiento internacional. En las relaciones de reservas internacionales a amortizaciones, servicio de deuda y déficit en la cuenta corriente más amortizaciones, Colombia registra históricamente niveles por encima de los de Chile e inferiores a los de Brasil y Perú (Gráfico 2.28). Para Colombia dichos indicadores re-

gistran valores en promedio por encima de 1⁶⁰ durante la última década.

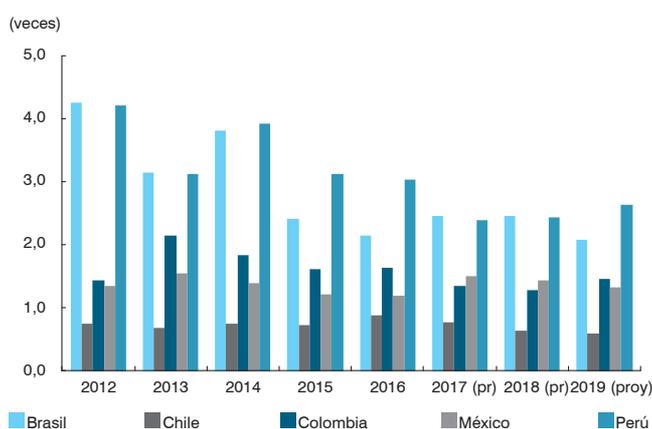
⁶⁰De acuerdo con el FMI, "Debt and Reserve Related Indicators of External Vulnerability" (2000), existe evidencia empírica para una muestra de economías emergentes, la cual permite establecer como referencia el valor de 1 para este tipo de indicadores de reservas. Específicamente, la regla de Guidotti-Greenspan expone que las reservas de un país deben ser iguales al saldo de deuda externa de corto plazo, lo que implica una razón de 1 para este indicador. La explicación es que los países deberían tener suficientes reservas para resistir un retiro masivo del capital externo de corto plazo.

Gráfico 2.28
Indicadores de posición adecuada de liquidez externa^{a/}

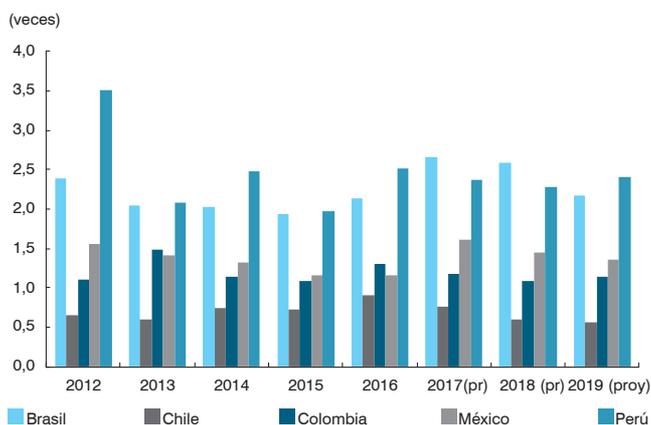
A. Reservas internacionales netas/amortizaciones del año corriente



B. Reservas internacionales netas/servicio de la deuda del año corriente



C. Reservas internacionales netas/(déficit de cuenta corriente + amortizaciones) del año corriente



(pr): preliminar.
(proy): proyectado.

a/ En el cálculo de las amortizaciones y el servicio de deuda se incluye el saldo de deuda de corto plazo del año anterior.

Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización a febrero de 2018) y Banco de la República.

los demás países de la región⁶¹; sin embargo, para 2019 se estima una mejora, ubicándose en niveles por encima de los últimos tres años. En cuanto a las reservas medidas en meses de importaciones de bienes, estas muestran que para 2018 y 2019 Colombia tendría una posición relativa inferior con respecto a Brasil, y mayor o similar frente a las demás economías analizadas (Gráfico 2.29).

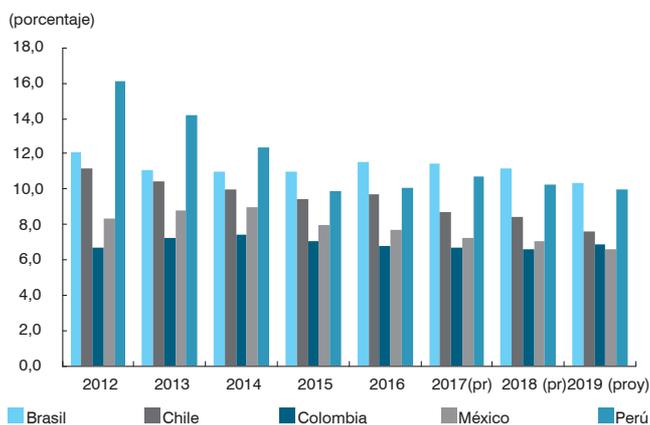
En el Cuadro 2.9 se muestran los resultados para Colombia de diversos indicadores entre 2012 y 2019. En el caso de la relación de reservas netas a M3, se evidencia una mejora del indicador hasta 2015, con una ligera disminución en los dos años siguientes. El resultado a 2015 estuvo asociado con la compra de reservas por parte del Banco ejecutada hasta diciembre de 2014, con la desaceleración de la tasa de crecimiento del agregado monetario desde mediados de 2013 y con el efecto de la depreciación sobre la valoración en dólares del M3. Durante 2016 y 2017 se observa una

Por su parte, en 2018 el indicador de reservas a PIB (corregido el PIB por tasas de paridad de poder adquisitivo: PPP, por su sigla en inglés) se situó en niveles inferiores a

⁶¹ Por efectos de comparabilidad de este ejercicio, el PIB de los países analizados, incluyendo Colombia, corresponde al PIB convertido a dólares de acuerdo con las tasas de PPP del Banco Mundial.

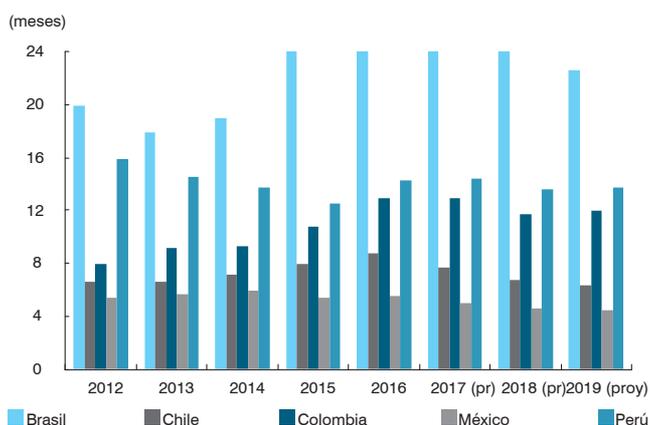
Gráfico 2.29
Otros indicadores de reservas internacionales

A. Reservas internacionales netas/PIB



Nota: por efectos de comparabilidad, el PIB de los países analizados corresponde al PIB convertido a dólares de acuerdo a las tasas de paridad de poder adquisitivo (PPP) del Banco Mundial y se utilizan las proyecciones del Fondo Monetario Internacional.

B. Reservas internacionales netas como meses de importaciones de bienes



(pr): preliminar.
(proy): proyectado.

Fuentes: bancos centrales, The Economist Intelligence Unit (actualización febrero de 2019) y Banco de la República.

tasa de crecimiento del M3 en dólares mayor a la de las reservas, razón por la cual se reduce el valor del indicador. Para 2018 y 2019 el indicador aumenta levemente al 31,4%, en buena parte explicado por el mayor saldo de las reservas internacionales. En cuanto a los demás indicadores de amortizaciones y liquidez

externa se prevé una mejora en 2019 con respecto a los niveles observados en 2018 y 2017, explicado en buena medida por el aumento en el saldo de reservas internacionales.

Por su parte, el cociente entre las reservas netas y las importaciones totales de bienes y servicios muestra el número de meses de compras externas que una economía está en capacidad de cubrir haciendo uso de sus reservas internacionales ante un cambio abrupto de la balanza comercial. Este indicador se estima en 9,6 meses para 2019, superior al promedio desde el año 2000 de 7,8 meses. Al calcular este indicador para las importaciones de bienes, el mismo asciende a doce meses.

Recientemente, el Banco de la República implementó una nueva metodología para determinar el nivel adecuado de reservas internacionales más la LCF —para mayor información véase el Recuadro 3: “Nueva metodología para determinar el nivel adecuado de reservas internacionales”, en el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de marzo de 2019—. La metodología sigue la misma línea que la razón de cobertura de liquidez (LCR, por su sigla en inglés) propuesta dentro del marco de supervisión de Basilea III para los bancos, la cual establece que los activos líquidos deben ser suficientes para cubrir las necesidades de liquidez dentro de un plazo predeterminado y teniendo en cuenta un escenario estresado.

Esta nueva aproximación para determinar el nivel adecuado de reservas considera que las reservas internacionales deben cubrir al menos la proyección del déficit en la cuenta corriente más las amortizaciones de la deuda externa durante los próximos doce meses, y que las reservas internacionales más la LCF del FMI deben cubrir las necesidades esperadas de financiamiento externo y un monto factible de salidas de capital de residentes y no residentes. Para esto último, se consideran salidas del mercado de deuda pública, de acciones y de depósitos a la vista de no residentes en establecimientos de crédito locales, así como salidas de residentes, considerando algunos supuestos. Por ejemplo, la estimación

tiene en cuenta que ante un choque adverso es probable que el peso colombiano se deprecie y que los precios de los activos colombianos se deterioren. Con datos a mayo de 2019, las reservas más la LCF superaban el nivel adecuado de reservas bajo la nueva metodología en aproximadamente USD 3.500 m.

2.6 Comportamiento de la economía regional en 2018

2.6.1 Las economías departamentales en 2018

En 2018, consistente con la recuperación de la economía, la mayoría de territorios del país presentaron mejores resultados, según las cifras más recientes del PIB departamental⁶² (Gráfico 2.30). Más de la mitad de las economías registraron un aumento superior al total nacional (2,6%) y por debajo se situaron quince, de las cuales seis exhibieron caídas en su producto (Mapa 2.1).

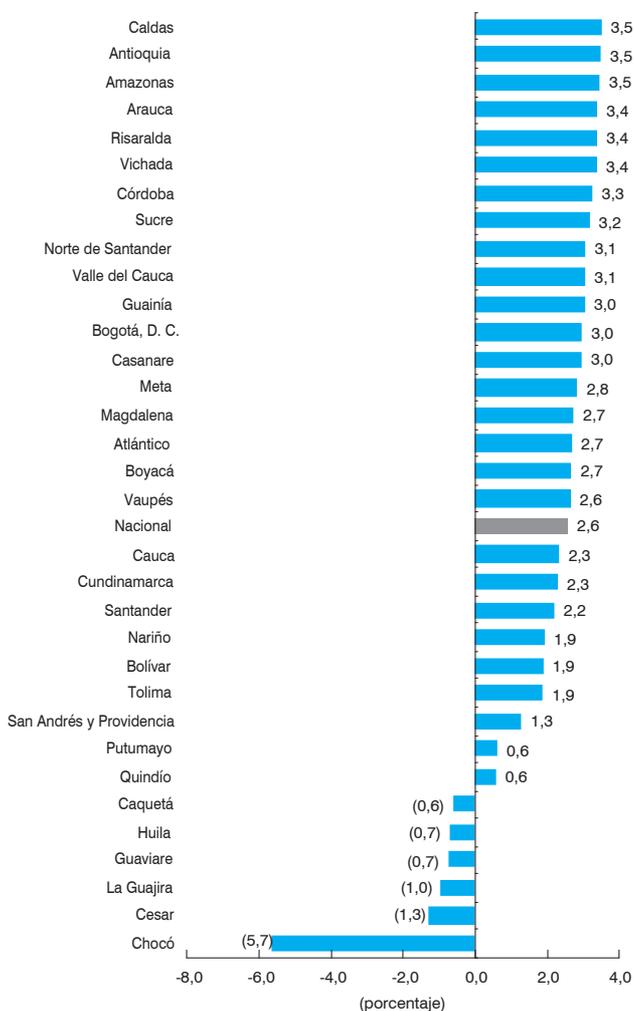
Dentro de las economías más dinámicas se encontraron Bogotá, Antioquia y Valle del Cauca, que continuaron cubriendo cerca del 50% del PIB nacional (Gráfico 2.31), con un aporte de 1,6 pp al incremento total. Similar tendencia al alza se presentó en algunos departamentos del Eje Cafetero, así como de la zona de la Amazonía-Orinoquía⁶³, Costa Caribe y nororiente del país (Norte de Santander y Boyacá). El desarrollo de las economías departamentales se desarrolló en un contexto de excesos de capacidad productiva, una demanda interna en recuperación y de precios internacionales del petróleo en ascenso.

En el grupo de las economías que presentaron deterioro, La Guajira y Cesar, con cerca del 43% de su producción concentrada en la explotación de minas y canteras, registraron una considerable disminución en la

⁶² El DANE publicó el PIB departamental, base 2015, para treinta y tres territorios en el país a doce agrupaciones. La información disponible más reciente se encuentra con corte a 2018, con fecha de publicación 25 de junio de 2019.

⁶³ Amazonas, Arauca, Casanare, Meta, Vichada, Guainía, Vaupés, Putumayo y Guaviare.

Gráfico 2.30
Crecimiento anual del PIB departamental, 2018



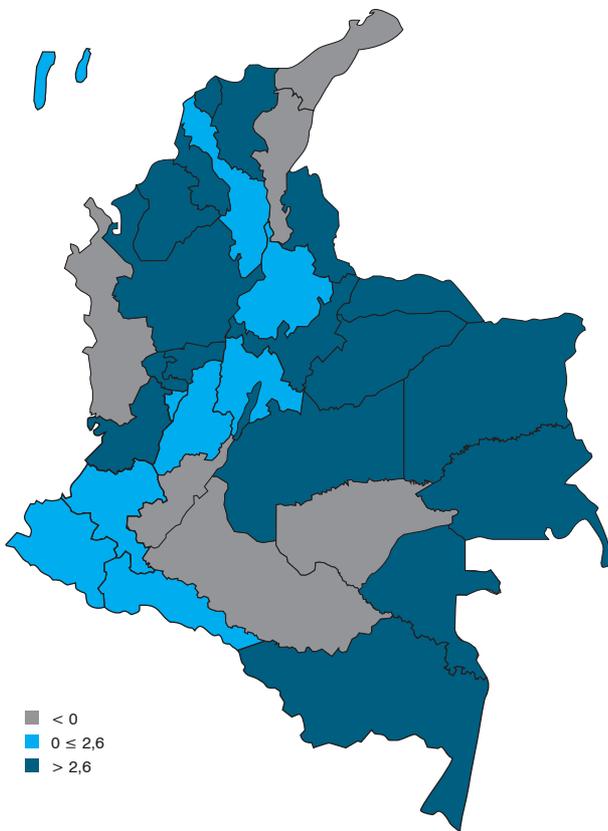
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

extracción de carbón. En el caso de Huila, Caquetá y Guaviare la evolución de sus economías se explicó en la fuerte contracción en la construcción. Por su parte, Chocó continuó siendo el departamento de más bajo desempeño, aunque su caída fue menor frente a la del año anterior como efecto, en parte, del mayor ritmo de crecimiento de la administración pública⁶⁴ durante 2018.

⁶⁴ Administración pública y defensa; planes de seguridad social de afiliación obligatoria; educación; actividades de atención de la salud humana y servicios sociales.

Mapa 2.1

Crecimiento anual del PIB real departamental, 2018



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

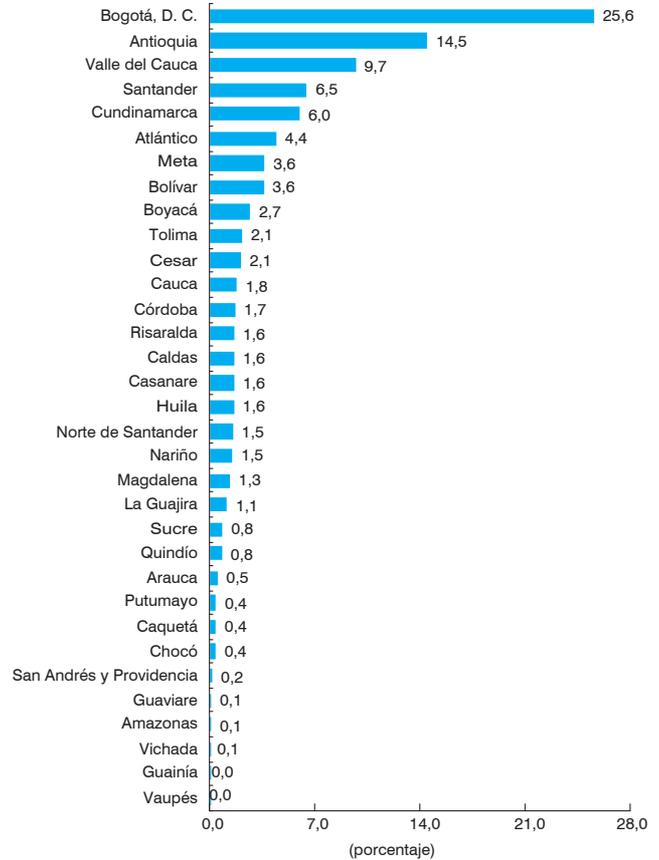
Entre las actividades económicas determinantes para la recuperación de las economías territoriales, estuvieron la agrupación de comercio⁶⁵ y la administración pública, seguidas de las actividades profesionales⁶⁶, la industria y las inmobiliarias. El comercio repuntó comparado con el incremento moderado de un año atrás, impulsado principalmente por Bogotá y Antioquia. En 2018, se presentaron eventos puntuales como el desarrollo del Mundial de Fútbol en Rusia y la feria internacional del automóvil, que en algunas regiones

⁶⁵ Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas; transporte y almacenamiento; alojamiento y servicios de comida.

⁶⁶ Actividades profesionales, científicas y técnicas; actividades de servicios administrativos y de apoyo.

Gráfico 2.31

Participación departamental en el PIB nacional, 2018



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

impulsaron la producción y comercialización de vehículos, papel, bebidas, alimentos, prendas de vestir y electrodomésticos. En la administración pública sobresalió el crecimiento observado en todos los departamentos, en un año de proceso electoral presidencial y legislativo, y de realización del censo poblacional. En cuanto al desempeño industrial, fue jalado por la producción manufacturera concentrada en más del 80% en siete territorios del país. Entre estos, Bolívar y Santander registraron mayor dinamismo fabril y los demás alcanzaron tasas de crecimiento positivas frente a las contracciones reportadas en 2017. En línea con lo anterior, se presentó un mayor aumento en las actividades profesionales, en particular en los territorios con la más alta participación industrial, Antioquia, Bogotá,

Valle del Cauca, Cundinamarca, Santander y Atlántico.

Las actividades inmobiliarias, si bien contribuyeron de manera importante en el crecimiento anual del PIB departamental, mostraron en todas las zonas del país una tendencia descendente frente a períodos previos, con excepción de Atlántico y Magdalena. Por otro lado, el ligero aumento anual de la construcción, después de la contracción generalizada del año anterior, estuvo jalonado por el dinamismo en Valle del Cauca y Boyacá, y por la recuperación de la actividad en doce territorios, destacándose algunos de la Costa Caribe (Sucre, Córdoba y Magdalena), Eje Cafetero (Risaralda y Caldas) y Suroccidente del país (Cauca y Nariño), adicional a Meta y Norte de Santander. Por su parte, entre los territorios más representativos, en Bogotá y Antioquia la actividad se desaceleró y en Santander y Cundinamarca continuó cayendo, lo que en el agregado no permitió un mayor repunte.

En el rubro de explotación de minas y canteras, el total reportó un quiebre de tendencia hacia una cifra cercana a cero, luego de las caídas observadas desde 2014 y del profundo deterioro en 2017. En el período de análisis la producción en Santander se aceleró y en Casanare, Arauca y Antioquia se registró recuperación anual. Esta dinámica compensó parcialmente la leve disminución en el Meta, departamento con la más alta participación (31,7%), y el descenso en Cesar, La Guajira, Boyacá, Putumayo y Chocó. Finalmente, la actividad agropecuaria mostró un menor ritmo de crecimiento frente a un 2017 más dinámico, al superar los efectos de 2016 ocasionados por la intensidad del fenómeno de El Niño y el paro agrario y de transportadores de carga. En 2018 los departamentos del Eje Cafetero registraron desaceleración anual, afectados principalmente por las fuertes lluvias sobre los cultivos de café⁶⁷. Entre los departamentos con la más alta participación agropecuaria, la

producción en Antioquia y Tolima permaneció estable, la de Cundinamarca, Santander, Meta y Boyacá se desaceleró, y la del Valle del Cauca se recuperó.

2.6.2 Mercado laboral departamental

En 2018 según los datos de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) del DANE, disponible para veintitrés departamentos y Bogotá, la mitad de los territorios presentaron un aumento en la tasa de desempleo (TD), mientras que dos mantuvieron relativamente constante su nivel (Bogotá y Sucre) y en los restantes diez se registró descenso (Cuadro 2.10). En el primer grupo, la evolución de la TD al alza en Tolima, Norte de Santander, Antioquia y Huila se explicó en la caída de la demanda laboral, representada por la tasa de ocupación (TO), que superó la disminución de la oferta laboral, medida por la tasa global de participación (TGP). La reducción en la demanda laboral también se evidenció en Cundinamarca, Caquetá y Quindío, donde el deterioro de la TD se acentuó con el aumento de la fuerza laboral. Este último departamento registró la tasa de desempleo más alta (14,1%), seguido de Norte de Santander (13,4%) y Tolima (12,8%). En los demás territorios del grupo de análisis la TGP se amplió por encima del incremento de la TO.

