

Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República

Introducción

El primer *Informe* que la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) somete al Congreso al inicio de sus sesiones ordinarias de cada año tiene como objetivo fundamental examinar el comportamiento de la economía colombiana durante el año inmediatamente anterior, explicar las acciones de política monetaria y su contribución al cumplimiento de la meta de inflación, informar la gestión administrativa del Banco y el manejo de las reservas internacionales, y discutir las perspectivas económicas del año en curso. Cuando ya se había avanzado en la preparación de este *Informe* siguiendo estos lineamientos, sobrevino la pandemia del coronavirus y el desplome de los precios del petróleo. La fuerte reacción que han tenido los mercados de capitales y cambiarios refleja la tensión y el desconcierto de los agentes económicos ante esta situación. La JDBR es consciente de que por la oportunidad en que se presenta este *Informe* no será posible ofrecer todas las respuestas que el Congreso y el país esperan. La volatilidad de los mercados y la incertidumbre sobre la futura evolución de la pandemia y de los precios del petróleo exigen ser prudentes en el análisis de las nuevas perspectivas económicas que resulten de este inesperado evento.

Al momento de escribir este *Informe* la JDBR había tomado medidas para asegurar la liquidez de la economía tanto en pesos como en dólares. En cuanto a la liquidez en pesos, se aumentó el cupo total de operaciones de liquidez (repos) con títulos de deuda pública y privada, hasta llegar a COP 23,5 billones; se amplió el conjunto de entidades que tienen acceso a las subastas y a la ventanilla de liquidez del Banco de la República; se permitió el uso de deuda privada admisible para ser utilizada en operaciones repo; se extendieron los plazos de las operaciones de liquidez de treinta a noventa días con títulos de deuda privada, y de uno a sesenta días para las operaciones de liquidez con títulos de deuda pública; y se autorizó la inyección permanente de liquidez a la economía mediante la compra definitiva de títulos de deuda pública y de títulos emitidos por establecimientos de crédito a un amplio conjunto de agentes financieros. Respecto a la liquidez en dólares, se anunció un nuevo mecanismo de intervención en el mercado cambiario para vender dólares mediante contratos *forward* con cumplimiento financiero (*non delivery forwards*: NDF) con el que inicialmente se ofrecieron USD 1.000 millones (m). Adicionalmente, se decidió realizar subastas *swaps* de dólares (*FX swaps*) por USD 400 m, en los cuales el Banco de la República vende dólares de contado y los compra a futuro (en sesenta días). Estas medidas facilitan los flujos de recursos suficientes de crédito y el buen funcionamiento del sistema

de pagos, y contribuyen a aliviar las presiones en el mercado cambiario.

El Banco de la República ha desplegado todos sus recursos para enfrentar esta emergencia. Las herramientas de análisis desarrolladas por el Banco, junto con la experiencia del equipo técnico, continuarán siendo de gran ayuda para elaborar un completo diagnóstico de la situación, que sirva de base para seguir tomando las medidas de política que se requieran. Los resultados de estos análisis se darán a conocer en los próximos *Informes de Política Monetaria* y se recogerán en el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* del mes de julio.

Cumpliendo con sus objetivos iniciales, este *Informe* presenta un análisis del desempeño de la economía colombiana durante el año pasado. En 2019 la economía colombiana creció 3,3%, consolidando la recuperación iniciada en 2018, cuando creció 2,5%, después del ajuste que tuvo que realizar la actividad económica por la caída en los precios del petróleo a finales de 2014 y que resultó en una desaceleración de su ritmo de crecimiento a tan solo 1,4% en 2017. Esta recuperación se dio gracias a factores internos y en contraste con la desaceleración de la región. El crecimiento del PIB en 2019 fue superior al de nuestros pares en la región, y superó ampliamente el promedio de América Latina y el Caribe, que se mantuvo prácticamente estancada al solo crecer 0,1% en 2019, según lo reportado por el Fondo Monetario Internacional (FMI).

El crecimiento de la economía colombiana durante el año anterior se produjo en un contexto de debilitamiento de la demanda externa y menores términos de intercambio, lo cual muestra que factores de origen interno jugaron a favor de mantener el dinamismo económico. Entre estos últimos sobresalió el fortalecimiento del consumo y la inversión privados, los cuales se expandieron a tasas superiores al 4%, superando los registros de 2018 y años anteriores. El buen desempeño del consumo y la inversión privada se reflejó en el dinamismo de la demanda interna, que

creció a una tasa del 4,5%. La débil demanda externa incidió en un crecimiento de las exportaciones reales muy inferior al de las importaciones (3,1% vs. 9,2%), lo cual amplió el desbalance comercial del país.

La expansión de la actividad económica en 2019 coincidió con un incremento de la inflación al consumidor desde 3,18% en 2018 a 3,8% en 2019. Sin embargo, esta aceleración de la inflación no obedeció a excesos de demanda, ya que a pesar del crecimiento del producto interno bruto (PIB) la economía continuó operando por debajo de su capacidad potencial. La presión alcista provino, en gran medida, de factores transitorios, como deterioros en la oferta de alimentos o modificaciones en el impuesto *ad valorem* a los licores. Las alzas en los precios de los alimentos se concentraron en el grupo de los perecederos, originadas por el fenómeno de El Niño y otros factores climáticos que afectaron varias regiones del país. A finales de 2019 estos choques empezaron a diluirse a medida que el abastecimiento se normalizaba. Por otra parte, el traspaso de la depreciación del peso, que promedió 11% en 2019, presionó al alza los precios de los alimentos procesados. De igual manera, afectó la canasta de bienes transables (sin alimentos ni regulados), cuya variación anual se aceleró hasta 2,2% al cierre de 2019 frente a 1,0% a finales de 2018. En cuanto a los bienes y servicios regulados, si bien la variación anual de este grupo continuó relativamente alta, su ritmo de ajuste fue decreciente, debido principalmente al comportamiento de los precios de los combustibles.

Dado el carácter transitorio de las alzas de precios y en presencia de excesos de capacidad productiva, la JDBR decidió mantener constante la tasa de interés de política en un nivel de 4,25% durante todo el año. Por una parte, los excesos de capacidad productiva continuaron ejerciendo un efecto moderador sobre la inflación; por el otro, los incrementos transitorios de precios debido a deterioros en la oferta no deben enfrentarse con alzas en las tasas de interés, a menos que estos resulten en un aumento significativo de las expectativas de

inflación que amenacen con retroalimentar la inflación en los siguientes periodos. Pero esto no ocurrió. El incremento de las expectativas de inflación fue moderado, como mensualmente lo monitoreó el equipo técnico en la encuesta de expectativas que realiza el Banco de la República, además de otras fuentes de información. Esto fue posible gracias a que los agentes económicos previeron el carácter transitorio de los choques de precios y mantuvieron su credibilidad en la meta de inflación. Los resultados de la inflación de enero y febrero (3,62% y 3,72%, respectivamente), ambos inferiores a la inflación del 3,8% registrada en 2019, son coherentes con las expectativas de los agentes económicos que esperan una aproximación de la tasa de inflación hacia la meta del 3% para finales de 2020.