Por otro lado, en los diez departamentos con TD a la baja se encontraron Valle del Cauca, Meta, Chocó, Magdalena y Nariño, donde el comportamiento obedeció a la fuerte caída en la fuerza laboral con mayor intensidad frente a la disminución de la demanda laboral. En los dos primeros la TD se mantuvo en niveles de dos dígitos, mientras que en los otros permaneció en niveles de uno. En los demás territorios la demanda laboral presentó resultados más favorables, frente al aumento o la caída de la fuerza laboral. En el primer caso se situaron Boyacá, Risaralda y Bolívar, en el segundo Córdoba y La Guajira.

Al comparar el comportamiento de los indicadores del mercado laboral en los departamentos (Gráfico 2.32, panel A) frente a

⁶⁷ Véase el *Informe sobre Inflación* elaborado por Banco de la República, marzo de 2019, pp. 33-37.

Cuadro 2.10
Indicadores del mercado laboral por departamento
(porcentaje)

Departamentos	Tasa global de participación (TGP)			Tasa de ocupación (TO)			Tasa de desempleo (TD)		
	2017	2018	pp ^{a/}	2017	2018	pp ^{a/}	2017	2018	pp ^{a/}
Total 23 departamentos y Bogotá	64,6	64,2	(0,4)	58,5	58,0	(0,6)	9,4	9,6	0,3
Antioquia	63,2	62,3	(0,9)	56,8	55,6	(1,1)	10,2	10,7	0,5
Atlántico	62,8	63,3	0,4	58,2	58,4	0,2	7,4	7,7	0,3
Bogotá D. C.	69,6	69,1	(0,5)	62,3	61,9	(0,5)	10,5	10,5	(0,0)
Bolívar	58,7	59,3	0,6	54,9	55,9	0,9	6,4	5,8	(0,5)
Boyacá	59,0	59,8	0,8	54,6	55,4	0,8	7,5	7,4	(0,1)
Caldas	56,0	57,3	1,3	50,9	51,5	0,6	9,2	10,1	0,9
Caquetá	57,8	57,9	0,1	53,0	52,6	(0,4)	8,2	9,1	0,9
Cauca	60,5	61,4	1,0	55,4	56,0	0,5	8,3	8,9	0,5
Cesar	59,5	56,1	(3,4)	53,0	49,8	(3,1)	10,9	11,2	0,2
Chocó	50,7	49,8	(0,9)	45,7	45,0	(0,7)	9,8	9,6	(0,2)
Córdoba	62,2	62,0	(0,2)	56,6	56,9	0,3	9,1	8,3	(0,8)
Cundinamarca	70,5	71,0	0,5	64,9	63,9	(1,0)	8,0	10,1	2,1
Huila	62,5	60,8	(1,6)	57,0	55,2	(1,8)	8,7	9,2	0,5
La Guajira	69,1	68,6	(0,5)	64,5	65,5	0,9	6,5	4,6	(2,0)
Magdalena	57,1	55,8	(1,3)	52,9	51,9	(1,0)	7,4	7,0	(0,4)
Meta	64,5	62,6	(1,9)	56,7	55,2	(1,5)	12,2	11,9	(0,3)
Nariño	70,0	65,7	(4,3)	65,2	61,7	(3,5)	6,8	6,1	(0,7)
Norte de Santander	59,3	57,3	(2,0)	52,0	49,6	(2,3)	12,4	13,4	1,0
Quindío	64,6	64,8	0,2	55,9	55,7	(0,2)	13,5	14,1	0,6
Risaralda	63,4	63,5	0,1	58,5	58,7	0,2	7,8	7,6	(0,2)
Santander	67,9	68,9	1,0	63,2	63,6	0,4	6,8	7,7	0,9
Sucre	59,8	62,3	2,5	54,3	56,6	2,3	9,1	9,1	0,0
Tolima	66,7	66,5	(0,2)	59,9	58,0	(2,0)	10,1	12,8	2,7
Valle del Cauca	66,5	66,0	(0,5)	58,9	58,6	(0,3)	11,5	11,3	(0,2)

a/ La variación en puntos porcentuales se calculó incluyendo todos los decimales.

TGP = (población económicamente activa / población en edad de trabajar) x 100.

TO = (ocupados / población en edad de trabajar) x 100.

TD = (desempleados / población económicamente activa) x 100.

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

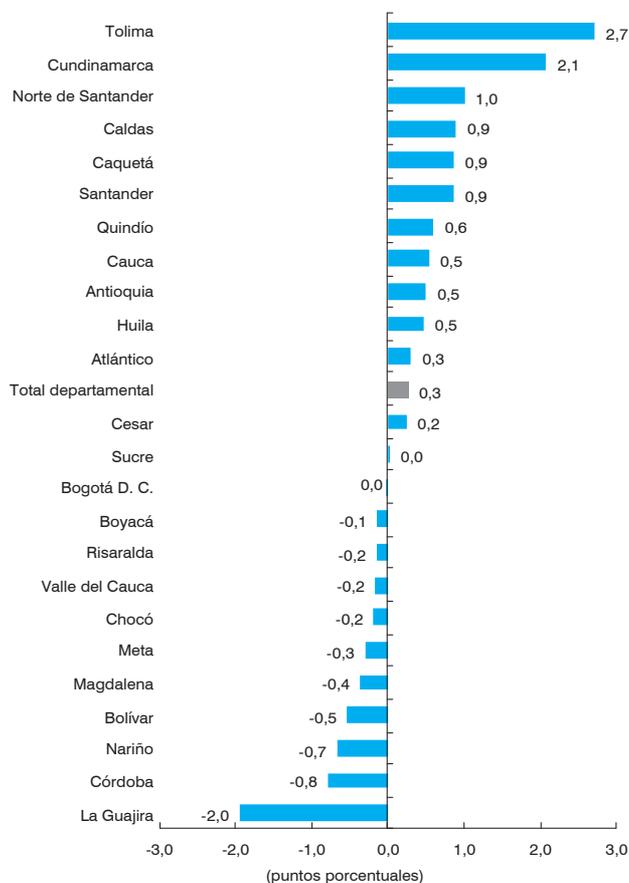
sus ciudades capitales y áreas metropolitanas (Gráfico 2.32, panel B), se observó que en la mayoría de los que aumentaron su TD en el primer grupo, también lo hicieron en el segundo, excepto en Popayán. En cuanto a los departamentos que registraron reducciones en la TD, algunas de sus ciudades capitales mostraron efectos contrarios, como Tunja, Quibdó, Santa Marta y Riohacha. Esta última

ciudad capital ocupó el sexto lugar con mayor TD (14,1%) (Cuadro 2.11), y su correspondiente departamento, La Guajira, registró la menor TD (4,6%).

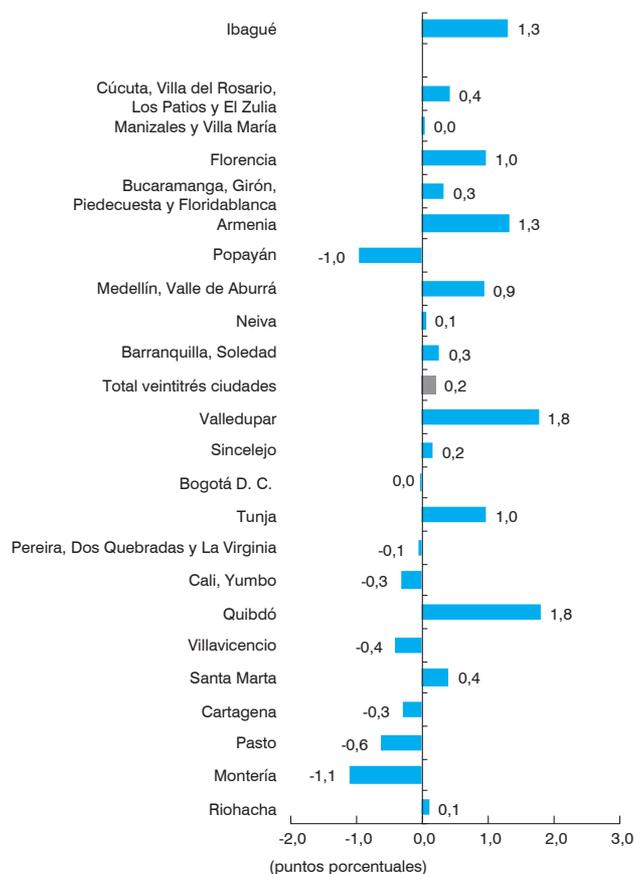
En relación con el número de ocupados, para las veintitrés ciudades capitales y áreas metropolitanas, con un incremento anual del 0,3% en 2018, Sincelejo, Popayán y Montería obtuvieron las tasas de crecimiento más

Gráfico 2.32

A. Cambio en la tasa de desempleo por departamentos, 2017-2018



B. Cambio en la tasa de desempleo por ciudad y área metropolitana, 2017-2018



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

altas en el número de trabajadores. En estas ciudades, la industria, el comercio y los servicios, respectivamente, originaron la mayor contribución al crecimiento del empleo. En contraste, los ocupados en Neiva, Pasto y Bucaramanga disminuyeron de forma notoria. En las dos primeras ciudades se explicó por la menor contratación en el rubro de comercio y, en la tercera, por la caída en el empleo en las actividades inmobiliaria, industria y construcción. Por otro lado, el 60,4% del total de ocupados se concentró en Bogotá, Cali y Medellín, con las dos primeras ciudades registrando recuperación anual jalonada por

la actividad de comercio, luego de la fuerte disminución registrada en 2017. En el caso de Medellín, el número de ocupados permaneció relativamente estable.

Con respecto a los indicadores de la calidad del empleo, el empleo asalariado registró un leve descenso anual de 0,2 pp, mientras que el formal creció 0,7 pp. Las ciudades con mejor desempeño (aumento en los dos indicadores) (Gráfico 2.33, paneles A y B) fueron Popayán, Cartagena, Florencia y Armenia; en el caso contrario, se encontraron Santa Marta, Quibdó, Bucaramanga y Pereira. Frente al empleo formal (51,8% de los ocupados), trece

Cuadro 2.11
Indicadores del mercado laboral por ciudad
(porcentaje)

Departamentos	Tasa global de participación (TGP)			Tasa de ocupación (TO)			Tasa de desempleo (TD)		
	2017	2018	pp	2017	2018	pp	2017	2018	pp
Total veintitrés ciudades y áreas metropolitanas	66,5	65,9	(0,6)	59,4	58,7	(0,7)	10,7	10,9	0,2
Armenia	64,5	64,9	0,4	55,3	54,8	(0,5)	14,3	15,6	1,3
Barranquilla, Soledad	64,9	65,1	0,2	59,6	59,6	(0,0)	8,2	8,5	0,3
Bogotá	69,6	69,1	(0,5)	62,3	61,9	(0,5)	10,5	10,5	(0,0)
Bucaramanga, Girón, Piedecuesta y Floridablanca	69,3	67,1	(2,2)	63,4	61,2	(2,2)	8,5	8,8	0,3
Cali, Yumbo	68,1	67,4	(0,7)	60,1	59,7	(0,4)	11,9	11,5	(0,3)
Cartagena	57,2	56,7	(0,5)	52,0	51,7	(0,3)	9,0	8,7	(0,3)
Cúcuta, Villa del Rosario, Los Patios y El Zulia	62,7	60,9	(1,8)	52,8	51,0	(1,8)	15,9	16,3	0,4
Florencia	59,8	59,5	(0,3)	52,6	51,8	(0,8)	12,0	13,0	1,0
Ibagué	65,4	65,2	(0,1)	56,9	56,0	(1,0)	12,9	14,2	1,3
Manizales y Villa María	60,7	59,5	(1,1)	53,9	52,8	(1,0)	11,2	11,2	0,0
Medellín, Valle de Aburrá	65,6	65,4	(0,2)	58,5	57,7	(0,7)	10,8	11,7	0,9
Montería	64,2	63,8	(0,4)	57,1	57,4	0,4	11,1	10,0	(1,1)
Neiva	66,6	63,1	(3,5)	58,9	55,7	(3,1)	11,5	11,6	0,1
Pasto	68,6	64,7	(3,9)	62,0	58,9	(3,1)	9,6	9,0	(0,6)
Pereira, Dos Quebradas y La Virginia	65,6	65,2	(0,5)	59,6	59,3	(0,4)	9,1	9,1	(0,1)
Popayán	58,7	59,1	0,4	51,7	52,7	0,9	11,9	10,9	(1,0)
Quibdó	57,1	58,5	1,4	47,9	48,1	0,2	16,1	17,8	1,8
Riohacha	63,8	62,3	(1,5)	54,8	53,5	(1,3)	14,0	14,1	0,1
Santa Marta	59,7	59,5	(0,2)	54,9	54,5	(0,4)	8,0	8,4	0,4
Sincelejo	66,2	68,2	2,0	59,9	61,7	1,7	9,5	9,6	0,2
Tunja	61,9	61,4	(0,5)	55,5	54,5	(1,0)	10,3	11,3	1,0
Valledupar	61,8	61,1	(0,7)	53,8	52,1	(1,7)	13,0	14,8	1,8
Villavicencio	66,8	66,0	(0,8)	58,6	58,1	(0,5)	12,3	11,9	(0,4)

TGP = (población económicamente activa / población en edad de trabajar) x 100.

TO = (ocupados / población en edad de trabajar) x 100.

TD = (desempleados / población económicamente activa) x 100.

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

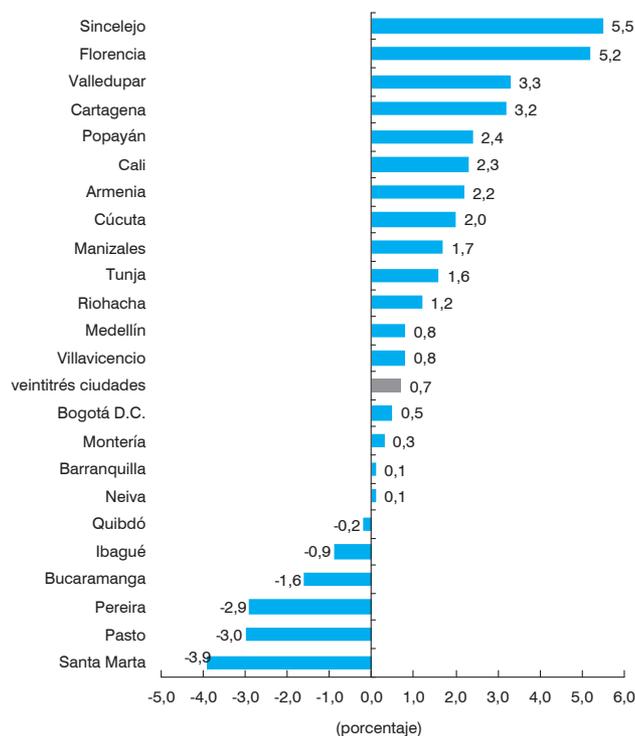
ciudades ganaron mayor participación, y en cuatro de ellas el indicador estuvo por encima del 50%. En cuanto al empleo asalariado (53,2% del total de ocupados), en nueve ciudades se incrementó la representatividad del indicador, y en seis superó el 50%, destacándose Manizales, Medellín y Bogotá.

2.6.3 La inflación al consumidor por ciudades en 2018

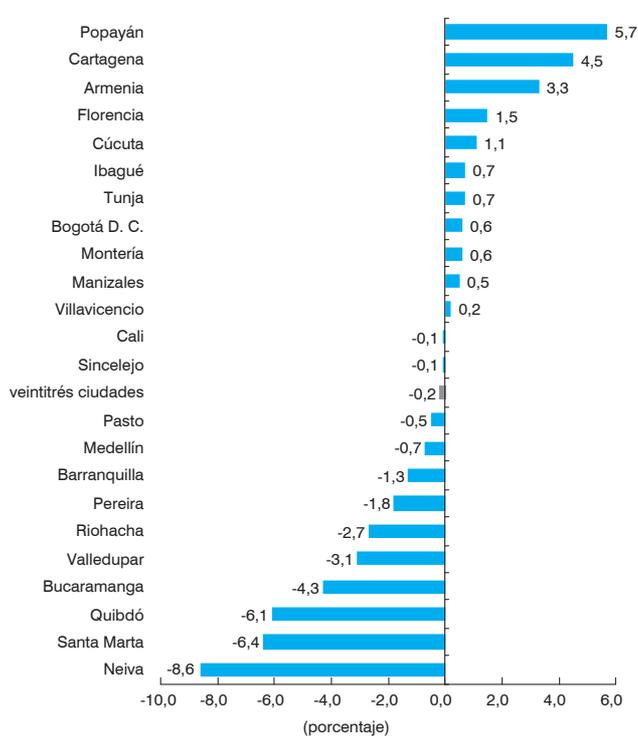
En 2018, en las veinticuatro ciudades de seguimiento del DANE, la variación anual del IPC continuó en proceso de convergencia hacia la meta de inflación (3%). Las ciudades

Gráfico 2.33

A. Crecimiento anual de la formalidad laboral por ciudad, 2018



B. Crecimiento anual del empleo asalariado por ciudad, 2018



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

con corrección a la baja fueron las que el año anterior habían alcanzado niveles cercanos al 4%. Por otra parte, las mayores presiones alcistas sobre la inflación al cierre de 2018 se presentaron en las ciudades que un año atrás habían registrado niveles por debajo de 2%. En total, ocho ciudades de las veinticuatro alcanzaron niveles superiores a la inflación nacional (3,18%), donde Barranquilla y Medellín registraron el mayor ritmo de crecimiento anual (3,69%). Las dieciséis ciudades restantes se ubicaron por debajo, con Valledupar mostrando la menor inflación (2,37%) (Cuadro 2.12).

Por canastas, el comportamiento de la inflación se explicó en la corrección del IPC de bienes y servicios (sin alimentos), compensando el repunte generalizado en el IPC de los alimentos. En la primera canasta, de

acuerdo con la información disponible para trece ciudades, el ajuste obedeció a la fuerte desaceleración en la inflación del subgrupo de los transables, con mayor intensidad frente a la de los no transables. Este comportamiento fue contrarrestado por la subcanasta de los regulados debido a la persistencia de presiones inflacionarias, donde la más baja se situó en Bucaramanga (5,01%) y la más alta en Pasto (8,84%).

En relación con la inflación de los transables, se registraron tasas de crecimiento inferiores a 2% anual. Estos niveles de 2018 fueron cercanos a los obtenidos en 2014, período antes del traspaso de los efectos de la fuerte depreciación nominal del peso, originados con el choque a los términos de intercambio. En 2018 las principales presiones alcistas en la subcanasta se presentaron en las ciudades

Cuadro 2.12
Indicadores de inflación por ciudades
Porcentaje y variación en puntos básicos (pb)

Ciudad	Inflación total			Sin alimentos			Alimentos		
	2017	2018	Variación (pb)	2017	2018	Variación (pb)	2017	2018	Variación (pb)
Armenia	3,78	2,81	(96)	4,17	3,00	(117)	2,76	2,32	(44)
Barranquilla	3,24	3,69	45	4,36	4,31	(5)	0,71	2,26	155
Bogotá	4,63	3,06	(157)	5,53	3,37	(215)	2,45	2,27	(18)
Bucaramanga	3,76	2,79	(98)	4,96	3,23	(173)	1,59	1,96	37
Cali	4,28	3,08	(120)	4,59	3,17	(142)	3,55	2,88	(67)
Cartagena	3,17	3,45	29	4,76	3,44	(132)	(0,32)	3,49	381
Cúcuta	2,87	2,89	2	4,05	2,93	(113)	0,74	2,81	207
Florencia	2,98	2,65	(33)	3,48	2,65	(83)	2,02	2,64	63
Ibagué	2,91	3,02	11	4,28	3,47	(80)	0,05	2,04	198
Manizales	4,29	3,31	(98)	5,35	3,77	(159)	1,85	2,23	38
Medellín	4,16	3,69	(47)	5,00	4,01	(99)	1,76	2,73	97
Montería	2,79	3,37	58	4,96	3,48	(148)	(2,21)	3,12	533
Neiva	2,61	2,84	23	3,61	2,48	(113)	0,83	3,51	268
Pasto	4,00	3,36	(64)	4,63	3,91	(72)	2,73	2,22	(51)
Pereira	4,11	3,17	(95)	4,85	3,73	(112)	2,32	1,76	(56)
Popayán	4,00	2,76	(124)	4,68	3,33	(135)	2,63	1,60	(102)
Quibdó	2,73	2,71	(2)	4,45	3,78	(66)	(0,04)	0,90	94
Riohacha	1,28	2,84	156	3,77	3,51	(26)	(2,76)	1,68	444
San Andrés	4,19	2,81	(138)	4,70	3,53	(117)	3,43	1,74	(170)
Santa Marta	2,84	2,73	(11)	4,19	3,15	(104)	0,30	1,91	160
Sincelejo	1,67	3,47	180	3,71	3,47	(23)	(2,11)	3,46	557
Tunja	3,35	3,37	2	4,20	4,17	(3)	1,55	1,64	9
Valledupar	3,41	2,37	(104)	5,16	2,65	(251)	(0,58)	1,71	229
Villavicencio	1,78	2,43	65	2,55	2,30	(25)	0,30	2,69	239
Total nacional	4,09	3,18	(91)	5,01	3,48	(152)	1,92	2,43	52

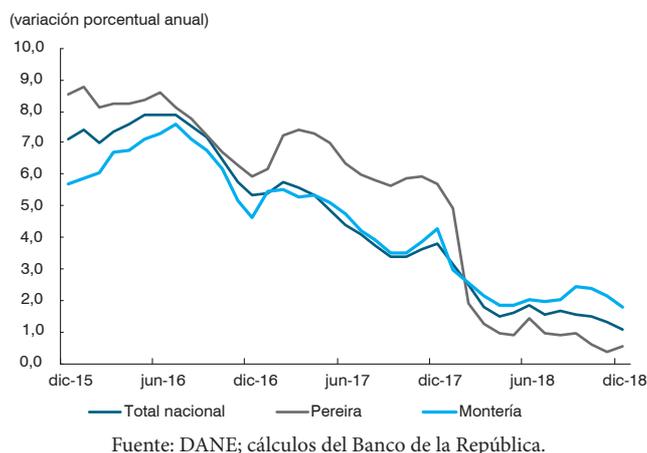
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de la costa Caribe y de la frontera (Cúcuta y Pasto), mientras las menores se obtuvieron en las ciudades del centro del país. Montería obtuvo la mayor (1,76%), mientras que Pereira registró la mínima (0,52%) con la más alta corrección anual (519 pb) (Gráfico 2.34).

En cuanto a la inflación de la subcanasta de no transables, que exhibió desaceleración en la mayoría de ciudades de seguimiento, Villavicencio mostró el menor ritmo de creci-

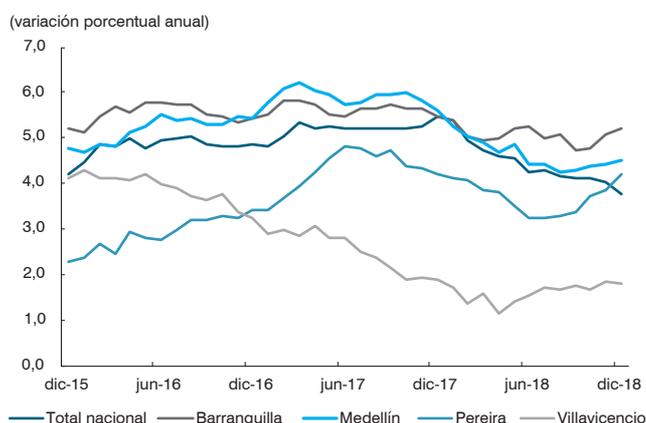
miento, por debajo de 2%, levemente inferior al del año anterior. Bogotá, por su parte, presentó el mayor ajuste (260 pb), teniendo en cuenta que un año atrás el efecto puntual de la final de fútbol capitalina había impactado de forma importante el rubro de los servicios relacionados con la diversión. En contraste, Barranquilla, Medellín y Pereira superaron en su orden al resto de los territorios, con niveles por encima de 4% (Gráfico 2.35). Los rubros

Gráfico 2.34
IPC de transables (sin alimentos ni regulados)
Total nacional, Pereira y Montería



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.35
IPC de no transables (sin alimentos ni regulados)
Total nacional, Barranquilla, Medellín, Pereira y Villavicencio



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de mayor contribución a la alta inflación de no transables, en estas tres ciudades, fueron arrendamientos, pensiones y matrículas⁶⁸.

Por otro lado, en el IPC de alimentos, en 2018 se registraron para las veinticuatro ciudades variaciones anuales entre 0,90% (mínimo) y 3,51% (máximo), valores correspon-

dientes a Quibdó y Neiva, respectivamente. En particular, diecisiete ciudades mostraron una tendencia ascendente en la inflación de alimentos, principalmente de la Costa Caribe (Sincelejo, Montería, Riohacha y Cartagena), que un año atrás habían registrado decrecimiento. Por su parte, las siete ciudades restantes que el año anterior habían presentado el mayor ritmo de crecimiento, mostraron descensos al cierre de 2018, sobresaliendo las correcciones de San Andrés y Popayán.

La inflación de los alimentos al alza en 2018 obedeció, en gran parte, al incremento en precios del subgrupo de los perecederos, que aumentó en once de las trece ciudades con información, contrarrestado parcialmente con un mejor desempeño en precios de los procesados y las comidas fuera del hogar (Cuadro 2.13). En relación con el primer subgrupo, el aumento de la inflación se dio en un contexto de baja base de comparación, dado que el año anterior se evidenciaron niveles mínimos de inflación para todas las ciudades, en su mayoría hasta el mes de julio. A partir de esa fecha la senda creciente se explicó en la normalización de precios dadas las mejores condiciones climatológicas, luego del fenómeno de El Niño. En este contexto, al final de 2018, Cartagena, Villavicencio, Medellín y Neiva mostraron las más altas inflaciones y, en particular, la primera ciudad presentó la mayor aceleración entre todas.

En la subcanasta de los alimentos procesados, la mayoría de ciudades mantuvo niveles inflacionarios muy bajos, en un rango entre -0,44% en Bogotá y 1,58% en Montería. Una vez superada la fuerte sequía de 2016 y debido a la recuperación gradual de los cultivos permanentes y de los pastos de calidad, los niveles mínimos de inflación de procesados se alcanzaron en diciembre de 2017 en Montería, entre los primeros tres meses de 2018 para doce ciudades y en Pasto hasta julio de 2018. La demanda débil en recuperación y la estabilidad relativa del peso desde comienzos de 2016 hasta mediados de 2018 también habrían ejercido menores presiones inflacionarias en la subcanasta.

⁶⁸ Matrículas de educación media y superior.

Cuadro 2.13
Inflación de alimentos por subgrupos para las trece ciudades
Porcentaje y variación en puntos básicos (pb)

Ciudad	Perecederos			Procesados			Comidas fuera del hogar		
	2017	2018	Variación (pb)	2017	2018	Variación (pb)	2017	2018	Variación (pb)
Barranquilla	3,02	7,86	485	(1,05)	0,23	128	4,03	4,29	26
Bogotá	5,47	8,13	267	(0,76)	(0,44)	32	5,98	3,75	(222)
Bucaramanga	2,41	6,55	414	(1,11)	0,31	142	4,54	2,41	(213)
Cali	14,46	9,22	(524)	(0,81)	(0,19)	61	5,09	4,09	(100)
Cartagena	(1,77)	12,91	1.468	(1,10)	1,36	246	3,10	3,82	72
Cúcuta	7,13	9,08	195	(1,98)	1,57	355	2,81	1,58	(123)
Manizales	7,72	8,13	41	(1,03)	(0,29)	74	6,62	5,03	(159)
Medellín	6,33	12,18	585	(0,25)	(0,15)	10	4,13	3,91	(22)
Montería	(0,68)	8,70	938	(4,51)	1,58	609	4,47	4,07	(39)
Neiva	9,88	11,93	205	(2,45)	0,45	291	1,71	3,83	212
Pasto	7,23	4,31	(292)	(0,23)	(0,43)	(20)	6,26	6,85	59
Pereira	6,48	6,90	42	(0,34)	(0,39)	(5)	7,12	4,06	(306)
Villavicencio	2,73	12,31	958	(1,94)	(0,23)	171	2,52	2,62	10
Total nacional	5,84	8,88	304	(0,91)	(0,08)	83	5,21	3,68	(153)

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Finalmente, las correcciones a la baja en la inflación de comidas fuera del hogar se asociaron al suministro de alimentos de forma regular en las centrales de acopio y a niveles in-

fieriores de indexación anual. Cúcuta fue la ciudad con menor inflación en este rubro (1,58%), mientras Pasto se situó en el otro extremo con el mayor incremento anual (6,85%).

Recuadro 1 Suministro de liquidez por parte del Banco de la República, 2018-2019

En los últimos meses el mercado monetario en Colombia ha sufrido algunos choques importantes. Por el lado de la oferta de la base monetaria, se ha presentado una contracción importante debido al incremento sustancial de los depósitos del Gobierno en el Emisor. Por el lado de la demanda de base monetaria, se ha registrado un repunte significativo, en particular por el crecimiento del efectivo en poder del público. Esta coyuntura de aumento inusual de las ne-

cesidades de liquidez de la economía coincidió con el programa de acumulación de reservas internacionales iniciado en 2018, por lo que las compras de divisas por parte del Banco atenuaron parcialmente la situación y contribuyeron a garantizar que las tasas del mercado monetario se mantuvieran alineadas con la tasa de política.

En este recuadro se describe la coyuntura actual y se mencionan las herramientas que el banco central ha utilizado para suministrar la

liquidez que necesita la economía. Para facilitar la comprensión de esta situación, en la primera sección se presentan las principales consideraciones que el Banco tiene para definir su estrategia monetaria, y en la segunda, se describe la coyuntura reciente.

1. Consideraciones generales sobre el suministro de liquidez

En Colombia la política monetaria se rige por un esquema de inflación objetivo, que propende por mantener una tasa de inflación baja y estable, y alcanzar un crecimiento del producto acorde con la capacidad potencial de la economía. En este marco la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) envía sus señales de política por medio de la tasa de interés de referencia, también conocida como tasa de intervención o tasa de política monetaria. Cuando el Banco fija dicha tasa, busca afectar el costo del dinero de corto plazo en la economía. Ese es el primer eslabón de la transmisión de la política monetaria, que finalmente busca llegar a influir en la actividad económica y la inflación.

Acorde con lo anterior, en el esquema de inflación objetivo el suministro de liquidez por parte de la autoridad monetaria se efectúa buscando que el costo del dinero a corto plazo en la economía sea cercano a la tasa de política. Eso significa que el Banco suministra toda la liquidez primaria que demande la economía a la tasa de referencia, que es aquella que considera compatible con la meta de inflación y, por tanto, con el objetivo de más largo plazo de tener una inflación baja y estable.

El dinero que el banco central provee a la economía se denomina base monetaria: está compuesta por el efectivo y por la reserva bancaria. El efectivo corresponde a los billetes y monedas en poder del público, y la reserva bancaria a los recursos que mantienen los establecimientos de crédito (sociedades depositarias) en sus cajas o en sus cuentas de depósito en el Banco de la República para cumplir sus requisitos de encaje.

El Cuadro R1.1 muestra un esquema del balance del Banco. La base monetaria constituye

Cuadro R1.1
Esquema del balance del Banco de la República

Activos	Pasivos
Reservas internacionales	Base monetaria
Inversiones en títulos de deuda (TES)	Efectivo
Operaciones activas con el sistema financiero (repos activos)	Reserva
Otros activos netos	Depósitos del Gobierno en pesos
	DRNCE vigentes ^{a/}
	Patrimonio
	Capital y utilidades

a/ Depósitos remunerados no constituidos de encaje.

Fuente: Banco de la República.

el principal pasivo para la autoridad monetaria y es contrapartida de los movimientos de otras cuentas. Por ejemplo, cuando el Emisor adquiere divisas, abona pesos a las cuentas en el Banco de la República de los intermediarios financieros con quienes realiza dichas operaciones y, por tanto, incrementa la reserva bancaria y la base monetaria. Por el contrario, cuando el Gobierno aumenta el saldo de su cuenta en el banco central porque coloca deuda pública o recauda impuestos, la base monetaria se contrae.

Cabe resaltar que bajo el esquema de inflación objetivo buena parte de los movimientos en el balance del Banco no obedecen a consideraciones sobre el suministro de liquidez. Por ejemplo, cuando el Banco decide iniciar un programa de acumulación de reservas internacionales, como el anunciado tras la reunión de la JDBR de septiembre de 2018, persigue otros objetivos de política¹. Por otro lado, en el caso de los depósitos de la Dirección General del Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN), los movimientos dependen de los flujos de ingresos y pagos que tiene el Gobierno Central, decisiones que son externas al Banco.

¹ <http://www.banrep.gov.co/es/comunicado-28-septiembre-2018-2>

El suministro de liquidez se efectúa, entonces, buscando compensar esos cambios en la oferta de la base monetaria, en la magnitud en la que difieran de los de la demanda, de forma tal que las tasas de mercado de corto plazo, en particular el índice bancario de referencia (IBR) *overnight*, sean cercanas a la tasa de política.

Si se requiere expandir la oferta de la base monetaria, el Banco puede realizar operaciones repo con los intermediarios financieros o realizar compras definitivas de títulos. El primer instrumento permite expandir la oferta de dinero de manera transitoria, mientras que el segundo lo hace por el tiempo restante de la vigencia del título². En la situación contraria, es decir, cuando existen excesos de liquidez, el Banco los retira mediante el uso de instrumentos, como los depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE) o la venta definitiva de títulos de su portafolio³.

Para determinar qué operaciones debe implementar, el Banco realiza proyecciones de la oferta y de la demanda de base monetaria. Para la demanda se hacen estimaciones a partir de técnicas econométricas. Para la oferta se proyectan distintos rubros del balance del Banco, incluidos los depósitos del Gobierno. Para ese ítem en particular existen mecanismos de coordinación con el Ministerio de Hacienda y Crédito Público que permiten hacer un seguimiento detallado.

A partir de dichas proyecciones el Banco selecciona el instrumento, el monto y el plazo de las operaciones que considera adecuadas para equilibrar el mercado a la tasa de política. Cuando se detectan necesidades (o excesos) de liquidez de largo plazo, el Banco opta por realizar compras (ventas) de títulos de deuda (TES). En ese caso, las operaciones se realizan de forma tal que el Banco sea un tomador de precios para no afectar la curva de rendimientos. Por el contrario, cuando se estiman necesidades de

liquidez que no son estructurales, se opta por operaciones transitorias. En ese caso el Banco busca evitar una posición deudora neta con el sistema financiero en los meses siguientes, es decir, una situación en la que se den excesos de liquidez en la economía que deban ser retirados mediante operaciones de contracción⁴. Asimismo, se procura evitar un alto grado de apalancamiento de las instituciones financieras con el Banco de la República en operaciones a un día, evitando afectaciones en el mercado monetario que puedan presionar las tasas de interés al alza.

Como todas las estimaciones, las proyecciones de oferta y demanda de base monetaria están sujetas a incertidumbre, y en algunas circunstancias puede ser difícil prever la trayectoria de ciertas variables. Ante esto, el Banco hace seguimiento permanente a distintas variables que permiten que en el día a día se hagan ajustes a la estrategia de suministro de liquidez.

2. Suministro de liquidez: 2018 a junio de 2019

2.1 Demanda de base monetaria

Al cierre de junio de 2019 la base monetaria se ubicó en COP 95.499 mm, con un crecimiento anual de 15% (11,5% real), equivalente a COP 12.423 mm. Como se observa en el Gráfico R1.1, panel A, este agregado ha mostrado una aceleración importante en lo corrido de 2019, con variaciones anuales (nominales y reales) mayores que las registradas en 2018.

Desde el punto de vista de la demanda, la aceleración de base monetaria se explica, principalmente, por el comportamiento del efectivo, aunque recientemente también por la reserva bancaria (Gráfico R1.1, panel B). Para el efectivo la variación anual pasó de 8,0% en promedio en 2018 a 12,3% en el primer semestre de 2019 (en términos reales de 4,6% a 8,8%),

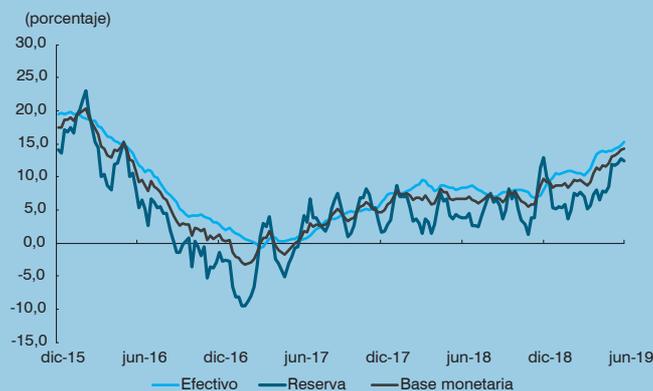
² Al vencimiento, el emisor del título pagará a los tenedores el valor nominal del título, lo que generará una contracción de la base monetaria.

³ Los repos en reversa también están contemplados en la reglamentación, pero no se implementan desde 2004.

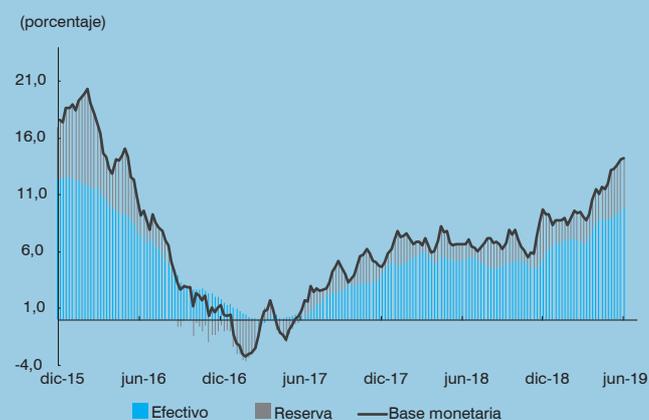
⁴ Esto, porque en algunos episodios en el pasado se registraron desviaciones negativas de las tasas de mercado de corto plazo frente a la tasa de política. Véase “Suministro de liquidez primaria por parte del Banco de la República, 2008-2016”, Recuadro 2 del *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, julio de 2016.

Gráfico R1.1
Evolución de la base monetaria y sus componentes^{a/}

A. Crecimiento nominal anual, promedio móvil de 4 semanas



B. Contribución del efectivo y la reserva bancaria al crecimiento de la base monetaria



Fuente: Banco de la República.

mientras que la reserva bancaria varió de 5,4% a 7,7% (en términos reales de 2,1% a 4,3%).

La demanda de base monetaria y sus componentes, al igual que la demanda de dinero en sentido más amplio, depende fundamentalmente del valor de las transacciones en la economía y de las tasas de interés. El efectivo en particular se ve más afectado que otros agregados monetarios por factores estacionales.

Así, el repunte que se ha observado en el efectivo puede tener su origen, en primer lugar, en el bajo costo de oportunidad de mantener este medio de pago y, en general, medios de pago a la vista, gracias a los niveles actuales de

inflación y de tasas de interés de los depósitos y a su relativa estabilidad. Una segunda explicación está relacionada con el mayor dinamismo de sectores en los que se realizan pagos de bajo monto, como el comercio al por menor, en los cuales el efectivo tiene un uso importante⁵. Tercero, Colombia ha sufrido un incremento significativo en el número de migrantes venezolanos⁶, población que probablemente debe realizar sus transacciones en efectivo⁷.

En relación con la reserva bancaria, su demanda también se ha incrementado debido al crecimiento de los depósitos a la vista, sobre los cuales la normatividad actual exige un encaje mayor⁸.

2.2 Oferta de base monetaria

Como se explicó, con los instrumentos que tiene a su disposición, el Banco compensa aquellos movimientos en la oferta de base monetaria que

⁵ De acuerdo con cifras del DANE, a mayo las ventas al por menor sin combustibles crecieron 8,0% anual (serie desestacionalizada y ajustada por efectos calendario). Además, según la *Encuesta de percepción de uso de instrumentos de pago del Banco de la República* (2017), en Colombia el instrumento preferido para realizar pagos habituales, como alimentación o transporte, es el efectivo.

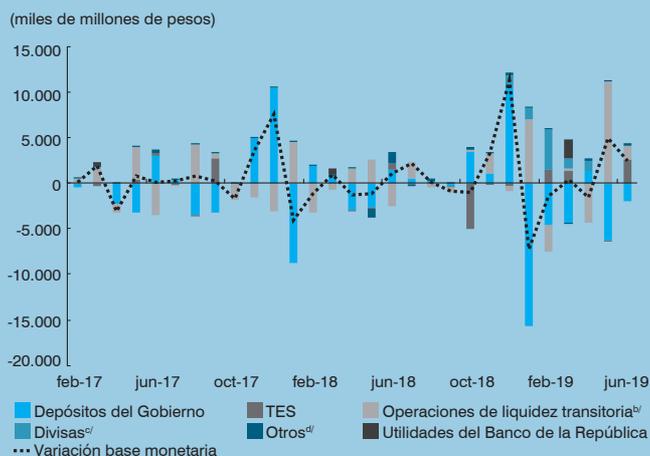
⁶ Según cifras de Migración Colombia, en el país habría cerca de 1.300.000 venezolanos (<http://www.migracioncolombia.gov.co/index.php/es/noticias/397-asi-ven-los-medios-a-mc/prensa/comunicados-2019/mayo-2019/11331-mas-de-1-millon-260-mil-venezolanos-se-encuentran-radicados-en-el-pais-director-de-migracion-colombialink>). Además, según artículos de prensa, se ha incrementado el uso de pesos colombianos en la zona de frontera venezolana debido a la hiperinflación que sufre ese país (véase, por ejemplo, “El peso colombiano está desplazando al bolívar en Venezuela”, diario *Portafolio*, del 21 de febrero de 2019, <https://www.portafolio.co/internacional/el-peso-colombiano-esta-desplazando-al-bolivar-en-venezuela-526617>; o “La economía del distrito Páez del Alto Apure se maneja en pesos colombianos”, *Crónica Uno*, del 22 de junio de 2019, <http://cronica.uno/la-economia-del-distrito-paez-del-alto-apure-se-maneja-en-pesos-colombianos/>).

⁷ Esto, debido a que el efectivo es el único instrumento de pago cuya disponibilidad es generalizada, especialmente para aquella población que no cuenta con servicios financieros y que, además, presumiblemente en su mayoría tiene transacciones de bajo monto.

⁸ De acuerdo con la Resolución Externa 5 de 2008, los depósitos a la vista tienen un coeficiente de encaje de 11%, mientras que los depósitos a plazo tienen uno de 4,5% si su plazo es inferior a dieciocho meses y 0% si su plazo es mayor.

difieren de los cambios en la demanda. El Gráfico R1.2 muestra el cambio mensual en la base monetaria y sus fuentes.

Gráfico R1.2
Fuentes de la base monetaria^{a/}



a/ Cifras a fin de mes.

b/ Repos de expansión netos de DRNCE.

c/ No se incluyen las operaciones con organismos internacionales.

d/ Incluye el efecto monetarios del PyG y de otras cuentas del balance, por tanto incluye los pagos por intereses sobre depósitos remunerados (incluye DGCPTN), los rendimientos recibidos por operaciones repo, entre otros.

Fuente: Banco de la República.