La tasa de interés de política del Banco de la República desempeña un papel fundamental en la determinación de las tasas de ahorro y crédito de la economía. Desde el 30 de abril de 2018 ha permanecido inalterada en un nivel de 4,25% nominal. Al restar de esa tasa de interés nominal el valor promedio de las expectativas de inflación a doce meses que se registró desde abril de 2018 (3,36%), se obtiene una tasa de interés real (*ex ante*) de política del 0,89%. La postura de la política monetaria se determina comparando esa tasa real de política con la tasa de interés real neutral. En los últimos veintidós meses los estimativos sugieren que la tasa real neutral ha fluctuado entre 1,4% y 1,25%. La tasa real de política de 0,89% ha permanecido todo el tiempo por debajo de ese rango. Es por ello que se puede afirmar que la postura de la política monetaria ha sido moderadamente expansiva durante ese periodo.

La JDBR empezó a reducir la tasa de interés de política a partir de diciembre de 2016 desde un pico de 7,75%, y continuó disminuyéndola hasta el 30 de abril de 2018, cuando alcanzó un nivel de 4,25%, el cual se ha mantenido inalterado desde entonces. Esta reducción se transmitió a las tasas de interés del mercado con distintos rezagos. La primera en reaccionar fue la tasa de interés del crédito comercial,

que mostró caídas pronunciadas en sus distintas modalidades durante 2017 y 2018. La tasa de interés del crédito de consumo tardó más tiempo en responder y su caída se concentró en 2019, cuando pasó de 19,01% a finales de 2018 a 15,15% al finalizar 2019. Este contexto de tasas de interés bajas estimuló la demanda de crédito, en especial la de consumo, cuya cartera cerró el año pasado con una variación anual del 15,8% (11,6% real), lo que contribuyó a impulsar la demanda interna vía el mayor consumo de los hogares. La cartera dirigida a las empresas (comercial + microcrédito) creció 4,2% en términos nominales (0,4% real) al cierre de diciembre de 2019. La lenta recuperación de ese tipo de crédito, a pesar de tasas de interés bajas, muestra que la demanda de financiamiento por parte de las empresas continúa débil.

A continuación se presenta una síntesis de los principales asuntos abordados en el *Informe*, con el fin de ofrecer un panorama general antes de profundizar en cada uno de ellos en los capítulos siguientes.

Contexto externo

Durante 2019 la actividad económica mundial se vio afectada por las tensiones comerciales y la imposición de aranceles entre los Estados Unidos y China, los riesgos de un *brexit* desordenado y las protestas sociales en diversos países. Los volúmenes de comercio decrecieron, la confianza de empresarios y consumidores se debilitó, la volatilidad de los mercados financieros aumentó y la actividad económica global se desaceleró. Mientras el crecimiento mundial alcanzó un 3,2% en 2017 y 3,0% en 2018, para 2019 habría sido del 2,4%, según estimaciones del FMI y del Banco Mundial (BM). Entre las economías avanzadas, en 2019 la zona del euro creció 1,2% y Estados Unidos 2,3%, lo que significó una reducción de 80 pb y 60 pb, respectivamente, frente a 2018. En cuanto a las economías emergentes, China registró una variación del PIB de 6,1% en 2019, por debajo del 6,4% observado en 2018. América Latina y el

Caribe presentaron una desaceleración sustancial, al reducir su crecimiento desde 1% en 2018 a 0,1% en 2019, según la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal).

Ante un escenario de bajo crecimiento y ausencia de presiones inflacionarias, algunos bancos centrales de las economías avanzadas y emergentes continuaron con un proceso de relajamiento monetario. La Reserva Federal (Fed) bajó su tasa de política en tres ocasiones, reduciendo el rango de 2,25%-2,50% a 1,50%-1,75%, mientras que el Banco Central Europeo (BCE) recortó las tasas de interés hasta mínimos históricos y reanudó en noviembre el programa de compra de activos por un valor de EUR 20.000 millones al mes. Los bancos centrales de Japón e Inglaterra mantuvieron estables sus tasas, pero continuaron con sus programas de compra de activos. En el caso de las economías emergentes, el Banco Popular de China disminuyó los tipos de interés tres veces, recortando las tasas en 20 pb en total; por su parte, Brasil, México, Perú y Chile redujeron sus tasas con el fin de proveer un mayor estímulo monetario.

El debilitamiento de la demanda internacional presionó a la baja los precios de las materias primas, a la vez que las situaciones geopolíticas e idiosincrásicas propiciaron un entorno de mayor volatilidad. En el caso del petróleo los precios implícitos por barril para el crudo colombiano disminuyeron desde un promedio de USD 62,9 en 2018 a USD 58,4 en 2019, como resultado de la caída en el precio internacional de la variedad Brent, que se utiliza como referencia para Colombia. Igualmente, los precios internacionales del carbón se redujeron desde un promedio de USD 85,9 por tonelada en 2018 a USD 75,8 en 2019. En consecuencia, los términos de intercambio para el país sufrieron un deterioro que contribuyó a la ampliación del desequilibrio comercial en 2019, como se explicará en el *Informe*.

Para el año 2020 los pronósticos iniciales de los organismos internacionales apuntaban hacia un ligero repunte del crecimiento mundial, sustentado en la recuperación de algunas economías emergentes que experimentaron

adversidades en 2019 y en una menor percepción de riesgo tras la firma de la primera fase del acuerdo comercial entre Estados Unidos y China. Sin embargo, las circunstancias globales han cambiado drásticamente. La gran preocupación es la salud de la humanidad. La pandemia del nuevo coronavirus podría significar un retroceso de la actividad económica mundial de una magnitud aún impredecible, pero significativa. A esto se agrega la fuerte caída de los precios internacionales del petróleo que ya bordea los mínimos de la última década, debido a la contracción de la demanda de crudo y a los excesos de oferta ante el fracaso reciente de las negociaciones de la OPEP y sus aliados. En este ambiente las bolsas de valores han registrado grandes pérdidas. Las cadenas de valor, que en su mayoría involucran partes fabricadas en China, comienzan a interrumpirse, y los movimientos de personas han disminuido. En el frente económico la mayor preocupación son las perspectivas de una recesión global y sus efectos negativos sobre el empleo. Algunos bancos centrales, como la Reserva Federal de los Estados Unidos, al igual que Canadá, Australia e Inglaterra, han reaccionado con fuertes recortes a las tasas de interés y con provisión de liquidez a la economía. De manera similar comienzan a actuar los bancos centrales de la región como en los casos de Chile, México y Perú, entre otros. Como se mencionó, a la fecha de la escritura de este *informe* la JDBR había tomado medidas extraordinarias para garantizar la liquidez de la economía colombiana, tanto en pesos como en dólares.