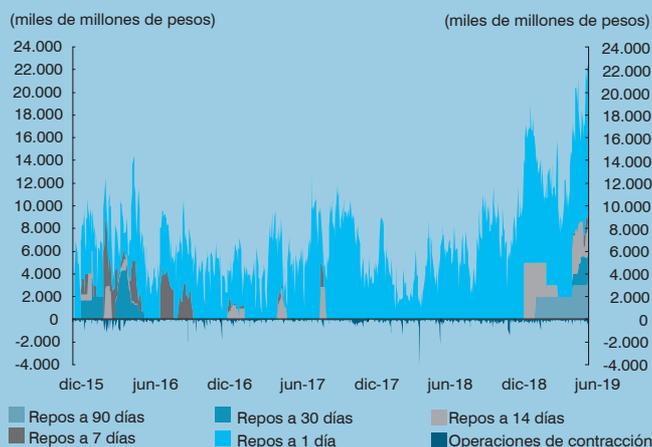
En la mayor parte de 2018 los repos (netos de DRNCE) contrarrestaron los movimientos en los depósitos del Gobierno en la magnitud en la que excedieron el cambio en la demanda de base monetaria. En ese sentido, la liquidez faltante (o sobrante) de la economía se ajustó mediante este instrumento, excepto por las compras de TES por COP 735 mm realizadas a mediados del año⁹ (Gráfico R1.2). Los repos se realizaron a plazo *overnight* y tuvieron un saldo promedio (neto de DRNCE) de COP 5.187 mm¹⁰ (Gráfico R1.3).

⁹ El Gráfico R1.2 muestra que en octubre de 2018 el Banco vendió TES por COP 5.054,3 mm. Esta operación, realizada entre el Gobierno y el Banco de la República, tuvo un efecto monetario neutro porque el pago se efectuó con recursos que el Gobierno tenía en sus cuentas en el Emisor (véase <http://www.banrep.gov.co/es/noticias/operacion-venta-de-tes-al-ministerio-de-hacienda-05-10-2018>).

¹⁰ En 2018 el saldo máximo fue COP 11.403 mm el 8 de noviembre y el mínimo -COP 2.936 mm el 8 de mayo.

Gráfico R1.3

Repos de expansión (a un día y a plazo) y depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE)



Fuente: Banco de la República.

En diciembre la mayor parte del aumento de la base monetaria, que estacionalmente ocurre el último mes del año, se suplió gracias a la reducción de los depósitos del Gobierno en el Banco¹¹ (Gráfico R1.2). Adicionalmente, el ejercicio de las opciones *put* para acumulación de reservas internacionales, dentro del marco del programa que la JDBR había iniciado tras su reunión de septiembre de 2018, contribuyó en COP 1.278 mm al suministro de liquidez.

A partir de enero de 2019 los depósitos del Gobierno tuvieron un efecto contraccionista significativo y alcanzaron niveles máximos históricos en junio (gráficos R1.2 y R1.4). En el primer semestre del año las operaciones del Gobierno drenaron liquidez primaria de la economía por COP 25.696 mm¹², particularmente en enero. En

¹¹ La base monetaria aumentó COP 11.386 mm en el mes, y los depósitos del Gobierno en el Banco cayeron COP 10.587 mm.

¹² En lo corrido del año a junio el saldo de los depósitos del Gobierno en el Banco aumentó COP 31.198 mm, de los cuales COP 5.502 mm no tuvieron impacto sobre la base monetaria porque obedecen a operaciones con el Banco de la República. En particular: 1) el 1 de febrero de 2019 el Banco compró al Gobierno USD 1.000 m, con la que reforzó su programa de acumulación de reservas internacionales, lo cual explica un aumento en sus depósitos de COP 3.116 m (véase <http://www.banrep.gov.co/es/comunicado-31-enero-2019-2>); 2) el 29 de marzo trasladó COP 2.015 mm al Gobierno por concepto de las utilidades de 2018 (<http://www.banrep.gov.co/es/comunicado-22-febrero-2019-3>), y 3) durante los seis meses el Banco pagó COP 371 mm por intereses al Gobierno sobre sus saldos en depósitos remunerados.

Gráfico R1.4
Depósitos del Gobierno en el Banco de la República^{a/}



a/ No incluye el saldo de los TES de control monetario. Incluye los depósitos remunerados y los no remunerados de la TGN en el Banco de la República.

Fuente: Banco de la República

ese mes los depósitos aumentaron COP 15.614 mm, valor superior al incremento que estacionalmente ocurre a comienzos de año.

Para cerrar la brecha entre una oferta de la base monetaria que se reducía en una magnitud importante y una demanda que se recuperaba, el Banco respondió con los instrumentos que tiene a su disposición. Específicamente, entre enero y junio suministró liquidez mediante la compra de TES por valor de COP 5.534 mm¹³, como también gracias al ejercicio de las opciones para compra de divisas por COP 4.634 mm.

Además, el Banco ha ofrecido la posibilidad de realizar repos a distintos plazos, incluyendo noventa y treinta días, ampliando los cupos de forma progresiva (Gráfico R1.3). Estas subastas se convocan con un esquema de cascada que garantiza que la liquidez no demandada por las entidades a plazos largos esté disponible para operaciones más cortas. Con esto se busca que los intermediarios financieros obtengan los recursos a los plazos que los requieren sin necesidad de renovarlos permanentemente, contribuyendo al buen funcionamiento del mercado monetario.

¹³ En el primer semestre el Banco recibió cupones por COP 196 mm.

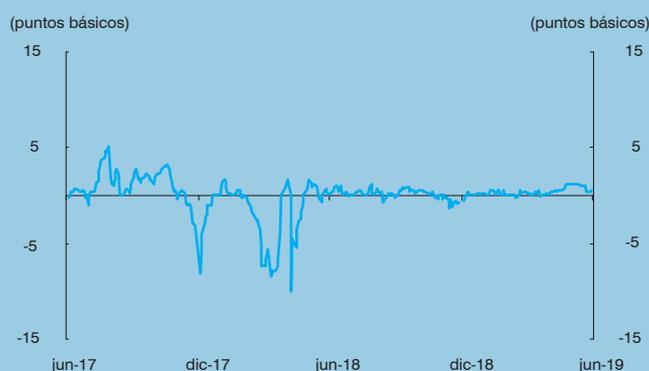
2.3 Tasas de interés del mercado monetario

En este contexto, en lo corrido del año el saldo de repos (netos de DRNCE) ha sido históricamente alto¹⁴ (Gráfico R1.3). No obstante, las tasas de interés del mercado monetario, en particular el IBR *overnight* y la tasa interbancaria, han mostrado desviaciones mínimas frente a la tasa de política monetaria (0,3 pb y 0,8 pb en promedio, respectivamente), incluso menores a las registradas en otros momentos (Gráfico R1.5). Con esto se ha garantizado que el primer paso de la transmisión de la política monetaria funcione, contribuyendo al cumplimiento de la meta de inflación.

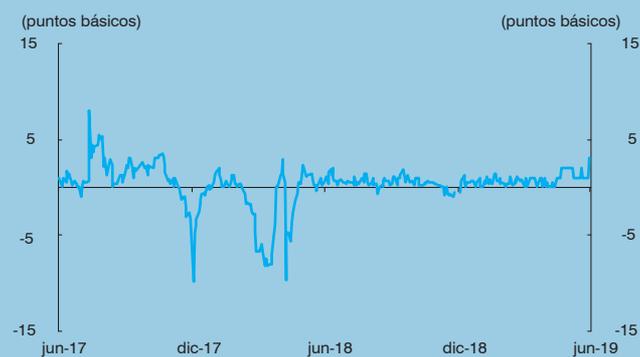
Gráfico R1.5

Tasas de interés del mercado monetario vs. tasa de referencia

A. Diferencia entre el IBR *overnight* y la tasa de referencia



B. Diferencia entre la tasa de interés interbancaria (TIB) y la tasa de referencia



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

¹⁴ Entre el 1 de enero y el 30 de junio de 2019, el promedio de repos netos fue de COP 13.518 mm, donde el saldo máximo fue de COP 22.047 mm y el mínimo de COP 6.202 mm.

Recuadro 2

Pulso económico regional: indicador de la actividad económica

Colombia es un país de regiones con diferencias en su composición económica¹, lo que impulsa a tener un monitoreo de la actividad por zonas geográficas para comprender mejor la dinámica nacional. En este contexto, y con el propósito de lograr un seguimiento a la economía del país a partir del comportamiento regional, el Banco de la República desarrolló el indicador denominado *pulso económico regional*, que tiene una periodicidad mensual y un rezago inferior a veinticinco días, lo que lo convierte en un insumo para los analistas y ejecutores de política económica, por cuanto les permite identificar tendencias de la actividad económica del país de forma oportuna.

Cabe mencionar que el interés del Banco de la República por analizar la coyuntura económica de las regiones se remonta a varios años atrás, cuando se elaboraban informes anuales de las economías departamentales, y en particular a 2003, año en que inició la producción trimestral de la serie *Boletín Económico Regional*². Actualmente, esta publicación analiza los sectores de la actividad económica de las regiones del país a partir de cifras producidas por diferentes entidades. Dado el rezago de la mayoría de las estadísticas que son fuente de estos documentos, así como la ausencia de información sectorial en varias zonas del país, surgió la necesidad de buscar alternativas de información con el fin de fortalecer el seguimiento económico de las regiones. Es así como el Banco de la República impulsó la construcción del pulso económico regional, el cual en adelante se referirá como Pulso.

El Pulso se basa fundamentalmente en las percepciones que reportan empresarios y directivos, quienes conocen en tiempo real el desempeño productivo de la empresa y las condiciones de su entorno al cierre de cada período. Los primeros sondeos que dieron origen al Pulso se realizaron en 2010, iniciando en ciudades del

país donde se facilitó el acceso a fuentes de información. Posteriormente, el avance continuo en este proceso permitió consolidar una estructura por regiones, fortalecer y homogeneizar el tipo de información obtenida, y unificar la estructura de cálculo del indicador local y su agregado. De esta manera, se logró elaborar un Pulso para siete regiones del país (sin incluir Bogotá), y para el agregado nacional. Entretanto, desde comienzos de 2019 se inició la recopilación de información pertinente para el indicador de Bogotá, la octava región estudiada.

La metodología del Pulso se dimensiona teniendo en cuenta la estructura regional de seguimiento de coyuntura que realiza el Banco, definiendo una cobertura geográfica que agrupa diferentes departamentos del país en ocho regiones³ (Mapa R2.1) y a partir de seis actividades económicas:

Cobertura geográfica

1. Suroccidente: Valle del Cauca, Nariño y Cauca
2. Antioquia
3. Caribe: Atlántico, Bolívar, Magdalena, Córdoba, Cesar, Sucre, La Guajira y San Andrés
4. Nororiente: Santander, Norte de Santander y Boyacá
5. Eje Cafetero: Caldas, Quindío y Risaralda
6. Llanos Orientales: Meta y Casanare
7. Centro: Tolima, Huila y Caquetá
8. Bogotá: Bogotá y Cundinamarca

Cobertura sectorial

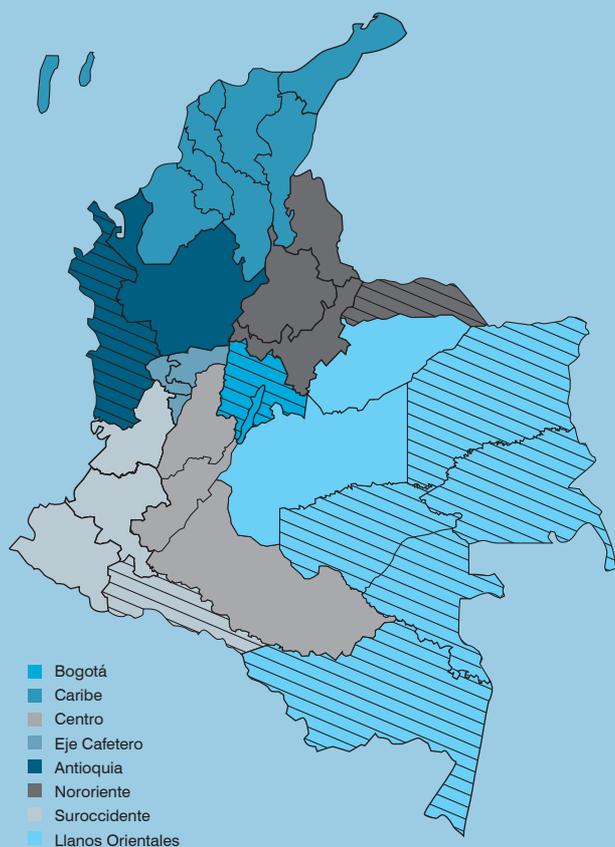
1. Industria: industria manufacturera (sin refinación de petróleo)

¹ Ver “*Ensayos Sobre Economía Regional*” (ESER): <http://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/532>

² Ver <http://www.banrep.gov.co/publicaciones-serie/2437>

³ Los departamentos de Guainía, Guaviare, Vichada, Vaupés, Amazonas, Chocó, Putumayo y Arauca no hacen parte del seguimiento dados los problemas de acceso a la información. Adicionalmente, algunos territorios están incluidos únicamente en algún(os) sector(es), según su participación relativa dentro de la región.

Mapa R2.1

Estructura regional: *pulso económico regional*

Nota: Los territorios con sombreado en líneas, actualmente no hacen parte del indicador *pulso económico regional*. En particular, la región Bogotá (Bogotá-Cundinamarca), inició el proceso de sondeos en 2019.

Fuente: Banco de la República

2. Comercio: comercio interno, vehículos nuevos, actividad hotelera
3. Agropecuario: actividades agrícola y pecuaria
4. Transporte: terrestre y aéreo
5. Construcción: edificaciones (principalmente vivienda nueva)
6. Intermediación financiera: desembolsos de crédito

El Pulso es el resultado de una combinación de información de tipo cualitativa y cuantitativa. La primera se obtiene a partir de sondeos de percepción, y constituye la mayor fuente de información del indicador; la segunda corresponde a las estadísticas disponibles, que representan una mínima proporción de información del indicador

global. Las entrevistas realizadas a los directivos y administradores empresariales locales tienen el objetivo de sondear acerca del comportamiento de la(s) actividad(es) productiva(s) propias de la empresa que representan e indagar sobre las razones que soportan los resultados. Este proceso es realizado por las diferentes sucursales regionales de estudios económicos del Banco de la República. Las preguntas que se realizan en el sondeo se enfocan a conocer las apreciaciones del empresario acerca del cambio anual de la variable de medición en el período de análisis, a lo cual la fuente responde en una escala de categorías de nueve opciones (el Diagrama R1.1, muestra un ejemplo de pregunta para el sector industrial). A estas respuestas cualitativas, posteriormente se les asignan valores entre -1 y 1 con el objetivo de cuantificar la información obtenida.

Diagrama R2.1

Pregunta del sondeo de percepción, sector industria



Fuente: Banco de la República.

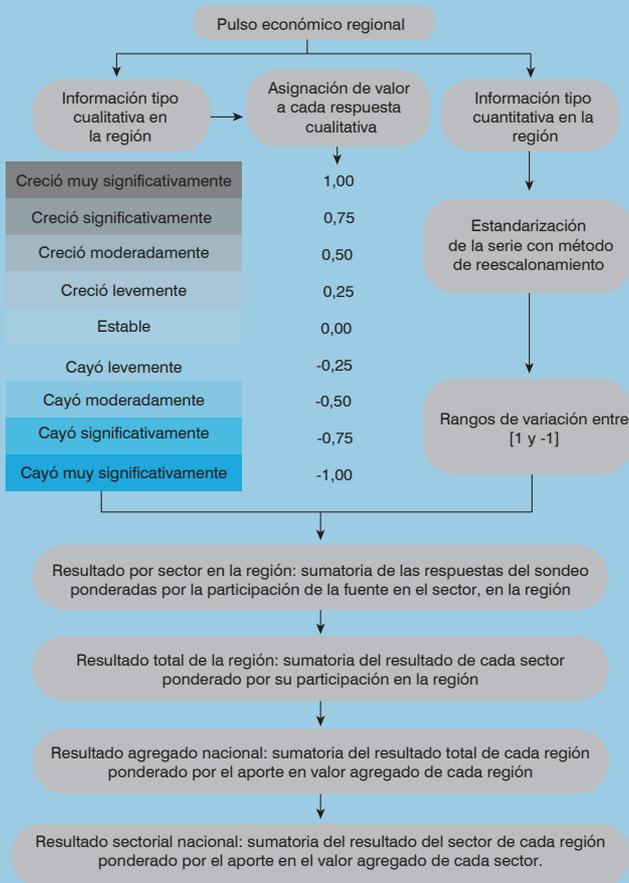
Adicional a la información cualitativa, algunas regiones cuentan con estadísticas oportunas en ciertos sectores de análisis del Pulso, aunque en una mínima proporción (como se mencionó). Para combinar esta información cuantitativa con la categórica de los sondeos, se estandarizan los datos cuantitativos mediante el método de reescalamiento⁴, el cual permi-

⁴ El método utiliza las distancias entre el crecimiento anual del mes de análisis con respecto a los datos máximos y mínimos que la variable ha adquirido en un histórico, con lo cual la unidad de mayor desempeño tendrá un valor de 1 y la de peor desempeño de -1.

te clasificar las variaciones anuales en el rango entre -1 y 1. Con la información cualitativa y cuantitativa escalonada en el mismo rango, y teniendo en cuenta la participación de las fuentes dentro de la región y la estructura productiva de cada territorio, se realiza la suma ponderada para obtener el resultado agregado del Pulso para cada una de las regiones y del total nacional (Diagrama R2.2).

Con respecto a los resultados del indicador para el agregado nacional (sin Bogotá), se puede observar que la serie del Pulso se aproxima a la tendencia del PIB nacional recalculado, el cual se identifica como *PIB actividades Pulso*, e incluye las mismas actividades sondeadas en el indicador de coyuntura del Banco (Gráfico R2.1). Si bien

Diagrama R2.2
Cálculo del indicador Pulso económico regional



Fuente: Banco de la República.

Gráfico R2.1

Pulso económico regional total nacional^{a/} y tasa de crecimiento anual del PIB actividades Pulso^{b/} (PIB base 2015)



a/ Incluye las regiones Suroccidente, Antioquia, Eje Cafetero, Llanos Orientales, Nororiente, Caribe, Centro. No incluye la región Bogotá (Bogotá-Cundinamarca).

b/ Agregado del PIB nacional de industria (sin refinación), comercio, alojamiento, agrícola, ganadería, transporte aéreo y terrestre, construcción de edificaciones y actividades financieras.

Fuentes: Banco de la República y DANE; cálculos del Banco de la República.

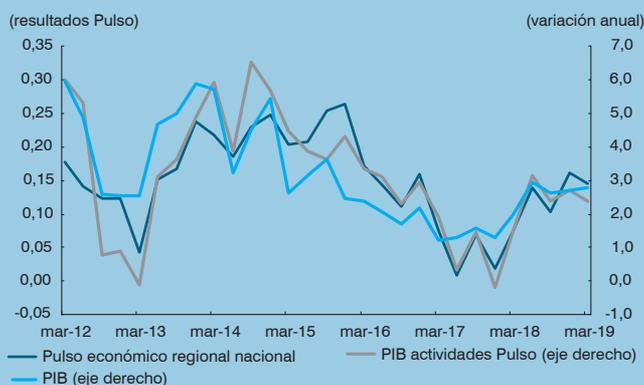
los niveles del Pulso no representan un porcentaje de crecimiento anual, su coincidencia con el comportamiento tendencial del *PIB actividades Pulso* muestra que las percepciones de los directivos y empresarios sondeados son consistentes con el comportamiento anual de la(s) variable(s) de medición. Por otra parte, al incluir en el comparativo la serie del PIB nacional que publica el DANE (Gráfico R2.2), sin extraer ningún sector en particular, se observa una menor alineación frente al Pulso agregado, aunque mantiene la tendencia observada en el crecimiento anual del PIB. En esta comparación cabe tener en cuenta que en el Pulso, además de no incluir Bogotá, tampoco se cubren sectores como minería, servicios⁵ y administración pública, ni el rubro de obras civiles en la construcción.

En relación con los resultados del Pulso regional, en el primer trimestre de 2019 estos señalan que la actividad económica creció en términos anuales en la mayoría de territorios (Gráfico R2.3). De hecho, los resultados ubicados por debajo de la línea diagonal muestran

⁵ Servicios de comidas, actividades inmobiliarias y actividades profesionales.

Gráfico R2.2

Pulso económico regional total nacional^{a/} y tasas de crecimiento anual del PIB actividades Pulso^{b/} y PIB nacional (PIB base 2015)



a/ Incluye las regiones Suroccidente, Antioquia, Eje Cafetero, Llanos Orientales, Nororienté, Caribe, Centro. No incluye la región Bogotá (Bogotá-Cundinamarca).

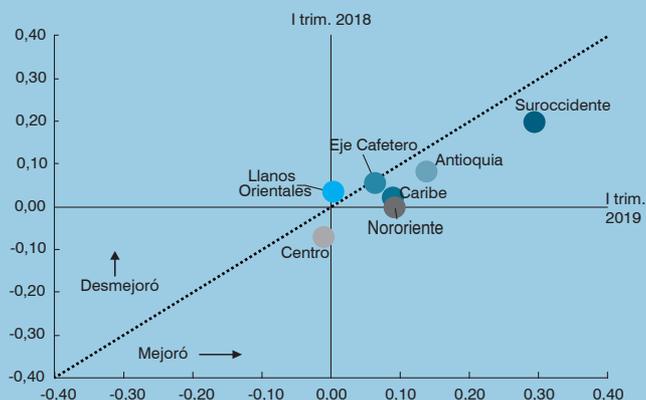
b/ Agregado del PIB nacional de industria (sin refinación), comercio, alojamiento, agrícola, ganadería, transporte aéreo y terrestre, construcción de edificaciones y actividades financieras.

Fuentes: Banco de la República y DANE; cálculos del Banco de la República.

que mejoró el desempeño del primer trimestre de 2019, frente al mismo período del año anterior: especialmente en Suroccidente, seguido de Antioquia y con menor intensidad en la región Caribe. En el caso de Nororienté, su ubicación sobre el eje horizontal derecho le significó un crecimiento anual, mientras que en el mismo período de 2018 no mostró variación. En cuanto al Eje Cafetero, que se encuentra sobre la diagonal, revela que su economía tuvo un aumento simi-

Gráfico R2.3

Comportamiento anual del indicador Pulso económico regional^{a/} I trim. 2019 vs. I trim. 2018



a/ Los resultados se basan en sondeos elaborados a empresarios y directivos; e información disponible.

Fuente: Banco de la República.

lar al del año pasado, en tanto la zona Centro presentó una ligera recuperación, al tener una caída leve en el período de análisis, luego de un descenso más pronunciado en el año anterior. Por su parte, la actividad económica de Llanos Orientales creció ligeramente por debajo de lo observado en el primer trimestre de 2018.

Con todo, de acuerdo con los resultados descritos, se espera que la producción mensual de este nuevo indicador, con un rezago inferior a los veinticinco días calendario, contribuya al seguimiento y análisis de la economía regional y nacional del país.

3. Reservas internacionales

A junio de 2018 las reservas internacionales netas totalizaron USD 52.444,5 m, cuantía superior en USD 4.051,6 m al saldo registrado en diciembre de 2018. El aumento en el saldo de las reservas internacionales en dólares estadounidenses en lo corrido del año se debe a la compra de divisas y al aumento en su rentabilidad.

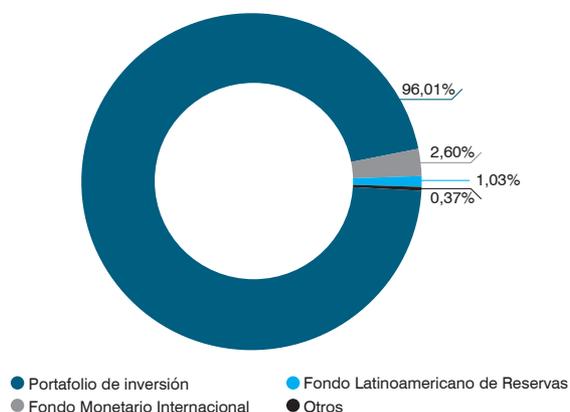
El Banco de la República administra las reservas internacionales dentro de un marco estricto de control de riesgos, en el cual se destacan las medidas encaminadas al manejo del riesgo de mercado, con el fin de que el valor de las inversiones no se vea afectado significativamente por cambios en las tasas de interés internacionales; al manejo del riesgo crediticio, con el propósito de tener una probabilidad muy baja de enfrentar eventos de incumplimiento de los pagos, y al manejo del riesgo de liquidez, con el fin de tener la capacidad de convertir los activos de

reserva en efectivo de una manera rápida y a bajo costo. Mediante estas medidas de control de riesgo se busca que las reservas mantengan un alto nivel de seguridad y liquidez. Esto, a su vez, está asociado con una menor rentabilidad, ya que las inversiones más seguras son también las que tienen rendimientos más bajos. En este capítulo se explican las principales políticas de administración de las reservas internacionales de Colombia y su composición actual.

A junio de 2019 las reservas internacionales netas totalizaron USD 52.444,5 m, cuantía superior en USD 4.051,6 m al saldo registrado a diciembre de 2018⁶⁹. Este aumento en lo corrido del año se debe a la compra de divisas (USD 2.478,1 m), y a la rentabilidad de las reservas internacionales: excluyendo el componente cambiario, al cierre de junio de 2019 el rendimiento fue del 3,17%. Los factores más importantes que explican lo anterior son la valorización de los bonos, como resultado de la caída en las tasas de interés, y la causación de intereses de los instrumentos en los cuales se invierte. La disminución en las tasas de los bonos se dio por expectativas de reducciones futuras en la tasa de interés estipulada por la Reserva Federal ante un panorama de desaceleración económica en los Estados Unidos.

El principal componente de las reservas internacionales es el portafolio de inversión, el cual corresponde a las inversiones en instrumentos financieros en el mercado internacional y al oro físico certificado (94,37 % y 1,64 % de las reservas, respectivamente). En el Gráfico 3.1 se presenta la composición de las reservas internacionales.

Gráfico 3.1
Composición de las reservas internacionales brutas
(información al 28 de junio de 2019)



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.

3.1 Composición del portafolio de inversión⁷⁰

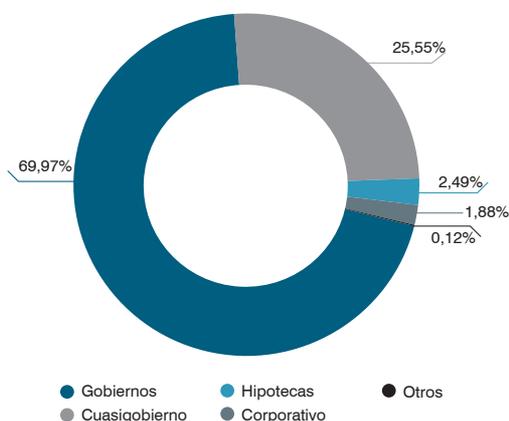
En el Anexo se presenta una explicación de las políticas que orientan la inversión del portafolio de inversión y algunas definiciones relevantes. En el Gráfico 3.2 se observa la composición del portafolio de inversión a junio de 2019, cuando alrededor del 95% estaba invertido en papeles emitidos por gobiernos, entidades relacionadas con gobiernos (cuasi-gobiernos) y acuerdos de recompra con la Reserva Federal.

El Gráfico 3.3 muestra la calidad crediticia del portafolio de inversión. El Banco utiliza como referencia la menor calificación otorgada por al menos dos de las tres principales agencias calificadoras (S&P, Moody's y Fitch Ratings). El 75,52% del portafolio se encuentra invertido en instrumentos con calificación AAA y el 21,41% en AA, lo cual evidencia la alta calidad crediticia de los activos en que se invierte el portafolio.

⁶⁹ Las reservas internacionales netas son iguales al total de las reservas internacionales, o reservas brutas, menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera con agentes no residentes. Las reservas internacionales brutas ascendieron a USD 52.499,3 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron USD 4,8 m.

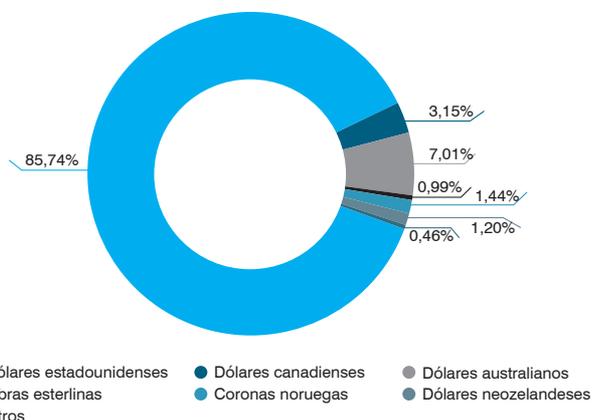
⁷⁰ Los gráficos en esta sección se calculan sobre el monto del portafolio de inversión, excluyendo el oro.

Gráfico 3.2
Composición del portafolio de inversión por sectores
(información al 28 de junio de 2019)



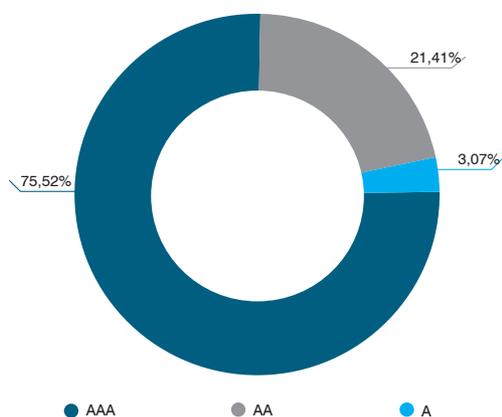
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 3.4
Composición cambiaria del portafolio de inversión
(información al 28 de junio de 2019)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 3.3
Distribución de las inversiones por calificación crediticia
(información al 28 de junio de 2019)



Fuente: Banco de la República.

Finalmente, el Gráfico 3.4 muestra la composición cambiaria que tenía el portafolio de inversión al 28 de junio de 2019. El dólar estadounidense 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, aus-

traliano y neozelandés, la corona sueca, la libra esterlina, el franco suizo, el euro, el yen, la corona noruega, el remimbi, el dólar honkonés, el dólar singapurense y el won coreano⁷¹. Todas estas monedas se caracterizan por contar con altos volúmenes diarios de negociación y pertenecer a países que se caracterizan por tener gobiernos con altas calificaciones crediticias.

3.2 Rentabilidad de las reservas

La decisión de tener un portafolio con un perfil de riesgo conservador implica recibir una rentabilidad más baja. La teoría financiera básica de administración de portafolios indica que si un inversionista quiere enfrentar un menor riesgo, su rentabilidad esperada será menor.

La rentabilidad de las reservas depende principalmente de dos factores: primero, los intereses recibidos de los instrumentos en los cuales se invierte (factor intereses), y segundo, el cambio en los precios de los títulos

⁷¹ El euro tiene una participación muy baja en el portafolio de inversión de las reservas internacionales debido a que no hace parte del grupo de monedas que conforman el índice de referencia. La razón por la que no se encuentra en este grupo es porque tanto las tasas de interés de referencia del BCE, como las de los principales bonos soberanos de corto plazo emitidos en euros, son negativas.

por movimientos en la tasa de interés (factor valorización). 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.

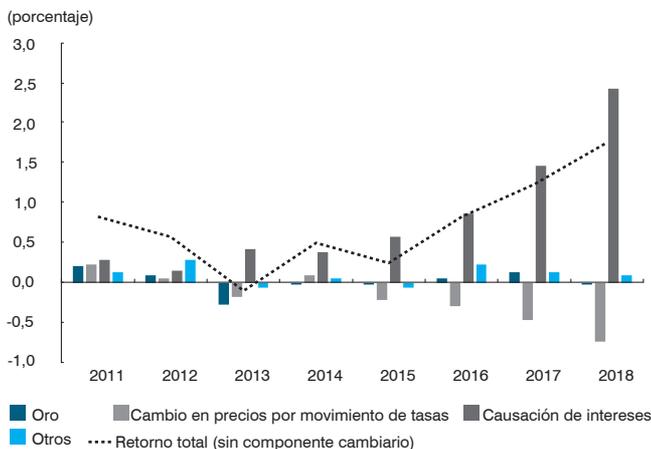
Como puede verse en el Gráfico 3.5, la tasa de rendimiento de las reservas internacionales ha venido aumentando de manera gradual desde 2013. Entre 2009 y 2015 esta rentabilidad se mantuvo baja debido a la política monetaria expansiva implementada por los bancos centrales de los países desarrollados como respuesta a la crisis financiera global, lo que derivó en tasas de interés en niveles muy bajos. No obstante, a partir de 2015 la Reserva Federal de los Estados Unidos ha aumentado su tasa de política monetaria de manera gradual, lo cual ha permitido que las inversiones reciban intereses más elevados (factor intereses).

En los primeros seis meses de 2019 la rentabilidad de las reservas, excluyendo el componente cambiario, fue de 3,17%⁷²

(USD 1.598,1 m), la cual es superior a la observada en los últimos años. Este incremento se explica principalmente por el aumento en los precios de los títulos del portafolio ante las reducciones en las tasas de interés que se han observado en el período (factor valorización). Esta caída en las tasas se ha presentado por un cambio en la expectativa de movimientos de la tasa por parte de la Reserva Federal en lo corrido de 2019, al pasar de esperar incrementos a descontar reducciones para los próximos dos años. El cambio de expectativas ocurre, en particular, por señales de desaceleración económica en los Estados Unidos, incertidumbre por tensiones relacionadas con el comercio internacional y menores expectativas inflacionarias.

4. Situación financiera del Banco de la República

Gráfico 3.5
Rentabilidad histórica de las reservas internacionales por componentes



Fuente: Banco de la República.

⁷² Esta tasa se obtiene al dividir la rentabilidad observada en dólares por el promedio del valor de las reservas netas el 31 de diciembre de 2018 y el 28 de junio de 2019. Desde 2015 se excluye el impacto del efecto cambiario en la rentabilidad de las reservas.

En lo corrido del año al cierre de junio, el balance del Banco tuvo un aumento importante debido a las compras de divisas, al rendimiento de las reservas internacionales y a las operaciones de regulación monetaria (compras de TES y repos de expansión), que fueron contrapartida principalmente de los mayores depósitos del Gobierno en el Banco. Así, entre enero y junio de 2019, los activos y pasivos se incrementaron en COP 30.697 mm y COP 29.148 mm, respectivamente.

En el mismo período se presentó una conjunción excepcional de circunstancias favorables para la utilidad del Banco, que difícilmente se repetirán simultáneamente en el futuro. Por ello, la utilidad del Banco ascendió a COP 4.873 mm, por el rendimiento de las reservas internacionales, producto de la valorización del portafolio de inversiones y del oro. Además, el crecimiento de la demanda de dinero incrementó los ingresos por operaciones de regulación monetaria.

4.1. Estado de situación financiera del Banco de la República (balance general)

4.1.1 Activo

Los activos del Banco de la República registraron un saldo de COP 217.898 mm al cierre de junio de 2019⁷³ (Cuadro 4.1). Esta cifra fue superior en COP 30.697 mm (16,4%) al saldo observado en diciembre de 2018 (COP 187.201 mm).

Los principales rubros que explican el aumento de los activos son:

- a. Reservas internacionales brutas: al cierre de junio de 2019 su saldo a precios de mercado fue de COP 168.135 mm (USD 52.449 m)⁷⁴, superior en COP 10.842 mm (6,9%) con respecto al dato observado al 31 de diciembre de 2018. El aumento fue resultado principalmente de: 1) las compras de divisas realizadas por el Banco por COP 7.749 mm, de los cuales COP 4.634 mm (USD 1.478,1 m)⁷⁵ se realizaron mediante opciones *put* para acumulación de reservas internacionales en el marco del programa iniciado en 2018, y

COP 3.116 mm (USD 1.000 m)⁷⁶ se realizaron en una operación de compra directa con el Gobierno Nacional en febrero de este año⁷⁷, y 2) por el rendimiento de las reservas internacionales de COP 5.175 mm. Lo anterior fue compensado parcialmente por la variación negativa en el ajuste de cambio en COP 1.782 mm, originado en la menor tasa de cambio del peso con respecto a las monedas de reserva, comparada con la del cierre de 2018.

- b. Operaciones repo para otorgar liquidez transitoria⁷⁸: presentaron un saldo de COP 22.519 mm, mayor en COP 13.391 mm (146,7%) con respecto al cierre de 2018.
- c. Portafolio de inversiones en moneda nacional: su saldo ascendió a COP 12.791 mm, de los cuales COP 12.762 mm corresponden a títulos valorados a precios de mercado y COP 29 mm a cupones cuyo vencimiento fue el 30 de junio pero, por ser festivo, se pagaron el 2 de julio siguiente. Este saldo fue superior en COP 5.964 mm con respecto al 31 de diciembre de 2018 (87,4%). Esta variación obedeció principalmente a: 1) compras netas de TES por parte del Banco por COP 5.534 mm; 2) la valoración a precios de mercado de este portafolio por COP 626 mm, y 3) pago de cupones por COP 196 mm.
- d. Aportes en organismos y entidades internacionales: su saldo ascendió a COP 9.505 mm, superior en COP 272 mm al registrado al cierre de 2018 (2,9%). Este aumento se originó principalmente en la valuación positiva por la nueva paridad de los derechos especiales de giro (DEG) con el FMI (COP 652 mm), que fue compensado parcialmente por las compras de DEG que reducen los aportes en moneda nacional con el FMI para compensar el incremento en la posición de reserva

⁷³ 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, el valor del activo presentado en este informe (COP 217.898 mm) difiere del registrado en los estados financieros al 30 de junio de 2019 (COP 222.272 mm) y el valor del pasivo (COP 146.704 mm) difiere del registrado en los estados financieros al 30 de junio de 2019 (COP 151.078 mm).

⁷⁴ Véase nota anterior.

⁷⁵ Véase capítulo 3 de este informe.

⁷⁶ Véase nota anterior.

⁷⁷ Véase <http://www.banrep.gov.co/es/comunicado-31-enero-2019-2>.

⁷⁸ Véase el recuadro “Suministro de liquidez por parte del Banco de la República, 2018-2019”, en este informe.

(COP 355 mm) y las diferencias en cambio negativas por la apreciación del peso frente al dólar (COP 25 mm).

4.1.2 Pasivo

Al cierre de junio de 2019 el saldo de los pasivos fue de COP 146.704 mm⁷⁹, superior en COP 29.148 mm (24,8%) al registrado al finalizar 2018 (Cuadro 4.1). El aumento se explica principalmente por:

- a. Los depósitos en pesos del Gobierno Nacional, constituidos mediante la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional en el Banco de la República: al cierre de junio de 2019 su saldo fue de COP 39.231 mm, monto superior en COP 31.198 mm (388,4%) al registrado en diciembre de 2018⁸⁰.
- b. Obligaciones con organismos internacionales: su saldo fue de COP 11.207 mm, superior en COP 227 mm (2,1%) al presentado al cierre de 2018. En este caso, la variación obedeció a las mismas razones descritas para la cuenta del activo “aportes en organismos y entidades internacionales”.
- c. Los depósitos remunerado no constitutivos de encaje (DRNCE): su saldo fue de COP 472 mm al cierre de junio 2019, superior en COP 404 mm (592,3%) al saldo a diciembre de 2018.

Lo anterior fue contrarrestado, en parte, por la base monetaria, cuyo saldo se ubicó en COP 95.499 mm, inferior en COP 2.582 mm (2,6%) al registrado al cierre del año anterior. Por componentes, el efectivo en poder del público presentó una disminución de COP 3.072 mm (4,8%), mientras que la reserva bancaria fue superior en COP 491 mm (1,5%).

⁷⁹ Véase la nota 73.

⁸⁰ Véase el recuadro “Suministro de liquidez por parte del Banco de la República, 2018-2019”, en este informe.

4.1.3 Patrimonio

Al cierre de junio de 2019, el patrimonio presentó un saldo de COP 71.194 mm, mayor en COP 1.548 mm (2,2%) con respecto a la cifra de diciembre de 2018 (Cuadro 4.1). Esto se explica principalmente por la utilidad del Banco en lo corrido de 2019 a junio por COP 4.873 mm y por el mayor valor de la cuenta denominada “otros resultados integrales” (ORI), por COP 473 mm. Lo anterior fue compensado parcialmente por la transferencia de utilidades al Gobierno Nacional con cargo al ejercicio de 2018 por COP 2.015 mm y por la reducción de la cuenta de ajuste de cambio en COP 1.782 mm (2,6%), que fue la contrapartida de la disminución del saldo en pesos de las reservas internacionales brutas mencionada.

4.2 Estado de resultados (PyG)

4.2.1 Cierre de junio de 2019

La utilidad del ejercicio del Banco en lo corrido de 2019 a junio fue de COP 4.873 mm, producto de ingresos por COP 5.946 mm y egresos por COP 1.073 mm (Cuadro 4.2). Frente a lo observado en el mismo período del año anterior, se presentaron incrementos anuales en los ingresos de COP 4.771 mm (406,2%) y en los egresos de COP 160 mm (17,5%).

Los ingresos observados a junio de 2019 se explican, principalmente, por el rendimiento de las reservas internacionales y del portafolio de inversiones en títulos de tesorería (TES) en poder del Banco y por los intereses derivados de las operaciones de liquidez mediante repos de expansión. Por su parte, los egresos obedecieron, especialmente, a la remuneración a los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco y a los gastos corporativos.

En relación con los ingresos, el rendimiento de las reservas internacionales ascendió a COP 5.175 mm, explicado principalmente por: 1) el rendimiento del portafolio de las reservas internacionales (COP 4.867 mm,

Cuadro 4.1
Estado de situación financiera del Banco de la República clasificado por criterio económico
(miles de millones de pesos)

Cuentas	Diciembre, 2018		Junio, 2019		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	187.201	100,0	217.898	100,0	30.697	16,4
Reservas internacionales brutas	157.293	84,0	168.135	77,2	10.842	6,9
Aportes en organismos y entidades internacionales	9.232	4,9	9.505	4,4	272	2,9
Inversiones	6.827	3,6	12.791	5,9	5.964	87,4
Pactos de reventa apoyos transitorios de liquidez	9.128	4,9	22.519	10,3	13.391	146,7
Otros activos netos	4.720	2,5	4.948	2,3	227	4,8
Pasivo y patrimonio	187.201	100,0	217.898	100,0	30.697	16,4
Pasivo	117.556	62,8	146.704	67,3	29.148	24,8
Pasivos M/E que afectan reservas internacionales	22	0,0	9	0,0	(13)	(59,4)
Base monetaria	98.081	52,4	95.499	43,8	(2.582)	(2,6)
Efectivo	64.378	34,4	61.305	28,1	(3.072)	(4,8)
Reserva	33.703	18,0	34.194	15,7	491	1,5
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	68	0,0	472	0,2	404	592,3
Otros depósitos	59	0,0	80	0,0	21	35,2
Gobierno Nacional: Dirección del Tesoro Nacional M/N	8.033	4,3	39.231	18,0	31.198	388,4
Gobierno Nacional: Dirección del Tesoro Nacional M/E	312	0,2	206	0,1	(107)	(34,2)
Obligaciones con organismos internacionales	10.980	5,9	11.207	5,1	227	2,1
Patrimonio total	69.645	37,2	71.194	32,7	1.548	2,2
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Superávit	68.249	36,5	66.498	30,5	(1.751)	(2,6)
Liquidación CEC	453	0,2	453	0,2	0	0,0
Ajuste de cambio	67.446	36,0	65.664	30,1	(1.782)	(2,6)
Inversión en activos para actividad cultural y donaciones	283	0,2	313	0,1	31	11,0
Otros	67	0,0	67	0,0	0	(0,0)
Otros resultados integrales	(224)	(0,1)	249	0,1	473	n. a.
Resultados del ejercicio	2.241	1,2	4.873	2,2	2.631	117,4
Resultados acumulados: efecto cambio en políticas contables	(512)	(0,3)	(347)	(0,2)	164	(32,1)
Resultados acumulados proceso de convergencia a NIIF	(123)	(0,1)	(92)	(0,0)	31	(25,0)

n. a.: no aplica.