Actividad económica

Como ya se anotó, la expansión del 3,3% del PIB en 2019 tuvo origen en el fortalecimiento de la demanda interna. Respecto al consumo total, el principal aporte provino de los hogares, cuyo consumo agregado creció al 4,6% frente al 3,0% en 2018. Sobresalen por su dinamismo los rubros de consumo de bienes durables y semidurables, con crecimientos de

6,7% y 5,7%, respectivamente. La reducción de la tasa de interés de los préstamos de consumo pudo haber influido en este resultado. Los incrementos del consumo de bienes no durables (4,6%) y de servicios (3,9%) también fueron relativamente altos, en especial si se comparan con sus bajos registros de 2018 (2,0% y 2,6%, respectivamente). Esto sugiere que otros factores jugaron a favor. Aquí cabe resaltar el fuerte crecimiento de las remesas externas de trabajadores, que incrementaron el ingreso disponible de los hogares, y la inmigración, que ha aumentado el consumo de bienes y servicios en el país. Finalmente, el consumo público aumentó 4,3% en el año, que si bien fue menor al ritmo registrado en 2018 (7,0%), aún puede considerarse positivo teniendo en cuenta las limitaciones de gasto del Gobierno central necesarias para el cumplimiento de la regla fiscal.

La formación bruta de capital creció 4,3% en 2019, el doble del ritmo observado en 2018 (2,1%), lo cual dio impulso a la actividad económica. El renglón más dinámico fue la inversión en maquinaria y equipo, gracias al impulso de la Ley de Financiamiento y la renovación de las flotas de los sistemas de transporte público en distintas ciudades. La inversión en construcción presentó un comportamiento heterogéneo. Por una parte, se observó una contracción de la inversión en vivienda debido a los importantes excesos de oferta que no han logrado ajustarse vía precios. Por la otra, la inversión en otros edificios y estructuras presentó una recuperación importante después de la caída observada en 2018, gracias en buena medida al aumento de la inversión en obras civiles.

Desde el punto de vista de los sectores productivos, la mayor contribución al crecimiento económico provino de ramas de actividad que pueden caracterizarse como de servicios, tales como comercio, reparación, transporte y alojamiento; administración pública y defensa, educación y salud, y actividades financieras y de seguros, cuyos crecimientos anuales giraron en torno al 5,0%. En contraste, las actividades primarias, como la agricultura y

la minería, presentaron crecimientos bajos, del orden de 2,0% o menos. Aun así, cabe resaltar que la minería volvió a crecer en 2019 (2,1%), luego de cinco años consecutivos de contracción posteriores al choque petrolero de 2014.

Inflación

La inflación anual al consumidor cerró 2019 en 3,80%, superando el registro de un año atrás (3,18%). El aumento de la inflación estuvo explicado en buena medida por choques transitorios de oferta debido a condiciones climáticas poco favorables que presionaron al alza los precios de los alimentos, cuyo incremento anual de 5,66% fue el que más contribuyó a la inflación total en 2019. También, por el traspaso de la depreciación del peso a los precios de los bienes transables. El dinamismo de la demanda interna tuvo escasa incidencia en los precios debido, en gran parte, a la persistencia de los excesos de capacidad productiva y de un mercado laboral holgado. A esto también contribuyó la credibilidad en la política monetaria, que mantuvo las expectativas de inflación cercanas al 3,0%.

Por su parte, la inflación básica, que al reflejar mejor el estado de la demanda agregada ofrece información útil para la política monetaria, registró incrementos menores que la total y desde niveles inferiores a la meta. En particular, la inflación sin alimentos ni regulados, que se había situado a finales de 2018 en 2,6%, convergió gradualmente a la meta a lo largo del año y cerró 2019 en 3,1%. Los otros indicadores de inflación básica monitoreados por el Banco de la República siguieron una tendencia similar, aunque con valores superiores, con lo cual el promedio de los cuatro indicadores terminó 2019 en 3,3%.

Empleo

A pesar de que en el año anterior el ritmo de la actividad económica continuó recuperándose con respecto a 2018, la tasa de desempleo

(TD) mantuvo una tendencia creciente, tanto para el total nacional como para todos los demás dominios geográficos. El aumento del desempleo fue mitigado parcialmente por una reducción generalizada de la oferta laboral. Entre los factores que podrían haber incidido en este comportamiento cabe mencionar el aumento de las remesas provenientes del exterior y la presión bajista que la migración desde Venezuela pudo haber ejercido sobre el ingreso laboral de los trabajadores menos calificados e informales, desanimándolos a participar. Así, el impacto de la migración sobre la TD habría sido pequeño y esta nueva población estaría siendo absorbida principalmente en el mercado informal.

La TD nacional se ubicó en 10,5% en diciembre de 2019, nivel superior a los observados tanto en el segundo trimestre del año (10,3%) como en diciembre de 2018 (10,1%). En general esto ha obedecido a que la demanda laboral (medida por la tasa de ocupación: TO) se ha venido contrayendo a una mayor velocidad de lo que lo ha hecho la oferta laboral (medida por la tasa global de participación: TGP)¹. Así, por ejemplo, la TO tuvo una contracción anual de 0,8 puntos porcentuales (pp) en el trimestre móvil octubre-diciembre, y se mantuvo relativamente estable con respecto al primer semestre de 2019. Los descensos anuales en este indicador se explican por un mayor crecimiento en la población en edad de trabajar (PET) frente a la de ocupados. El deterioro anual de la TO se debe a la contracción en el empleo de las otras cabecezas y zonas rurales, en donde se evidencia una demanda laboral agrícola débil. A su vez, durante el mismo período la TGP nacional continuó con una tendencia a la baja, al caer 0,6 pp con respecto a lo registrado un año atrás.

¹ Estas relaciones se comprenden mejor a partir de las siguientes fórmulas:

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

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

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

Las mayores reducciones de la oferta laboral se han presentado en las zonas rurales, principalmente de los trabajadores secundarios del hogar (no jefes) y jóvenes sin educación superior, quienes durante este período pasaron a la inactividad.

Por ramas de actividad económica, la agricultura, que representa alrededor del 16% del total de ocupados del país, es la que peor desempeño muestra en la generación de empleo. En particular, se evidencia que en el sector agrícola los cultivos en unidades no especializadas son los que tuvieron la mayor caída en el número de ocupados durante 2019. Los sectores de comercio, construcción y servicios son los que lideran la creación de empleo en el total nacional. Estos dos últimos fueron los que más contribuyeron positivamente al crecimiento de los ocupados en las trece principales zonas urbanas, mientras que las ramas relacionadas con servicios a las empresas, tales como actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, fueron las que menor generación de empleos registraron en este dominio.

Balance externo

El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos en 2019 ascendió a USD 13.800 m, superior en USD 753 m a lo registrado en 2018. Como proporción del PIB pasó de 3,9% en 2018 a 4,3% en 2019. Varios factores explican este incremento. En primer lugar, el dinamismo de la demanda interna, jalonada por el mayor gasto de los hogares y la formación bruta de capital, impulsó las importaciones de bienes, las cuales alcanzaron la suma de USD 50.821 m, con un incremento anual de 2,5% (USD 1.237 m) en el año. En segundo término, los menores precios de exportación y la desaceleración de los principales socios comerciales del país se reflejaron en una caída de 4,6% de las exportaciones de bienes hasta un valor de USD 42.374 m, inferior en USD 2.066 m al monto exportado en 2018. Como resultado, el déficit de la balanza comercial en

2019 totalizó USD 8.447, con un aumento de USD 3.303 m (64,2%). En contraste, los demás rubros de la cuenta corriente contribuyeron a moderar el desbalance originado en el comercio de bienes. Así, el déficit de la renta de factores se redujo en USD 1.455 m, el de la balanza de servicios en USD 62 m, y el superávit de las transferencias corrientes aumentó en USD 1.033 m.

Como se detalla en el *Informe*, el descenso exportador se originó principalmente en las menores ventas al exterior de carbón, petróleo y productos industriales. En el caso del carbón, la reducción de sus ventas externas obedeció al efecto combinado de menor volumen exportado (14%) y caída de precios (11,7%). Algo similar ocurrió con las exportaciones de petróleo crudo, cuyos precios de venta fueron menores en 7,2%, aunque en esta oportunidad la caída de precios se compensó parcialmente por el alza en las cantidades vendidas (1,3%). Respecto a las importaciones, su aumento se explica principalmente por el crecimiento de las compras externas de combustibles y lubricantes (28,3%), equipo de transporte (13,4%) y bienes de consumo (5,3%). En cuanto a la reducción del déficit de renta factorial, este obedeció principalmente a la disminución de las utilidades obtenidas por las empresas con inversión directa (IED), en particular las dedicadas a actividades de explotación petrolera y de minas y canteras. Con relación al rubro de transferencias corrientes, durante 2019 se recibieron ingresos netos de USD 8.676 m, 13,5% más que lo obtenido en 2018, resultado explicado en especial por el mayor monto de remesas de trabajadores, las cuales ascendieron a USD 6.744 m en 2019, con un aumento anual del 6,7% (USD 422 m). Los principales incrementos de ingresos de remesas provinieron de Estados Unidos, España, Canadá y Australia.

El déficit de la cuenta corriente en 2019 incrementó las necesidades de financiamiento externo, que según la cuenta financiera de la balanza de pagos provino de entradas netas de capital por USD 13.102 m (4,1% del PIB), superiores en USD 687 m a lo observado un año

atrás, cuando totalizaron USD 12.415 m (3,7% del PIB). La IED continuó siendo la principal fuente de recursos externos, al alcanzar un valor de USD 14.493 m (4,5% del PIB), monto superior en USD 2.958 m (25,6%) a lo recibido un año antes. Cerca de una tercera parte de estos recursos de IED se dirigieron hacia el sector mineroenergético con el fin de sostener o aumentar los niveles de producción. Otros sectores que recibieron montos importantes de IED fueron servicios financieros y empresariales, comercio y hoteles, e industria manufacturera. Adicionalmente, se mantuvo el acceso a otras fuentes de financiamiento externo (USD 5.156 m), tales como el endeudamiento y los flujos de portafolio, en un contexto donde tanto las tasas de interés internacionales como las primas de riesgo permanecieron relativamente bajas.

Reservas internacionales

Las reservas internacionales netas a diciembre de 2019 totalizaron USD 53.167,2 m, cuantía superior en USD 4.774,3 m al saldo registrado en diciembre de 2018. Este aumento fue el resultado de la compra de divisas y la rentabilidad de las reservas internacionales. La JDBR tomó la decisión de incrementar el monto de reservas internacionales en su sesión de septiembre del año 2018 teniendo en cuenta el carácter temporal de la línea de crédito flexible (LFC) con el FMI. El mecanismo de acumulación fue mediante el ejercicio de subastas de opciones *put*. Este programa se extendió hasta el 31 de mayo de 2019, cuando la JDBR decidió suspenderlo con el fin de evaluar su incidencia en el comportamiento del mercado cambiario. Por medio de ese programa se acumularon USD 1.878 m (de los cuales USD 1.478,1 m fueron en 2019). 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 al Tesoro Nacional el 1 de febrero de 2019 a

la tasa representativa del mercado vigente de ese día.

Durante 2019 se recibieron USD 2.322,76 m por concepto de rentabilidad de las reservas, monto superior a lo obtenido en los últimos años. Este incremento se explica por el aumento en los precios de los títulos del portafolio ante la caída en las tasas de interés (factor valorización), al tiempo que la causación de intereses se mantuvo en niveles relativamente altos comparados con el promedio de la década (factor intereses).

El monto de reservas internacionales netas se complementa con una línea de financiamiento contingente con el FMI (LCF) que se renovó el 25 de mayo de 2018 y fue reafirmada por el FMI el 20 de mayo de 2019, por valor de 7.848 millones de derechos especiales de giro (DEG), que al finalizar 2019 equivalían aproximadamente a USD 10.800 m. El acceso a esta línea de crédito solo se otorga a países miembros con buen desempeño económico, políticas prudentes y un sólido marco de política económica. El país nunca ha hecho uso de estos recursos, pero se ha considerado prudente contar con ellos ante la eventualidad de un recorte abrupto al financiamiento externo.

La metodología que sigue el Banco para determinar el nivel de reservas internacionales adecuado tiene la misma lógica 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. En esta, se 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. De esta manera, 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. Con información a diciembre de 2019, las reservas internacionales superaron estos rubros en aproximadamente USD 7.000 m. Además, las reservas internacionales, junto con la LCF del FMI, deben cubrir dichas necesidades de financiamiento externo y salidas factibles de capitales de residentes y no residentes, criterio que al cierre de 2019 también se cumplió a cabalidad.

Utilidades del ejercicio

La utilidad del Banco de la República en 2019 fue de COP 7.149 miles de millones (mm), producto de ingresos por COP 9.447 mm y egresos por COP 2.299 mm. Frente a lo observado el año anterior, los ingresos presentaron un incremento de COP 5.381 mm (132,3%) y los egresos un incremento de COP 474 mm (26%).

Los ingresos obtenidos durante 2019 se explican, principalmente, por los rendimientos de las reservas internacionales, del portafolio de inversiones en títulos de tesorería (TES) y de las operaciones de liquidez mediante repos de expansión. El mayor ingreso por reservas internacionales se presentó, principalmente, por la caída de las tasas de interés de los bonos del Gobierno de los Estados Unidos durante el año, lo que ocasionó una valorización de los activos que componen el portafolio de reservas internacionales.

Por su parte, los mayores egresos se explican, especialmente, por el aumento de la remuneración a los depósitos del Gobierno nacional en el Banco de la República como resultado del mayor volumen de estos depósitos. 

Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República

1. Contexto internacional: resultados de 2019 y perspectivas para 2020

Durante 2019 la actividad económica mundial presentó un menor dinamismo en relación con años anteriores, en medio de tensiones comerciales y políticas, y bajos niveles de inversión, producción industrial y comercio. En respuesta a la debilidad de la actividad real, los bancos centrales generaron condiciones financieras más amplias, lo cual contrarrestó la contracción en la demanda externa e incrementó el apetito por riesgo por instrumentos emitidos por países emergentes.