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 4.2
Estado de resultados del Banco de la República enero-junio
(miles de millones de pesos)

	Observado a junio		Variaciones anuales		Presupuesto	Porcentaje ejecutado frente al presupuesto
	2018	2019	Absoluta	Porcentual	2019	
I. Total ingresos (A + B + C)	1.175	5.946	4.771	406,2	5.066	117,4
A. Ingresos monetarios	983	5.784	4.801	488,6	4.625	125,1
1. Intereses y rendimientos	971	5.769	4.798	494,2	4.520	127,6
Reservas internacionales	493	5.175	4.682	949,6	3.695	140,1
Portafolio de inversión de regulación monetaria (TES)	394	309	(85)	(21,5)	448	69,0
Operaciones activas de regulación monetaria (repos)	84	284	200	239,0	376	75,5
Otras operaciones	0	0	0	861,5	0	404,8
2. Diferencias en cambio	9	6	(3)	(34,9)	102	5,7
3. Otros ingresos monetarios	3	9	6	208,8	3	299,4
B. Moneda metálica emitida	80	62	(18)	(22,1)	239	26,1
C. Ingresos corporativos	112	100	(12)	(11,0)	203	49,3
1. Comisiones: servicios bancarios y negocios fiduciarios	82	88	6	6,9	187	46,9
Servicios bancarios	28	28	(0)	(0,6)	72	39,2
Negocios fiduciarios	54	59	6	10,9	115	51,8
2. Otros ingresos corporativos	30	12	(18)	(59,7)	16	77,1
II. Total gastos (A + B + C + D)	914	1.073	160	17,5	1.808	59,3
A. Gastos monetarios	537	697	159	29,7	838	83,2
1. Intereses y rendimientos	439	608	170	38,6	631	96,4
Depósitos remunerados al Gobierno Nacional	436	606	170	39,0	624	97,1
Depósitos de operaciones pasivas de regulación monetaria	3	2	(1)	(20,3)	7	34,5
2. Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior	17	15	(1)	(7,3)	49	31,7
3. Comisión de compromiso de crédito flexible con el FMI	42	41	(0)	(0,9)	83	49,9
4. Diferencias en cambio	40	31	(9)	(21,6)	29	107,7
5. Otros gastos monetarios	0	0	0	11,5	46	0,7
B. Billetes y monedas	90	78	(12)	(13,1)	272	28,6
C. Gastos corporativos	282	310	28	10,0	678	45,8
1. Gastos de personal	191	205	14	7,3	431	47,6
2. Gastos generales	49	56	7	14,5	136	40,8
3. Otros corporativos	42	50	7	17,2	110	45,0
D. Gastos pensionados	4	(12)	(16)	n. a.	20	(59,1)
III. Resultado del ejercicio (I - II)	261	4.873	4.612	1.765,9	3.258	149,6

n. a.: no aplica.

Fuente: Banco de la República.

USD 1.505 m)⁸¹, como resultado del ingreso por causación de intereses (COP 1.464 mm, USD 459 m) y de la valorización del portafolio de las reservas internacionales (COP 3.403 mm, USD 1.046 m), como consecuencia de la caída en las tasas de interés de los bonos del gobierno de los Estados Unidos; 2) la valorización del oro monetario (COP 253 mm, USD 76 m), originada en el aumento del precio internacional del metal en junio de 2019 frente a diciembre de 2018 (10,1%)⁸² (Gráfico 4.1), y 3) ingresos de rendimientos por aportes en organismos y entidades internacionales (COP 56 mm, USD 17 m) (Cuadro 4.3 y Gráfico 4.1).

Gráfico 4.1
Evolución del precio del oro



Fuente: Reuters.

Cuadro 4.3
Rendimiento de las inversiones de las reservas internacionales
(miles de millones de pesos)

	Observado a junio		Presupuesto 2019	Porcentaje ejecutado frente al presupuesto
	2018	2019		
Rendimientos	493	5.175	3.695	140,1
Portafolio de inversión	528	4.867	3.682	132,2
Causación de intereses	923	1.464	4.099	35,7
Valoración a precios de mercado	(395)	3.403	(417)	...
Oro	(56)	253	0	...
Organismos y entidades internacionales	21	56	13	423,0

Fuente: Banco de la República.

El rendimiento del portafolio de inversiones de regulación monetaria, TES en poder del Banco, ascendió a COP 309 mm frente a COP 394 mm en lo corrido de 2018 a junio. Los ingresos por las operaciones de liquidez mediante repos de expansión ascendieron a COP 284 mm, superiores en COP 200 mm respecto al primer semestre de 2018. Lo anterior como resultado del mayor volumen diario promedio de estas operaciones en lo corrido de 2019 a junio por COP 9.841 mm,

en comparación con igual período de 2018⁸³ y de la menor tasa de interés de remuneración, 4,27% efectiva anual (e. a.) entre enero y junio de 2019 versus 4,49% e. a. en el primer semestre del año anterior (Cuadro 4.4).

En relación con los egresos, el gasto por la remuneración a los depósitos del Gobierno Nacional fue de COP 606 mm, superior en COP 170 mm (39,0%) frente al registrado entre enero y junio del año anterior, como resultado del mayor volumen promedio dia-

⁸¹ Rentabilidad en dólares de 2,98% entre enero y junio.

⁸² El precio internacional del oro fue de USD 1.282 por onza troy al cierre de 2018 y de USD 1.412 por onza troy al cierre de junio de 2019.

⁸³ El volumen promedio diario fue de COP 13.689 mm entre enero y junio de 2019 frente a COP 3.848 mm en igual período de 2018.

Cuadro 4.4
Ingreso neto política monetaria sin rendimiento de TES en poder del Banco de la República
 (miles de millones de pesos)

	Enero-Junio		Diferencia
	2018	2019	
Total neto	(355)	(324)	31
(+) Ingreso por operaciones de expansión (repos)	84	284	200
Volumen (promedio semestral de datos diarios)	3.848	13.689	9.841
Tasa porcentual anualizada	4,49	4,27	(0,22)
(-) Remuneración a las cuentas del Gobierno Nacional en el Banco de la República	436	606	170
Volumen (promedio semestral de datos diarios)	20.056	28.572	8.515
Tasa porcentual anualizada	4,48	4,37	(0,11)
(-) Gastos en operaciones de contracción monetaria (DRNCE)	3	2	(1)
Volumen (promedio semestral de datos diarios)	180	149	(31)
Tasa porcentual anualizada	3,39	3,25	(0,14)

Fuente: Banco de la República.

rio de estos depósitos por COP 8.515 mm⁸⁴ y de la menor tasa de interés de remuneración, 4,37% e. a. entre enero y junio de 2019 frente a 4,48% e. a. en igual período del año anterior (Cuadro 4.4).

Los egresos corporativos fueron COP 310 mm, con un incremento anual de COP 28 mm (10,0%, equivalente a 6,6% en términos reales), de los cuales: 1) los gastos de personal, COP 205 mm, aumentaron 7,3% anual (3,9% real)⁸⁵; 2) los gastos generales, COP 56 mm, registraron una variación anual de 14,5% (10,9% real), y 3) los otros corporativos, COP 50 mm, presentaron un incremento anual de 17,2% (13,6% real). Esta última variación se explica por el mayor gasto por concepto de depreciaciones, amortizaciones, deterioro y provisiones, principalmente.

4.2.2 Proyección para 2019

El estado de resultados del Banco tiene dos componentes principales: los monetarios y los corporativos. Los primeros comprenden los resultados de actividades monetarias, cambiarias y crediticias, de administrador de las reservas internacionales, banquero y prestamista de última instancia de los establecimientos de crédito y banco de emisión. Los resultados de la actividad monetaria dependen de variables que no están bajo el control del Banco, como por ejemplo tasas de interés externas y fluctuaciones de precios de mercado. Los resultados corporativos incluyen la gestión administrativa del Banco, como por ejemplo ingresos por comisiones, gastos de personal y gastos de funcionamiento.

Para 2019 se proyecta una utilidad del ejercicio de COP 5.316 mm, producto de ingresos por COP 7.835 mm y de egresos por COP 2.519 mm (Cuadro 4.5).

En el caso de los ingresos, su nivel se estima mayor en COP 3.781 mm (93,2%) frente al resultado de 2018. Los rubros de mayor incidencia en los ingresos corresponden al

⁸⁴ El saldo promedio diario de estos depósitos en el Banco de la República fue de COP 28.572 mm entre enero y junio de 2019 y de COP 20.056 mm en igual período de 2018.

⁸⁵ Incluye lo contemplado en la convención colectiva vigente.

Cuadro 4.5
Proyección del estado de resultados del Banco de la República, 2019
(miles de millones de pesos)

	Observado 2018	Proyección 2019	Variaciones anuales	
			Absolutas	Porcentuales
I. Total ingresos (A + B + C)	4.055	7.835	3.781	93,2
A. Ingresos monetarios	3.659	7.396	3.736	102,1
1. Intereses y rendimientos	3.504	7.244	3.740	106,7
Reservas internacionales	2.488	6.048	3.560	143,1
Portafolio de inversión de regulación monetaria (TES)	788	690	(98)	(12,5)
Operaciones activas de regulación monetaria (repos)	228	506	278	121,9
2. Diferencias en cambio	147	148	2	1,3
3. Otros ingresos monetarios	8	3	(5)	(64,4)
B. Moneda metálica emitida	172	237	65	37,9
C. Ingresos corporativos	224	203	(21)	(9,4)
1. Comisiones: servicios bancarios y negocios fiduciarios	184	187	3	1,5
Servicios bancarios	72	72	0	0,3
Negocios fiduciarios	112	115	3	2,3
2. Otros ingresos corporativos	39	16	(24)	(60,1)
II. Total gastos (A + B + C + D)	1.813	2.519	706	38,9
A. Gastos monetarios	1.017	1.556	539	53,0
1. Intereses y rendimientos	856	1.207	351	41,0
Depósitos remunerados al Gobierno Nacional	850	1.202	351	41,3
Depósitos de operaciones pasivas de regulación monetaria	6	6	0	4,7
2. Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior	33	52	19	56,3
3. Comisión de compromiso de crédito flexible con el FMI	83	88	5	6,2
4. Diferencias en cambio	44	163	119	270,0
5. Otros gastos monetarios	1	46	45	4.156,5
B. Billetes y monedas	213	271	57	26,9
C. Gastos corporativos	594	671	77	13,0
1. Gastos de personal	390	425	35	9,0
2. Gastos generales	111	137	25	22,7
3. Otros corporativos	93	110	17	18,1
D. Gastos de pensionados	(12)	20	32	...
III. Resultado del ejercicio (I - II)	2.241	5.316	3.075	137,2

Fuente: Banco de la República.

rendimiento de las reservas internacionales (COP 6.048 mm), el rendimiento del portafolio de inversiones de regulación monetaria —TES en poder del Banco (COP 690 mm)— e ingresos por las operaciones de liquidez mediante repos de expansión (COP 506 mm).

En el caso de las reservas internacionales, su rendimiento sería superior al observado en 2018 por: 1) rentabilidad promedio en dólares del portafolio de inversión de 3,77% en 2019 frente a 1,67% del año anterior, y 2) mayor saldo de reservas internacionales por las compras realizadas en lo corrido de 2019. En este caso y para el rendimiento del portafolio de inversiones de regulación monetaria no se suponen compras de divisas ni de TES por parte del Banco adicionales a las realizadas en lo corrido del año a junio. Por último, el mayor volumen promedio de las operaciones de liquidez mediante repos de expansión explicaría el mayor ingreso proyectado en 2019.

Los egresos para 2019 se estiman en COP 2.519 mm, con un incremento anual de COP 706 mm (38,9%). En particular, los gastos monetarios se proyectan en COP 1.556 mm y los corporativos en COP 671 mm.

Dentro de los monetarios, la remuneración a los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco se proyecta en COP 1.202 mm, 41,3% superior al registrado en 2018. Este crecimiento obedece al mayor nivel de los depósitos del Gobierno en el Banco durante 2019⁸⁶.

Por su parte, dentro de los gastos corporativos, COP 425 mm corresponden a gastos de personal, COP 137 mm a gastos generales y COP 110 mm a otros corporativos, con crecimientos nominales anuales de 9,0%, 22,7% y 18,1%, respectivamente. Estas variaciones incorporan lo acordado en la Convención Colectiva del Banco vigente, la cual incluye el impacto del acuerdo con la Asociación Nacio-

nal de Empleados del Banco de la República (Anebre) celebrado en septiembre de 2018, y niveles de ejecución mayores a los observados en 2018. Vale la pena mencionar que la proyección anual de crecimiento de los gastos corporativos de 2019 es acorde con lo aprobado por la JDBR en el marco quinquenal, que consideró un crecimiento promedio anual de mediano plazo de 3% real para los gastos corporativos del Banco.

5. Los pagos en la economía colombiana

El resultado neto anual entre el efectivo que el Banco de la República suministra a los agentes económicos y el efectivo que recibe el Banco de la República, corresponde al crecimiento del efectivo en circulación. El valor de las especies monetarias en circulación a fin de 2018 se ubicó en COP 80,7 billones (b). De este, COP 64,4 b (80%) se encontraban en poder del sector real y el público, y los restantes COP 16,3 b en poder de los establecimientos de crédito.

El Banco de la República, como la mayoría de los bancos centrales, ofrece la provisión de efectivo⁸⁷ en la cantidad y calidad que demanda la economía, así como también el servicio de sistema de pagos a los bancos comerciales y a otras entidades financieras autorizadas, mediante la apertura de cuentas de depósito en el banco central, para que estas entidades liquiden las operaciones resultantes del mercado de bienes y servicios (pagos al por menor) y del de activos financieros. De acuerdo con

⁸⁶ En la ejecución de 2018 se registró un promedio diario de depósitos de COP 19.793 mm y una tasa de remuneración de 4,39% e. a. La proyección de 2019 considera depósitos promedio de COP 28.309 mm y una tasa de remuneración de 4,34% e. a.

⁸⁷ En esta sección del Informe, se entiende como *efectivo* el uso de los billetes y monedas para realizar pagos. En el capítulo 2, cuando se hace referencia a los agregados monetarios, el efectivo se limita únicamente a lo que está en poder del público. Lo que tienen los establecimientos de crédito en sus cajas hace parte de la reserva bancaria.

lo anterior, son las entidades financieras las autorizadas para tener cuentas y realizar transacciones en el Banco de la República (sistema de cuentas de depósito CUD). Por su parte, las personas naturales y jurídicas tienen sus cuentas en las entidades financieras.

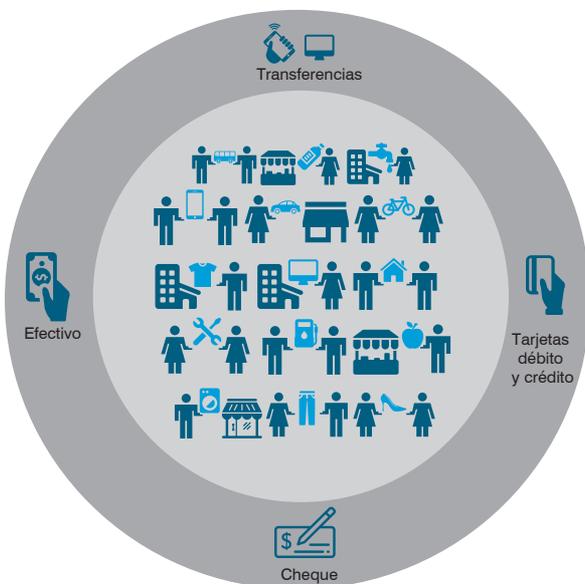
Cuando se hace referencia a los pagos al por menor es usual enmarcarlos en los realizados en el mercado de bienes y servicios con una característica propia: al menos una de las partes en la transacción, el pagador o el beneficiario, no es una institución financiera (BPI, 2016), lo que hace que así se diferencien de los pagos realizados en el mercado de activos financieros.

Los pagos al por menor se utilizan frecuentemente en diferentes tipos de transacciones entre personas naturales, empresas y Gobierno nacional o local (personas jurídicas); diariamente los pagos se efectúan en el comercio y en la actividad empresarial en general, en la distribución y recaudación efectuadas por las entidades gubernamentales y en los acuerdos realizados entre particulares,

entre otros (BIS, 2016). La ejecución de los pagos se realiza utilizando los instrumentos denominados como órdenes de pago, los cuales facilitan el traslado del valor del pagador al beneficiario del pago. Entre los instrumentos están: efectivo (billetes y monedas), tarjetas débito y crédito, cheques y transferencias electrónicas (Diagrama 5.1).

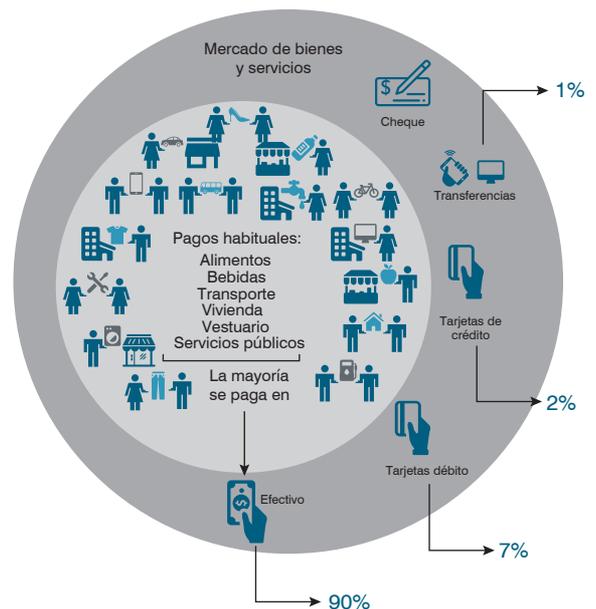
Dentro del mercado de bienes y servicios se realizan pagos frecuentes para alimentos, bebidas, transporte, vestuario, servicios públicos, arriendos o cuotas para el pago de vivienda propia, entre otros. Cuando se le pregunta a la población por el instrumento preferido para aquellos pagos habituales, las personas perciben que el efectivo es el predilecto en un 90%, seguido por la tarjeta débito (7%), la tarjeta de crédito (2%) y la transferencia electrónica (1%) (Diagrama 5.2). El efectivo es el único instrumento de pago cuya dis-

Diagrama 5.1
Mercado de bienes y servicios
Instrumentos de pago en el mercado al por menor



Fuente: Banco de la República.

Diagrama 5.2
Pagos habituales al por menor en el mercado de bienes y servicios



Nota: resultados correspondientes a la pregunta “Pensando en el monto o valor total de sus pagos mensuales (alimentos, bebidas, vestuario, transporte, vivienda, servicios públicos, entre otros), ¿cuál es el instrumento de pago más utilizado?”.

Fuente: Banco de la República (Encuesta percepción uso de instrumentos de pago, 2017).

ponibilidad es generalizada, en especial para aquella población que no cuenta con servicios financieros.

Es posible clasificar los instrumentos de pago entre el efectivo: billetes y monedas; y los electrónicos: aquellos cuyo proceso se realiza de forma electrónica o que pueden iniciar el pago en papel, como por ejemplo los cheques, pero que en algún punto del proceso se incorpora el componente electrónico para garantizar la liquidación y así la finalización del pago.

5.1 Pagos electrónicos

Los instrumentos electrónicos han tenido como eje central de desarrollo a las cuentas de ahorro y corrientes (medios de pago); es decir, inicialmente en ellas el pagador ordena el traslado del valor correspondiente a su pago (Diagrama 5.3), y la entidad financiera en la que tiene cuenta el pagador utiliza las infraestructuras financieras disponibles de acuerdo con cada instrumento para que el valor del pago sea abonado a la cuenta de ahorros o corriente del beneficiario.

Iniciada la transacción por parte del pagador con cualquiera de los instrumentos, como cheque, tarjetas débito o crédito y transferencias electrónicas (distintos al efectivo), se requiere disponer de la infraestructura financiera correspondiente, la cual permite la comunicación entre entidades financieras y así el traslado de fondos autorizados por el pagador al beneficiario del pago.

Cuando se hace referencia a la infraestructura financiera, se están agrupando los diferentes sistemas de pago existentes en el sector financiero colombiano, los cuales realizan una función fundamental para la economía, al proporcionar un conjunto de mecanismos que facilitan la transferencia de dinero y de instrumentos financieros para la liquidación de las operaciones. Son sistemas indispensables para que los beneficiarios de los pagos reciban el traslado de fondos resultantes del mercado de bienes y servicios o por el mercado de activos financieros.

En el Diagrama 5.4 se resume la infraestructura en su conjunto, con los valores promedio diario durante 2018. El sistema de pagos de alto valor CUD⁸⁸, operado por el Banco de la República, es el eje y soporte de toda la infraestructura financiera en Colombia⁸⁹. Este sistema ofrece la liquidación de operaciones en línea y tiempo real entre las entidades autorizadas a mantener cuentas de depósito en el banco central. Es en el CUD donde ocurre la liquidación del extremo dinero de las operaciones

⁸⁸ Sistema de cuentas de depósito CUD.

⁸⁹ El Banco de Pagos Internacionales (BPI) define las infraestructuras del mercado financiero como sistemas multilaterales en los cuales las entidades participantes compensan, liquidan y registran pagos, valores, derivados y otros activos financieros. Entre ellas se incluyen los sistemas de pago (SP), las centrales de compensación de valores (CCV), las entidades de contrapartida central (ECC) y los sistemas de registro de operaciones, así como otras infraestructuras de compensación y liquidación.