El inicio de 2020 apuntaba a la recuperación económica de algunos países emergentes, efectos positivos en la actividad real del estímulo monetario por parte de diferentes bancos centrales y una mayor estabilidad comercial, derivada de la firma de la primera ronda del acuerdo comercial entre los Estados Unidos y China. Todo lo anterior sugería una leve mejora del crecimiento global. Sin embargo, la propagación del coronavirus (Covid-19) y sus potenciales efectos han aumentado el nivel de incertidumbre considerablemente, no solo sobre la salud pública, sino sobre la actividad real y financiera global. La afectación de las cadenas de valor globales, el deterioro de los términos de intercambio, los potenciales impactos sobre la demanda externa de Colombia y la inversión extranjera directa, y una mayor aversión al riesgo amenazan la situación del entorno internacional para el presente año. La respuesta de los bancos centrales del mundo desarrollado apunta hacia unas condiciones financieras más laxas comparadas con las de 2019; no obstante, la incertidumbre sobre los efectos de la pandemia y las respuestas de las autoridades económicas implican un aumento de la volatilidad en los precios de los activos y las tasas de cambio.

1.1 Desempeño durante el segundo semestre de 2019

1.1.1 Crecimiento económico

En el segundo semestre de 2019 la actividad económica global se ralentizó, y continuó con la tendencia de desaceleración registrada en los últimos años. Mientras el

crecimiento global se ubicó en 3,2% en 2017 y en 3,0% en 2018, las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) y las del Banco Mundial (BM) sugieren que el crecimiento global en 2019 habría sido de 2,4%. Las tensiones entre los Estados Unidos y China, los riesgos de un *brexit* desordenado y las protestas sociales en algunas economías emergentes a finales del año generaron una alta incertidumbre (Gráfico 1.1), lo cual tuvo repercusiones importantes en la dinámica de la inversión, la volatilidad de los mercados y los volúmenes de comercio.

La confianza empresarial y el clima de inversión global se deterioraron durante 2019 tanto en las economías avanzadas como en las emergentes¹. La incertidumbre asociada con las tensiones comerciales y la imposición de aranceles fueron factores que contribuyeron a que las empresas fueran más cautelosas a la hora de adquirir bienes de capital, e impulsó a que las personas retrasaran el consumo de bienes duraderos. Por otra parte, la inversión residencial también se ha venido moderando en algunos países². Finalmente, el volumen de comercio internacional se deterioró (Gráfico 1.2).

En este contexto, dentro del grupo de las economías avanzadas la zona del euro creció a una tasa del 1,2% y los Estados Unidos lo hizo al 2,3% en 2019, lo que supone una reducción de 80 puntos básicos (pb) y 60 pb, respectivamente, en comparación con lo observado un año atrás (Gráfico 1.3).

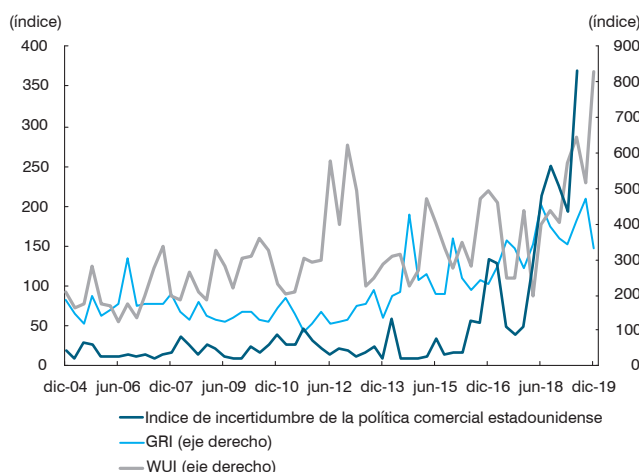
En cuanto a las economías emergentes, China registró una variación del PIB del 6,1% en 2019, resultado inferior al 6,4% observado en 2018. América Latina y el Caribe también habrían experimentado un crecimiento más bajo con respecto a 2018. Según la Comisión

¹ Véase la nota “Recent Developments in the Global Economy”, preparada por el BPI para la Reunión de Gobernadores de enero de 2020.

² La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), en su más reciente informe de *Perspectivas Económicas* señala que esta debilidad se ha evidenciado en países como Canadá, Australia y Corea del Sur, mientras que en la zona del euro el sector de la construcción se ha visto particularmente afectado.

Gráfico 1.1

Índices de riesgo geopolítico (GRI)^{a/}, de incertidumbre mundial (WUI)^{b/} y de política comercial estadounidense^{c/}



a/ El índice de riesgo geopolítico (GRI, por sus siglas en inglés) se construye calculando el número de artículos (como parte del número total de artículos noticiosos) relacionados con el riesgo geopolítico incluidos en once periódicos nacionales e internacionales.

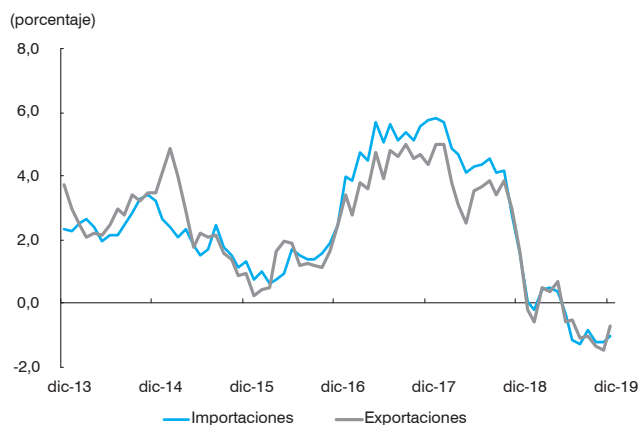
b/ El índice de incertidumbre mundial (WUI, por sus siglas en inglés) recopila índices trimestrales de incertidumbre económica generados para 143 países desde 1996. Estos últimos se construyen a partir de los conteos de “incertidumbre” (y sus variantes) de los informes trimestrales de países, y es publicado por la Unidad de Inteligencia Económica (EIU, por su sigla en inglés).

c/ El índice de política comercial estadounidense hace parte del grupo de índices de incertidumbre de política económica (EPU) específicos, y reflejan la frecuencia de artículos en periódicos estadounidenses que discuten la incertidumbre económica y contienen referencias a la política comercial.

Fuentes: Ahir, H.; Bloom, N.; Furceri, D. (2018). “World Uncertainty Index” [en línea], disponible en: https://www.policyuncertainty.com/wui_quarterly.html; Baker, S.; Bloom, N.; Davis, S. (2016). “Measuring Economic Policy Uncertainty” [en línea], disponible en: http://www.policyuncertainty.com/media/EPU_BBD_Mar2016.pdf; Caldara, D.; Iacoviello, M. (2017). “Measuring Geopolitical Risk”, International Finance Discussion Papers, núm., Board of Governors of the Federal Reserve System.

Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), el crecimiento de la región se habría ubicado en 0,1% en 2019, reflejando una menor dinámica con respecto a la observada un año atrás (1%) (Gráfico 1.3). En contraste, Colombia evidenció una expansión de la actividad económica mayor que la de los demás países de la región. La variación del PIB en 2019 fue del 3,3%, lo que representó un incremento anual de 80 pb. Que el impulso sobre el crecimiento viniera de una demanda interna dinámica en un entorno de amplia liquidez global y

Gráfico 1.2
Crecimiento anual de los volúmenes de comercio mundial^{a/}



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

Fuente: CPB-Bureau for Economic Policy Analysis.

demanda externa débil, implicó una ampliación del déficit de la cuenta corriente, como se explicará más adelante en este *Informe*.

Otro factor importante para Colombia y otros países de la región ha sido la persistente contracción de la economía venezolana, la cual ha estado acompañada de una caída de la

producción de crudo³ y grandes flujos migratorios. En particular, la crisis migratoria supone un reto para los países receptores, ya que un rápido aumento de los flujos de migrantes incrementa los gastos fiscales⁴ y, posiblemente, los desbalances externos, aunque podría favorecer la capacidad productiva y la demanda interna de las economías receptoras.

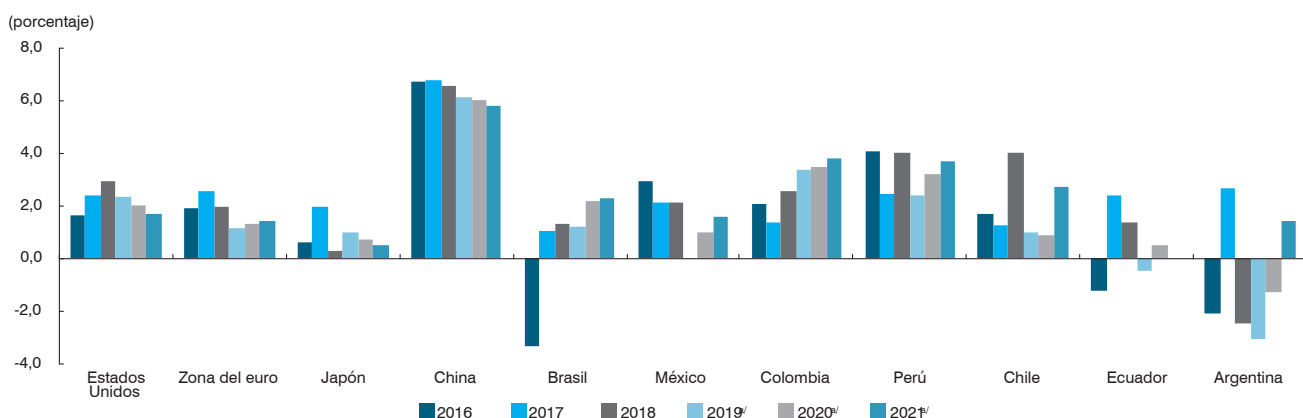
1.1.2 Condiciones financieras y precios internacionales en 2019

Para hacer frente al escenario de bajo crecimiento en 2019, y dado que la inflación y sus

³ De acuerdo con el más reciente informe de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), en el último trimestre del año la producción fue de 706.000 barriles diarios, cifra que evidencia una reducción sustancial con respecto a los valores reportados en el mismo período en 2018 y 2017, cuya producción fue de 1,2 y 1,8 millones de barriles diarios, respectivamente.

⁴ Según el informe de *Perspectivas Económicas Regionales* del FMI de octubre de 2019, el impacto de la crisis migratoria, frente a un escenario base en el que no hay migración, incrementaría el gasto público para 2023 en 0,6% del PIB en Colombia y 0,3% en Ecuador y Perú, y elevaría el crecimiento del PIB potencial en promedio para 2017-2030 entre 0,2 y 0,3 pp en Colombia, Panamá, Perú, Chile y Ecuador.

Gráfico 1.3
Crecimiento anual del PIB



a/ Estimado.

Fuentes: Fondo Monetario Internacional y bancos centrales.

expectativas permanecieron en niveles bajos⁵, algunos bancos centrales continuaron con un proceso de relajamiento monetario durante la segunda mitad del año. En 2019 la Reserva Federal (Fed) bajó su tasa de política en tres ocasiones, reduciendo el rango de 2,25%-2,50% a 1,50%-1,75%, mientras que el BCE recortó las tasas de interés hasta mínimos históricos (-0,5% en la tasa aplicable a la facilidad de depósito) y en noviembre reanudó el programa de compra de activos por un valor de EUR 20.000 millones al mes. Aunque el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra mantuvieron estables sus tasas, ambos continuaron sin cambios con sus programas de compra de activos. En el caso de las economías emergentes, el Banco Popular de China disminuyó los tipos de interés tres veces en este período, recortando las tasas en 20 pb en total; por su parte, Brasil, México, Perú y Chile redujeron sus tasas con el fin de proveer un mayor estímulo monetario.

De acuerdo con los comunicados de los bancos centrales, algunas de las razones más importantes detrás de las decisiones de tasas de interés se asociaron con la incertidumbre internacional y las tensiones comerciales. No obstante, en los bancos centrales de las economías avanzadas las menciones en sus minutas sobre tensiones comerciales, incertidumbre y crecimiento global se han ido reduciendo en los últimos meses, hecho que no se ha evidenciado con tanta claridad en las minutas de los bancos centrales de los países emergentes (Gráfico 1.4).

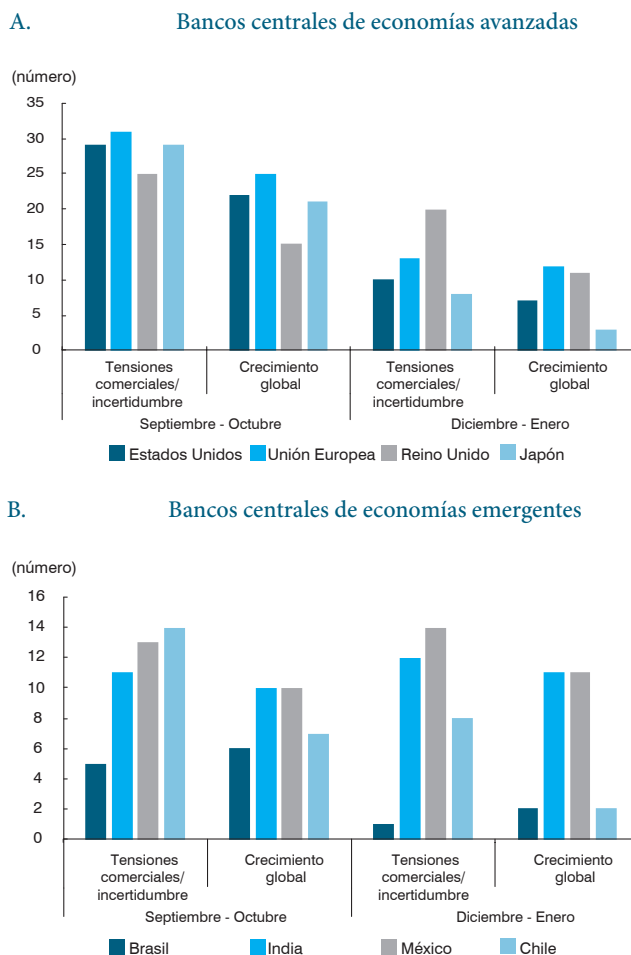
Este entorno de bajas tasas de interés propició que las condiciones de liquidez se mantuvieran en niveles históricamente amplios⁶