Diagrama 5.3
Instrumentos y medios de pago asociados

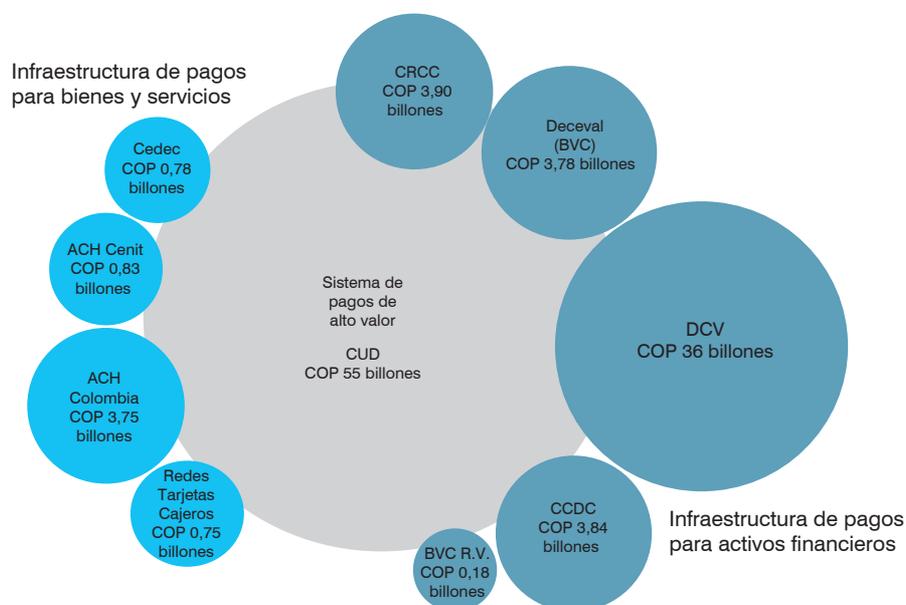


Notas: el efectivo es el único instrumento y medio de pago a la vez.

El instrumento de pago tarjeta crédito tiene asociado un cupo de crédito otorgado por las entidades financieras.

Fuente: Banco de la República.

Diagrama 5.4
Panorama global de las infraestructuras del mercado financiero (IMF) (2018)
Valores en promedio diario



Fuente: Banco de la República.

realizadas con los diferentes instrumentos de pago emitidos por las entidades financieras para los pagos de bienes y servicios, como las tarjetas de pago débito y crédito, los cheques y las transferencias electrónicas; y con los distintos activos financieros del país, como bonos de deuda pública y privada, acciones, derivados y divisas. En 2018 el CUD realizó operaciones por COP 55 billones (b) promedio diario⁹⁰.

Específicamente, las infraestructuras del lado izquierdo del diagrama están asociadas a cada uno de los instrumentos de pago de bajo valor en la economía: la Cámara Electrónica de Compensación de Cheques (Cedec), administrada por el Banco de la República; las cámaras de compensación automatizadas de pagos electrónicos (ACH, por su sigla en inglés),

ACH – Cenit (administrada por el banco central) y ACH Colombia, las cuales reciben órdenes electrónicas de pago para la transferencia de fondos; y las redes Credibanca, Redeban, A Toda Hora (ATH), Tecnibanca, entre otras, las cuales procesan transacciones con tarjetas débito y crédito realizadas en los establecimientos de comercio y en los cajeros automáticos (Cuadro 5.1).

Al lado derecho del Diagrama 5.4 están las infraestructuras de activos financieros: el Depósito Central de Valores (DCV), administrado por el Banco de la República, para títulos de deuda pública exclusivamente; el Depósito Centralizado de Valores de Colombia S. A. (Deceval), para todo tipo de valores, tanto públicos como privados; la Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia S. A. (CRCC) para operaciones a plazo, derivados estandarizados, tanto financieros como de *commodities* energéticos, y no estandarizados, tales como *forwards* de tasa de interés (OIS); y la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) para títulos de renta variable.

⁹⁰ De manera anual se publica el *Reporte de Sistemas de Pago* disponible en la página del Banco de la República (<http://www.banrep.gov.co/>), donde se divulga la evolución en cifras y el desempeño de la infraestructura de bienes y servicios y de activos financieros, los resultados de la encuesta bianual sobre la percepción del uso de instrumentos de pago, entre otros temas relacionados.

Cuadro 5.1
Infraestructuras de bajo valor que operan por el uso de instrumentos de pago en Colombia

Instrumento de pago	Infraestructura de compensación y liquidación de bajo valor
Cheques	Cedec
Transferencias	ACH: Cenit y Colombia
Tarjetas	Credibanco, Redeban, ATH y Tecnibanca

Fuente: Banco de la República.

En relación con las divisas, se destaca la Cámara de Compensación de Divisas de Colombia S. A. (CCDC), donde se liquidan las operaciones sobre divisas de contado, y también la CRCC, donde se compensan y liquidan derivados estandarizados sobre la tasa representativa del mercado (TRM) y no estandarizados *forwards* (COP/USD) *non delivery*.

5.2 Efectivo⁹¹

Como se mencionó, el Banco de la República ejerce, en forma exclusiva e indelegable, la función constitucional de emitir la moneda legal y, en consecuencia, realiza la impresión, acuñación, distribución y destrucción de especies monetarias. El efectivo está compuesto por billetes y monedas.

El efectivo es el principal instrumento de pago utilizado por las personas naturales, como se concluye de la encuesta de utilización de instrumentos de pago aplicada por el Banco de la República en 2017.

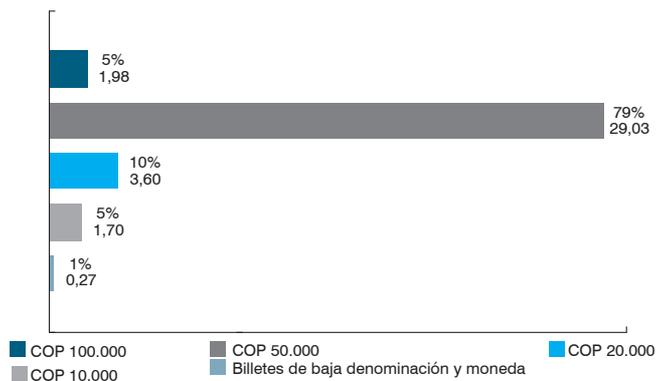
Las necesidades de la economía de estas especies monetarias las atiende el Banco de la República mediante diferentes canales de distribución:

1. Las solicitudes que realizan los bancos comerciales ante el Banco de la República, los cuales retiran contra su cuenta de depósito en el CUD, principalmente billetes de alta denominación (10 mil, 20 mil, 50 mil, 100 mil) para sus cajeros automáticos y

redes de oficinas. En 2018 las solicitudes de los bancos al Banco de la República alcanzaron la suma de COP 36,6 b, de los cuales COP 29 b (79%) correspondieron a billetes de 50 mil (Gráfico 5.1).

2. El público (que incluye al sector comercial, las empresas de transporte público y las empresas de peaje, entre otros) demanda al Banco de la República billetes de baja denominación (mil, 2 mil y 5 mil) y moneda metálica para sus transacciones comerciales. Estas solicitudes las recibe el Banco de la República en las ventanillas de atención al público en las sucursales con tesorería, y en las extensiones de bóveda del Banco de la República. Las ventanillas al público del Banco de la República están ubicadas en Bogotá y trece sucursales (Armenia, Barranquilla, Bucaramanga, Cali, Cúcuta, Ibagué, Leticia, Medellín,

Gráfico 5.1
Solicitudes de efectivo de las entidades financieras al Banco de la República, 2018
Participación y valor (billones de pesos) por denominación



Fuente: Banco de la República.

⁹¹ En esta sección del *informe*, efectivo hace referencia a los billetes y monedas en poder de las entidades financieras, el sector real y el público.

Montería, Pasto, Quibdó, Riohacha y Villavicencio).

3. Por su parte, las extensiones de bóveda corresponden al servicio contratado por el Banco de la República con empresas transportadoras de valores en algunas ciudades del país⁹², y que se han concentrado principalmente en la provisión de billetes de baja denominación y moneda metálica pues solo a partir de 2019 estas comenzaron a incursionar en el suministro de billetes de alta denominación.

El suministro de billetes de baja denominación y moneda metálica se realiza mediante operaciones de cambio, lo que significa que se entregan al público billetes de mil, 2 mil y 5 mil, y moneda metálica, en el valor equivalente al efectivo recibido en otras denominaciones o en billetes deteriorados. Este esquema permite no solo atender oportunamente las necesidades de baja denominación y moneda para facilitar las transacciones comerciales, sino que, además,

⁹² Actualmente las extensiones de bóveda operan en las siguientes ciudades: Barranquilla, Bogotá, Bucaramanga, Cali, Cartagena, Florencia, Manizales, Medellín, Neiva, Pereira, Popayán, Santa Marta, Sincelejo y Valledupar.

facilita retirar oportunamente de circulación el billete deteriorado.

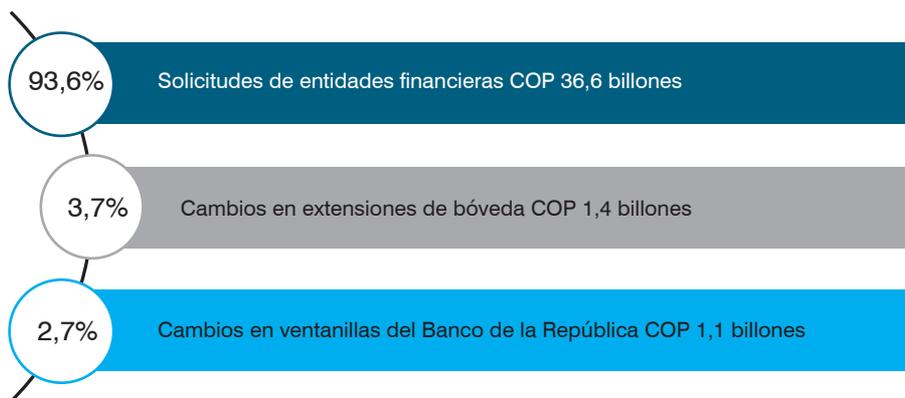
Durante 2018 el canal de ventanillas del Banco de la República y extensiones de bóveda puso en circulación un total de COP 2,5 b, lo que representó el 6% del total de efectivo solicitado al Banco de la República (Diagrama 5.5).

5.2.1 Evolución del efectivo en circulación

El resultado neto anual entre el efectivo que el Banco de la República suministra a los agentes económicos por los canales ya descritos y el efectivo que recibe el Banco de la República, bien sea por los depósitos de las entidades financieras en su cuenta de depósito en el CUD o por las operaciones de cambio, corresponde al crecimiento anual del efectivo en circulación. Por tanto, este último es un saldo que cambia diariamente y corresponde a los billetes y monedas que están en poder de las entidades financieras, el sector real y el público.

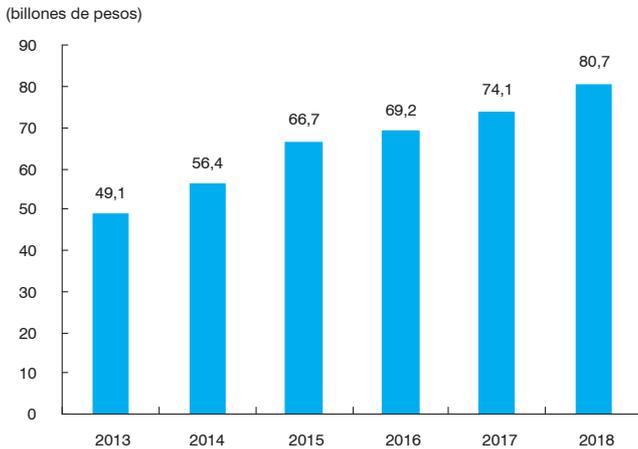
El valor de las especies monetarias en circulación a fin de 2018 se ubicó en COP 80,7 b (Gráfico 5.2). Las tasas promedio de crecimiento nominal y real del efectivo en circulación en el período 2013-2018 se ubican en 11% y 6%, respectivamente.

Diagrama 5.5
Salidas de efectivo del Banco de la República, 2018



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5.2
Efectivo en circulación a fin de año



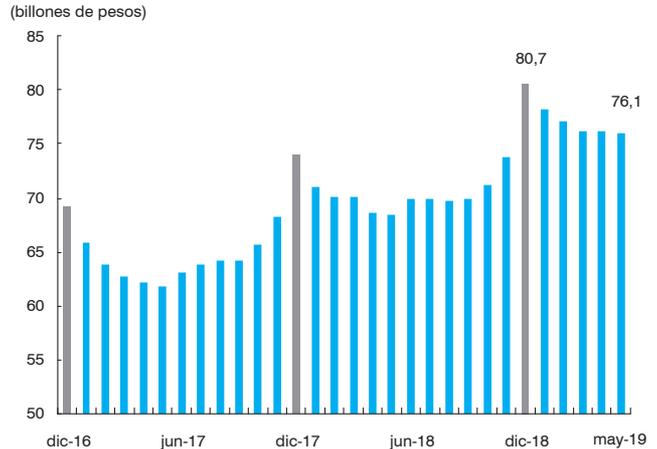
Fuente: Banco de la República.

Del valor total en circulación (COP 80,7 b) al cierre de 2018, COP 64,4 b⁹³ (80%) se encontraban en poder del sector real y el público, y los restantes COP 16,3 b en poder de los establecimientos de crédito. En el período 2014 a 2018 la proporción promedio del efectivo en poder del público a fin de mes ha sido del 79% del total en circulación, lo cual indica su preferencia como medio de pago.

El efectivo tiene estacionalidades de alta demanda durante períodos del año (Gráfico 5.3), como por ejemplo en junio y diciembre, producto de las vacaciones escolares de mitad de año y las fiestas navideñas, respectivamente. Este efectivo que sale a circular en épocas de alta demanda posteriormente retorna al Banco de la República vía consignaciones de los bancos comerciales. Lo anterior se evidencia al comparar el saldo en circulación (billetes y monedas) al cierre de mayo pasado, que ascendió a COP 76,1 b (97% en billetes y 3% en moneda metálica) y que representa una disminución del 5,7% frente al valor en circulación al cierre de diciembre de 2018.

⁹³ Información contenida en el *Reporte de Agregados Monetarios y Crediticios* publicado por el Banco de la República. Cálculos del Banco de la República con información de la Superintendencia Financiera.

Gráfico 5.3
Efectivo en circulación a fin de mes

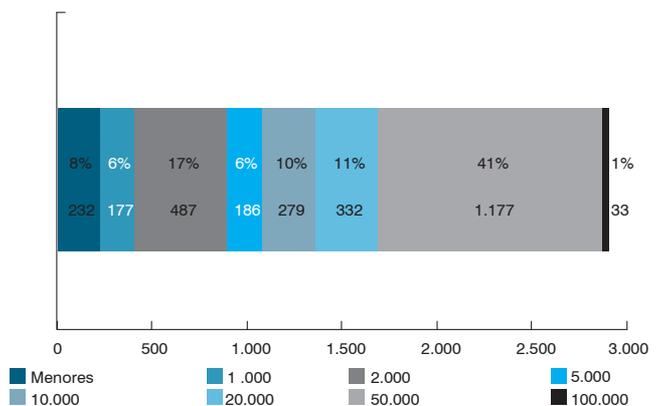


Fuente: Banco de la República.

La cantidad de billetes (número de piezas) en circulación al cierre de mayo de 2019 alcanzó los 2.902 millones de piezas, con una participación del 41% de la denominación de 50 mil, seguida por la de 2 mil, con una participación del 17% (Gráfico 5.4).

El Gráfico 5.5 muestra la evolución de la cantidad y el valor en circulación para las denominaciones de 2 mil a 100 mil, donde se puede apreciar el crecimiento sostenido del billete de 50 mil en circulación, que hasta 2016 era la mayor denominación.

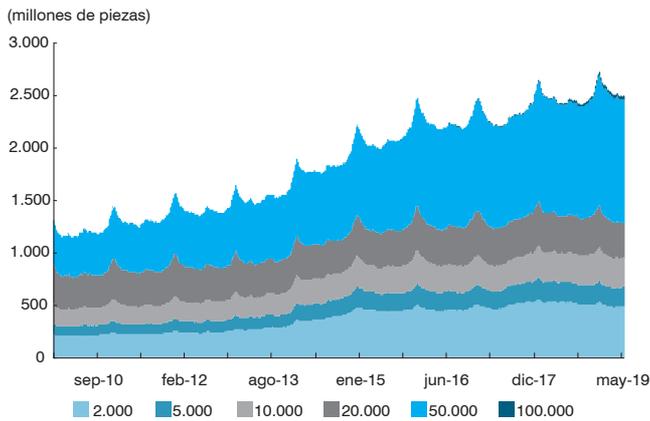
Gráfico 5.4
Billetes en circulación por denominación
(a 31 de mayo de 2019)
(porcentaje de participación y millones de piezas)



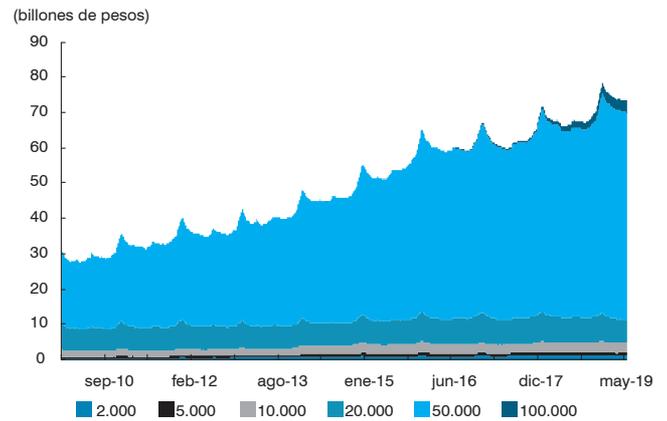
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5.5
Evolución de los billetes en circulación por denominación

A. Cantidad de billetes en circulación por denominación



B. Valor de billetes en circulación por denominación



Fuente: Banco de la República.

Teniendo en cuenta que, como se mencionó, cerca de un 80% del efectivo en circulación se encuentra en poder del público, esto estaría reflejando no solamente su preferencia como instrumento de pago, sino también su uso como reserva de valor.

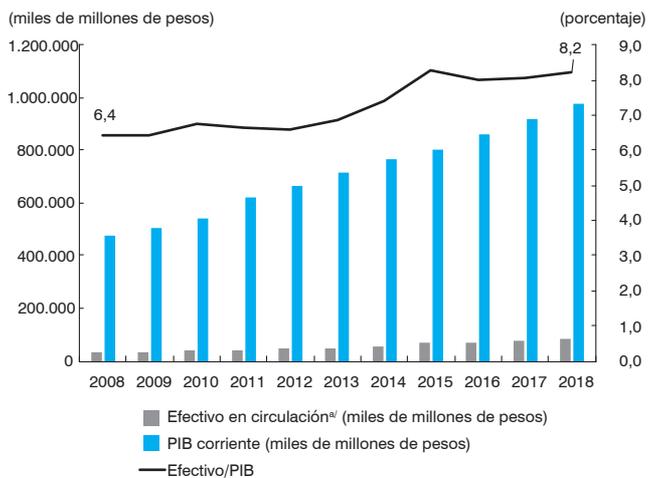
La proporción del valor del efectivo en circulación (billetes y monedas) frente al PIB pasó de 6,4% en 2008 a 8,2% en 2018 (Gráfico 5.6).

En comparación con otros países, esta proporción ubica a Colombia en una posición media con respecto a otros países, como se puede apreciar en el Gráfico 5.7, el cual contrasta la relación efectivo/PIB a finales del año 2017.

5.2.2 Nueva familia de billetes

En 2016 el Banco de la República puso en circulación una nueva familia de billetes con el fin de reforzar la seguridad al incorporar elementos de tecnología de punta que dificultan la falsificación y facilitan el reconocimiento por parte del público. Adicionalmente, introdujo en esta nueva familia la denominación de 100 mil, de acuerdo con el resultado de los

Gráfico 5.6
Valor del efectivo en circulación y efectivo/PIB

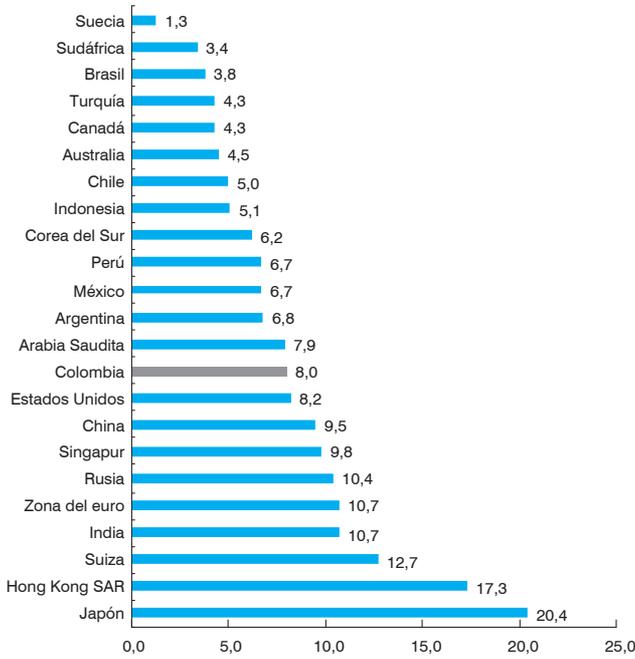


a/ Valor de billetes y monedas en circulación a fin de año.
Fuentes: Banco de la República (efectivo en circulación) y DANE (PIB corriente); cálculos del Banco de la República.

estudios econométricos que tienen en cuenta, entre otras variables, el valor promedio diario de las transacciones en efectivo. En razón a la evolución de las variables macroeconómicas del país durante la última década y media, el poder de compra de un billete de 100 mil en

Gráfico 5.7

Relación efectivo/PIB para 2017; varios países



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales para el valor del efectivo en circulación a fin de año; para Colombia, Chile y Perú, cálculos propios con información publicada por los bancos centrales.

2016 era similar al que tenía en el año 2000 el billete de 50 mil (cuando entró en circulación).

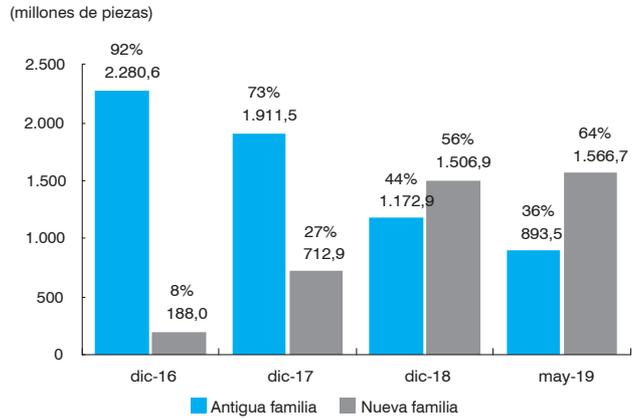
De acuerdo con el plan previsto por el Banco, la circulación simultánea de las dos familias se estimó para un período de tres años con el fin de hacer una transición gradual para el posicionamiento de la nueva familia y retirando paulatinamente las piezas de la antigua familia en la medida en que estas terminaran su vida útil.

Como resultado de esa gradualidad, al 31 de mayo (que corresponde a cerca de la mitad del tercer año de transición), la participación de la nueva familia en la cantidad total del billete en circulación es del 64% (Gráfico 5.8), con una proyección del 90% para el cierre de 2019.

El billete de 100 mil ha ido ganando participación en el valor en circulación (Gráfico 5.9) y desde finales de 2017 comienza a tener

Gráfico 5.8

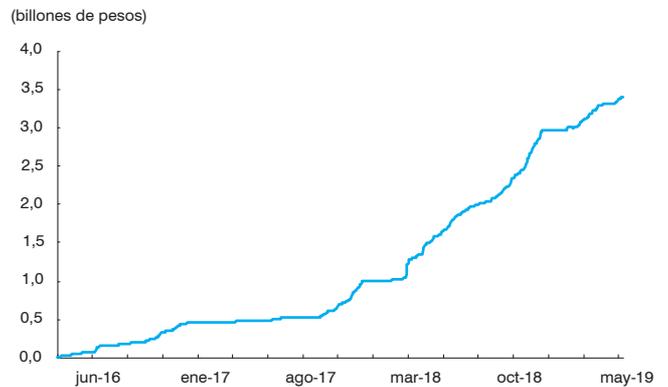
Composición de la circulación por familias de billetes
Denominaciones de COP 2.000 a COP 50.000



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5.9

Evolución del valor en circulación del billete de COP 100.000



Fuente: Banco de la República.

un mayor ritmo de aceptación, producto de una mayor demanda por parte de algunas entidades financieras para suministrarlo por ventanillas en sus redes de oficinas. Al cierre de mayo el valor en circulación de este billete es de COP 3,3 b, que corresponde al 4,5% del valor total de billetes en circulación a dicha fecha.

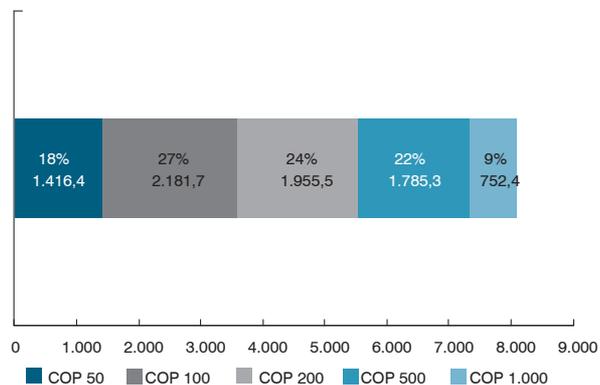
5.2.3 Monedas en circulación

Al 31 de mayo de 2019 la cantidad de monedas en circulación de las denominaciones

de COP50 a COP1.000 alcanzó la cifra de 8.091,3 millones de piezas (Gráfico 5.10), que representan COP 2,4 b.

Como se mencionó, la moneda metálica se entrega principalmente por las ventanillas del Banco de la República y por las extensiones de bóveda, y es demandada especialmente por las grandes superficies, empresas operadoras de peajes y el sector de transporte público.

Gráfico 5.10
Monedas en circulación por denominación a 31 de mayo de 2019
Denominaciones de COP 50 a COP 1.000
(porcentaje de participación y millones de piezas)



Fuente: Banco de la República.

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

La Ley 1484 del 12 de diciembre de 2011 autorizó la incorporación del Banco de la República como accionista del Banco de Pagos Internacionales (BPI). 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 en el rubro “aportes en organismos y entidades internacionales”. El 5 de julio de 2019 por concepto de dividendos el Banco recibió DEG 735.000 (USD 1.018.537)¹, correspondientes al ejercicio contable del BPI que finalizó en marzo de 2019 (abril de 2018 a marzo de 2019), lo cual equivale a una rentabilidad anual del 1,11%².

La incorporación al BPI ha permitido la participación de las directivas del Banco de la República en reuniones periódicas en las cuales se examinan los acontecimientos recientes y las perspectivas de la economía global y de los mercados financieros. Estas reuniones son un foro de discusión para intercambiar puntos de vista y experiencias en temas de especial relevancia para los bancos centrales, lo cual contribuye a entender mejor los desafíos que afectan a los países y a implementar medidas de política apropiadas.

Dentro de estos espacios cabe resaltar la inclusión reciente del Banco en el Grupo de Gobernanza en Bancos Centrales (CBGG, por su sigla en inglés). Este grupo, presidido por Veerathai Santiprabhob, gobernador del Banco de Tailandia, tiene como objetivo compar-

tir experiencias en torno al diseño, operación y gestión de los bancos centrales, para promover las mejores prácticas en estas instituciones. A partir de 2018 el Banco también participa en la Reunión de Economías Pequeñas y Abiertas, presidida por Már Guðmundsson, gobernador del Banco Central de Islandia.

Durante 2019 las discusiones de las reuniones de gobernadores de países miembros del BPI han estado enfocadas en diversos temas, tales como los posibles efectos de las tensiones comerciales y *bigtech* en economías emergentes, códigos de conducta en los bancos centrales, así como políticas de gestión de personal e independencia de los bancos centrales y la función de estas instituciones en la inclusión financiera.

Asimismo, el Banco participa en diversos grupos consultivos coordinados por el BPI, como el Consejo Consultivo para las Américas (CCA), el cual está conformado por los gobernadores de los bancos centrales del continente americano miembros del BPI³. Estos foros fomentan la cooperación internacional y la investigación en asuntos relacionados con las políticas de los bancos centrales y otros temas que inciden en la estabilidad macroeconómica y financiera. Asimismo, el Banco es miembro del Grupo Consultivo de Directores de Operaciones (CGDO), una red de representantes de los bancos centrales responsables de las operaciones de banca central. La reunión anual de este Grupo Consultivo presentó un nuevo grupo de trabajo que busca estudiar aspectos de la intervención cambiaria en los países de la región.

En el marco de las actividades coordinadas por el CCA, el Banco participa activamente en proyectos de investigación y conferencias en diversas áreas de banca central. Entre ellas, el

¹ Este valor corresponde a la tasa de cambio del DEG al 2 de julio de 2019, de acuerdo con la política utilizada por el BPI.

² La Asamblea General del BPI aprobó el pago de un dividendo de 245 DEG por acción. La rentabilidad corresponde a la razón entre el dividendo recibido y el precio de suscripción por acción (21.904 DEG).

³ Argentina, Brasil, Canadá, Chile, Colombia, Estados Unidos, México y Perú.

Comité Científico (que comprende a los economistas jefe de los respectivos bancos centrales) lanzó una red para estudiar temas de comunicación de la política monetaria. En la Conferencia Anual de Investigación del CCA sobre “Modelos macro y datos micro”⁴ enfocada en los mercados laborales, las finanzas locales y el comercio, un investigador del Banco presentó un trabajo sobre los posibles efectos de una mala asignación de los recursos a nivel empresarial en la ventaja comparativa de un país⁵.

En lo corrido de 2019 el Banco ha participado en actividades tales como: 1) la reunión anual de subgobernadores de bancos centrales de países emergentes miembros del BPI, la cual estuvo enfocada en reservas internacionales e intervención cambiaria en las economías emergentes. Para esta reunión el Banco preparó un trabajo sobre la efectividad de la intervención

esterilizada en Colombia y las reservas internacionales, el cual será publicado próximamente⁶; 2) un seminario sobre ciberseguridad en banca central; 3) una conferencia sobre la administración de reservas en el marco de la ampliación de actividades de la oficina de representación del BPI en las Américas, la cual, a partir de los próximos meses tendrá a su cargo una sección para administrar reservas internacionales, y 4) la Conferencia Anual del BPI que se celebró el 28 de junio en Zurich y que trató sobre la economía digital y la innovación financiera. Por último, el Banco fue anfitrión de la Mesa Redonda del BPI y el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (Cemla), donde se discutieron los niveles adecuados de reservas, la intervención cambiaria y la gestión de reservas internacionales en los bancos centrales de América Latina.

⁴ La agenda y los documentos están disponibles en: <https://www.bis.org/events/ccaconf2019/agenda.htm>

⁵ José Pulido presentó el documento “Intra- and inter-Industry misallocation and Comparative Advantage”; disponible en: <https://www.bis.org/events/ccaconf2019/colombia.pdf>

⁶ La contribución del Banco en esta conferencia fue por parte de H. Vargas, P. Cardozo y M. Villamizar (2019). “International Reserves and Effectiveness of Sterilized FX Intervention in Colombia”.



Políticas de administración del portafolio de inversión de las reservas internacionales

De acuerdo con las recomendaciones de buenas prácticas, la administración de las reservas 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 otras restricciones de riesgo¹. A continuación, se explica cómo se aplican estos criterios 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 con el fin de tener la capacidad de convertir los activos de reserva en efectivo de una manera rápida y a bajo costo. El portafolio también se divide en tramos para que algunos de ellos se puedan liquidar más rápidamente.

Riesgo de mercado: mediante las clases de activos elegibles y límites estrictos de inversión, se busca que el valor del portafolio tenga una baja sensibilidad a movimientos de las tasas de interés en el mercado.

Riesgo crediticio: solamente se invierte en activos que cuenten con altas calificaciones

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

Riesgo cambiario: las cotizaciones de las monedas son altamente volátiles y con frecuencia no muestran tendencias definidas en el largo plazo. Esto hace que sea muy difícil pronosticar confiablemente su comportamiento. 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. El impacto del riesgo cambiario se mitiga mediante 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), la cual aumenta en los años cuando las monedas de reserva se fortalecen frente al peso colombiano, y disminuye en los años en que se debilitan. Por tanto, las variaciones de las monedas no tienen impacto sobre el estado de resultado integral.

Riesgo de contraparte: para disminuir la exposición que se tiene a las contrapartes, las

¹ Un ejemplo de buenas prácticas en este sentido se puede encontrar en el documento “Directrices para la administración de las reservas internacionales”, producido por el Fondo Monetario Internacional, el cual puede ser consultado en el vínculo <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2013/pr13138.htm>

operaciones se liquidan mediante mecanismos pago contra entrega. Estos 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. Adicionalmente, 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. Las contrapartes de divisas deben tener una calificación crediticia mínima de A- si cuentan con un contrato marco ISDA². 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.

El portafolio pasivo es el principal componente del tramo de corto plazo. Este portafolio se caracteriza por invertir en un mayor número de instrumentos y tener un plazo y un perfil de rentabilidad esperado superior al del capital de trabajo, bajo 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 portafolio pasivo está invertido en múltiples monedas con el fin de replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país, y busca tener una rentabilidad similar a la del índice de referencia³. A junio de 2019 el valor del tramo de corto plazo era USD 32.483 m, de los cuales USD 1.157,1 m corresponden al capital de trabajo y USD 31.326,0 m al portafolio pasivo.

El tramo de mediano plazo se ejecuta con un plazo y un perfil de rentabilidad esperado superior al del tramo de corto plazo. El objetivo del tramo de mediano plazo 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. Al tener un tramo de mediano plazo se busca aumentar la rentabilidad esperada de las reservas internacionales en el largo plazo, preservando un portafolio conservador. 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% en un horizonte de tres años y que el valor esperado de una posible pérdida no supere el 1%. 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 referencia⁴. A junio de 2019 el valor del tramo de mediano plazo ascendía a USD 16.229,8 m.

El último tramo corresponde a las inversiones de las reservas internacionales en oro físico certificado que se puede negociar fácilmente en mercados internacionales. El oro permite diversificar el portafolio de inversión, ya que su

² El contrato marco establecido por la International Swaps and Derivatives Association (ISDA) tiene como objetivo establecer los términos y condiciones que rigen sobre los derivados sobre el mostrador negociados entre entidades.

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

⁴ En la sección Programa de administración externa se explica que uno de los ocho portafolios activos es administrado directamente por el Banco de la República y el resto por administradores externos. Allí también se puede encontrar la explicación del funcionamiento de este programa.

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 2019 el valor de mercado del oro en las reservas ascendía a USD 859,2 m.

Los títulos valores del portafolio de inversión se encuentran depositados en entidades financieras conocidas como custodios⁵. Las entidades que prestan el servicio de custodia para los títulos de las reservas internacionales son la Reserva Federal de Nueva York, Euroclear, JP Morgan Chase y State Street. Las inversiones en oro físico son custodiadas por el Banco de Inglaterra.

3. Índices de referencia

Para administrar el Portafolio de Inversión de las reservas, el Banco de la República define portafolios teóricos o índices de referencia⁶. Se construyen índices diferentes para el tramo de corto plazo y para el tramo de mediano plazo, con el fin de reflejar sus objetivos de inversión. Los índices sirven como marco de referencia para medir la gestión de cada uno de los portafolios. A continuación se explica la forma como se construyen los dos índices de referencia.

Para construir el índice del tramo de corto plazo⁷ se determina, en primer lugar, una composición cambiaria objetivo. La composición cambiaria de este índice busca replicar el comportamiento de los egresos de la balan-

za de pagos del país⁸. Se busca que las monedas diferentes al dólar se aprecien en períodos en los que aumenta el valor en dólares de los pagos externos del país, lo cual implica que el valor de estas monedas puede reducirse frente al dólar en períodos en que el valor en dólares de los pagos externos disminuye. Al 28 de junio de 2019 la composición cambiaria del índice del tramo de corto plazo era de 82% dólares estadounidenses, 9% dólares australianos, 5% dólares canadienses, 2% dólares neozelandeses y 2% coronas noruegas⁹. Una vez definida la composición cambiaria, se incluyen dos restricciones: la de tener retornos positivos en un horizonte de doce meses con un 95% de confianza, excluyendo el efecto cambiario, y la restricción de que el valor esperado de una posible pérdida en un horizonte de doce meses no supere 1% del valor del tramo. Con base en las restricciones descritas, se busca el portafolio que maximiza la rentabilidad ajustada por riesgo¹⁰.

Para la construcción del índice del tramo de mediano plazo se sigue un procedimiento similar con dos diferencias fundamentales. 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 más largo (tres años), con el fin de reflejar la menor probabilidad de usar los recursos de este tramo en el corto plazo. Al

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

⁶ En los mercados de capitales un índice de referencia alude 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 Colcap en Colombia, o el S&P500 y el Dow Jones en los Estados Unidos (el Banco utiliza índices de mercados de renta fija únicamente).

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

⁸ Véase el recuadro “Nueva composición cambiaria del portafolio de reservas internacionales” en el *Informe al Congreso* de marzo de 2012 para una explicación detallada de la metodología de composición cambiaria de las reservas.

⁹ El euro no hace parte del grupo de monedas que conforman el índice de referencia. La razón por la que no se encuentra en este grupo es porque, tanto las tasas de interés de referencia del BCE, como las de los principales bonos soberanos de corto plazo emitidos en euros, son negativas.

¹⁰ La descripción detallada de la metodología para la construcción del índice de referencia se encuentra en el recuadro “Explicación técnica de la metodología de construcción del índice de referencia” en el *Informe de Administración de las Reservas Internacionales* de marzo de 2013.

construir el portafolio que maximiza la rentabilidad ajustada por riesgo en dólares, se permiten inversiones en monedas diferentes al dólar estadounidense.

El Gráfico A muestra los índices de referencia aprobados para los tramos de corto y mediano plazos¹¹. Los dos portafolios tienen un nivel de riesgo de mercado bajo. La duración modificada del índice del tramo de corto plazo es 2,77 y la del tramo de mediano plazo es de 4,35¹².

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 (USD 35.335,6 m o 70,17% del portafolio de inversión). El resto de los recursos del tramo de mediano plazo es gestionado por administradores externos de portafolios.

Al finalizar junio de 2019 el programa de administración externa ascendía a USD 15.019,5 m (29,83% del portafolio de inversión). El propósito de utilizar administradores externos es generar retornos superiores al índice de referencia y capacitar a los funcionarios del Banco en la gestión de inversiones internacionales. Las firmas escogidas para participar en el programa tienen una alta capacidad de análisis de los mercados financieros y una infraestructura sofisticada que pueden ser aprovechadas en la definición de estrategias de inversión.

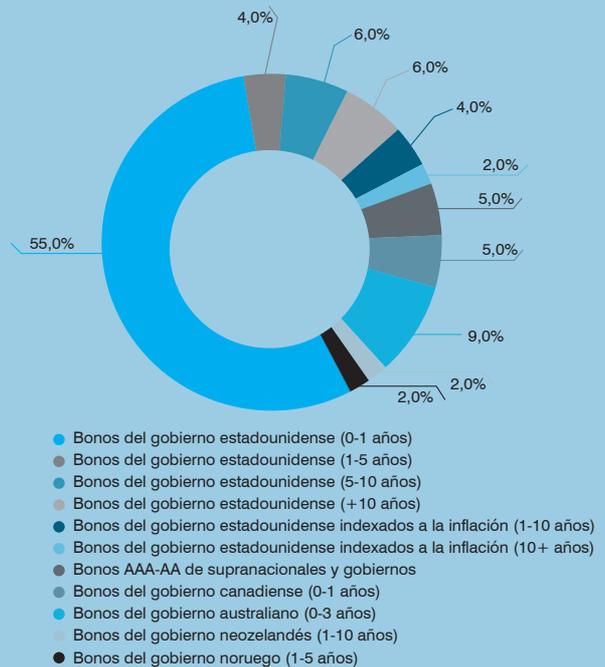
En la actualidad, las firmas privadas que participan en el programa de administración externa son: DWS GmbH, BNP Paribas Asset Management USA, Inc., Goldman Sachs Asset Management, L.P., J.P. Morgan Asset Management (UK) Limited, Pacific Investment Management Company LLC, State Street Global Advisors Trust Company y UBS Asset Management (Americas) Inc., (Gráfico B). Las firmas privadas que participan en el programa

¹¹ Para los diferentes sectores que componen el índice de referencia se utilizan los índices publicados por Merrill Lynch.

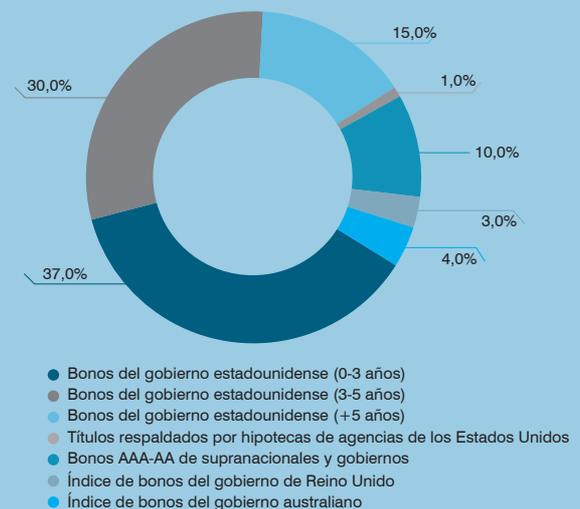
¹² La duración modificada se define como la disminución (aumento) porcentual en el valor del portafolio frente a un aumento (disminución) de 1% en todas las tasas de interés.

Gráfico A
Composición del índice de referencia
(información al 28 de junio de 2019)

1. Tramo de corto plazo



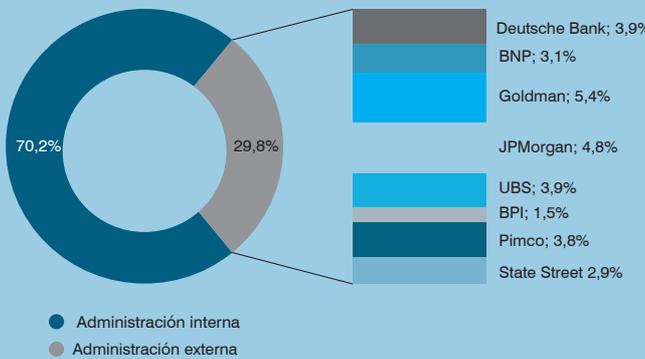
2. Tramo de mediano plazo



Nota: Merrill Lynch, entre otros, construyen índices que permiten medir el desempeño de diferentes sectores del mercado de renta fija. Los índices de bonos de gobierno incluyen todos los instrumentos que cumplen con condiciones mínimas de tamaño y liquidez. Sus reglas son de conocimiento público.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico B
Composición del portafolio de inversión
(información al 28 de junio de 2019)



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

son escogidas mediante procesos competitivos y son evaluadas permanentemente. 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. 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. Las inversiones en los fondos administrados por el 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 países¹³.

¹³ En la actualidad se invierte en un fondo de títulos indexados a la inflación emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos (USD 114,5 m), un fondo de títulos emitidos por el gobierno de China (USD 259,4 m), un fondo de títulos emitidos por el gobierno de Corea (USD 105,2 m) y un fondo de títulos emitidos por corporaciones no financieras (USD 261,7 m).