⁵ A diciembre de 2019, la inflación de Estados Unidos fue del 2,3% y la de la zona del euro fue del 1,3%

⁶ Una forma de calcular la liquidez internacional es mediante el crecimiento de los créditos bancarios transnacionales; información que es reportada por el Banco de Pagos Internacionales (BPI). El nivel de crecimiento de estos préstamos, incluyendo crédito e instrumentos de deuda, sugiere que la liquidez global ha aumentado en los últimos trimestres. En particular, los préstamos transnacionales al sector privado no financiero crecieron a un ritmo de 7,6% anual a septiembre de 2019, nivel superior al promedio de los últimos cinco años (3,98%) y mayor al promedio de 2018 (2,4%) y 2017 (0,09%).

Gráfico 1.4

Número de menciones en las minutas de los bancos centrales asociadas con tensiones comerciales, incertidumbre y bajo crecimiento global^{a/}



a/ El gráfico muestra el número de menciones relacionadas con incertidumbre comercial o política (e. g. *trade tensions*, *trade war*, *uncertainty*, *geopolitical tensions*, Brexit, etc.) y con percepción de crecimiento a la baja (e. g. *downward risks*, *weak*, *weakness*, etc.) en las minutas de las reuniones de política monetaria de bancos centrales en economías avanzadas y emergentes.

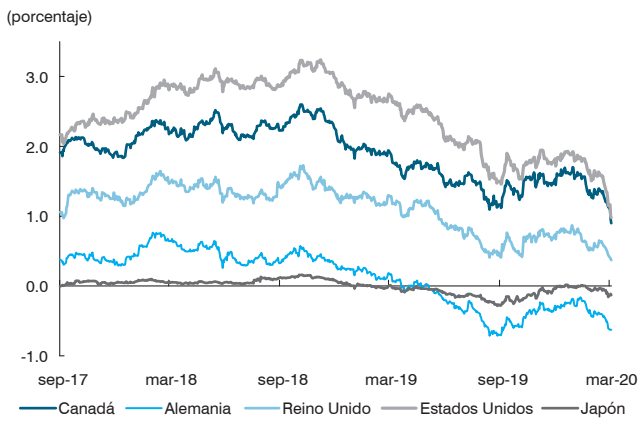
Fuente: cálculos del Banco de la República basados en las minutas de los bancos centrales.

en 2019. Los rendimientos de los bonos soberanos a largo plazo de las principales economías avanzadas alcanzaron mínimos históricos⁷,

⁷ Entre enero y septiembre de 2019 los rendimientos de los bonos soberanos de los Estados Unidos y Alemania registraron una caída promedio de 102 pb y 78 pb, respectivamente.

llegando incluso a terreno negativo en los casos de Japón y Alemania (Gráfico 1.5). Asimismo, las curvas de rendimiento en este grupo de economías se aplanaron significativamente, y en algunos países, como los Estados Unidos, se revirtieron en algunos períodos de 2019.

Gráfico 1.5
Rendimientos de los bonos soberanos a 10 años en economías avanzadas

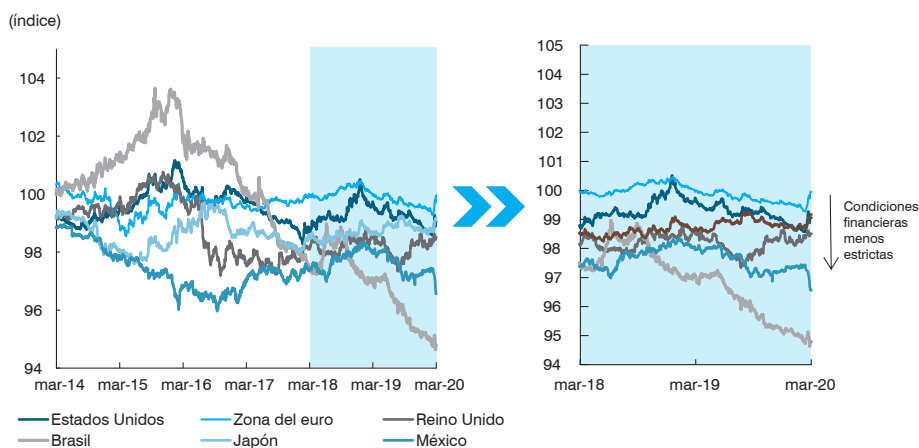


Fuente: Bloomberg.

Las condiciones financieras acomodaticias en las economías avanzadas en 2019 permitieron que los flujos de portafolio hacia las economías emergentes se mantuvieran relativamente estables durante el segundo semestre del año (Gráfico 1.6). No obstante, se evidenció una heterogeneidad entre regiones (Gráfico 1.7). Mientras las economías emergentes de Asia fueron las mayores receptoras de estos capitales, las europeas experimentaron una reducción importante⁸. Latinoamérica, por su parte, registró primero una contracción y luego una significativa entrada de inversiones en diciembre. En Colombia se observaron salidas importantes durante algunos meses del

⁸ Los flujos a Asia pueden ser explicados, en parte, por la inclusión de activos chinos en índices financieros internacionales. En abril de 2019 se anunció que la deuda pública china denominada en renminbi ingresaría al índice Bloomberg Barclays Global Aggregate, con una ponderación del 6%. Además, en septiembre se anunció la inclusión de China en los índices de deuda pública para mercados emergentes de JP Morgan (GBI-EM). A esto se suma el proceso de inclusión de acciones chinas de alta capitalización en el índice de renta variable de mercados emergentes MSCI Emerging Markets iniciado en mayo de 2018.

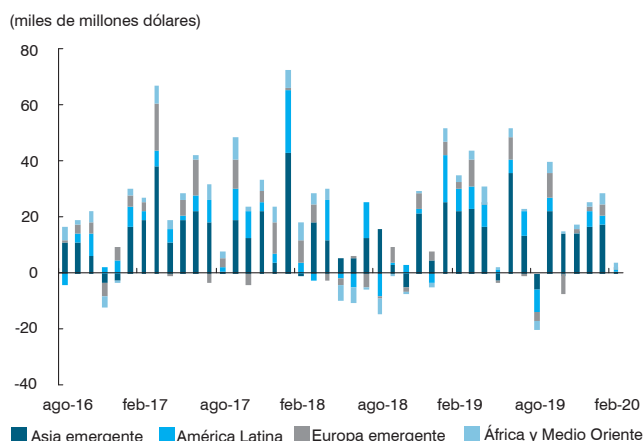
Gráfico 1.6
Condiciones financieras internacionales^{a/}



a/ Índice de condiciones financieras de Goldman Sachs. Valores más altos indican condiciones financieras más estrictas. El índice incluye datos diarios de tasas de corto plazo, rendimientos de los bonos soberanos, *spreads* corporativos, precios de acciones y tasas de cambio.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 1.7

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

a/ Estimaciones a partir de octubre de 2019.

Fuente: Institute of International Finance.

segundo semestre, con flujos que exhibieron un comportamiento más volátil, en comparación con años anteriores. Una situación similar se observó en los flujos para Brasil y Perú, donde ocurrieron salidas de portafolio durante la segunda mitad de 2019. Por su parte, las primas de riesgo medidas con los *credit default swaps* se mantuvieron en niveles históricamente bajos.

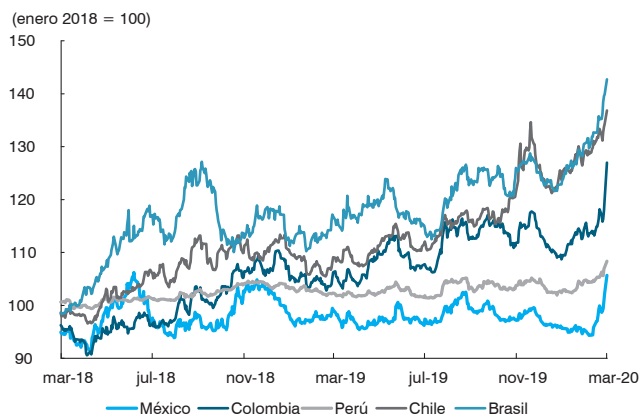
A pesar de la estabilidad de las condiciones financieras internacionales, los movimientos en las cotizaciones de las monedas de economías emergentes fueron especialmente volátiles durante los últimos trimestres de 2019 (Gráfico 1.8), reflejando un desacoplamiento entre las medidas de riesgo de crédito soberano y la dinámica de las tasas de cambio.

1.1.3 Precios de las materias primas y términos de intercambio

En 2019 la coyuntura internacional también tuvo efectos sobre los precios internacionales de las materias primas. En general, la debilidad de la demanda presionó a la baja dichos precios y las situaciones geopolíticas e idiosincrásicas propiciaron un entorno de mayor volatilidad. En el caso del petróleo, el rápido crecimiento de la producción en los Estados Unidos y la menor demanda de crudo pesaron más que los

Gráfico 1.8

Índices de tasa de cambio nominal para algunas economías de la región



a/ Valores más altos implican depreciaciones de las monedas con respecto al dólar.

Fuente: Bloomberg.

recortes de oferta por parte de la OPEP y sus aliados, a lo que se sumó el declive de la producción en Venezuela e Irán, lo que resultó en que los precios del crudo disminuyeran y se ubicaran, en promedio, en USD 64,2 por barril para el Brent en 2019 (Gráfico 1.9). Esto, junto con la reducción de los precios internacionales del carbón, contribuyó a la disminución de los términos de intercambio del país⁹ y de otros países exportadores de este tipo de bienes.

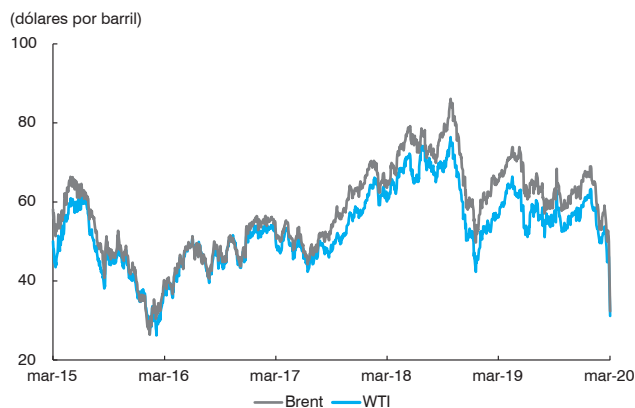
1.2 Desarrollos recientes y perspectivas para 2020

1.2.1 Crecimiento económico

Para 2020 los organismos internacionales esperaban un ligero repunte en el crecimiento mundial en comparación con el año anterior, sustentado, principalmente, en la recuperación de algunas economías emergentes que experimentaron adversidades en 2019 y en una menor percepción de exposición al riesgo tras la firma de la primera fase del acuerdo comercial

⁹ En 2019 la participación del petróleo y sus derivados y del carbón en el total de exportaciones del país fue del 40,4% y del 14,3%, respectivamente.

Gráfico 1.9
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)



Fuente: Bloomberg.

entre Estados Unidos y China. No obstante, la propagación del coronavirus se ha convertido, desde el punto de vista económico, en un riesgo para el crecimiento mundial, la política macroeconómica global y el contexto externo de la economía colombiana.

En enero, antes de la expansión del virus, las proyecciones del FMI, del Banco Mundial y de la ONU sugerían un crecimiento global en 2020 entre el 2,5% y el 2,7%. La actividad de las economías avanzadas crecería al 1,6%¹⁰ en 2020, según el FMI. En particular, se esperaba que los Estados Unidos alcanzara una tasa del 2,0% y la zona del euro una del 1,3% este año. Por otra parte, se esperaba que el crecimiento de las economías emergentes se situara en 4,4% en 2020, y que China creciera a una tasa del 6,0%, de acuerdo con los pronósticos del FMI. En cuanto a América Latina y el Caribe, la ONU esperaba un crecimiento del 1,3% en 2020 (Cuadro 1.1). Todos estos pronósticos se realizaron antes de la expansión de la pandemia, por lo que se esperan revisiones significativas a la baja en las próximas semanas.

La propagación de la pandemia del Covid-19 ha generado un panorama de mayor

incertidumbre y alto riesgo para la actividad económica mundial. Su impacto en la economía global podría producirse por varios canales. Por el lado de la oferta, dada la integración cada vez más profunda de China en la economía mundial¹¹ y la gran importancia que tiene como productor de bienes intermedios, el retraso en la producción de bienes tras el cierre de las fábricas en el país asiático ha provocado disrupciones en las cadenas globales de valor. Una prolongación de esta situación representaría un riesgo para el sector manufacturero mundial y frenaría la recuperación esperada, con claras consecuencias sobre el comercio internacional.

Por el lado de la demanda, las restricciones a la movilidad impuestas por varios países, para frenar la difusión del virus, han perjudicado significativamente al sector de servicios y en especial el turismo. De igual forma, el comercio internacional podría verse afectado por la pandemia. La debilidad de la demanda en China supondría un choque negativo para las economías exportadoras de materias primas, ya que sus precios y cantidades de exportación se reducirían. Adicionalmente, la incertidumbre generada por el coronavirus podría tener un impacto significativo en la confianza de los consumidores y las decisiones de inversión, lo cual podría deteriorar la demanda interna de varios países.

En ese sentido, pese a que las proyecciones de crecimiento se habían venido corrigiendo a la baja en los últimos meses (Gráfico 1.10), el nuevo panorama internacional sugiere recortes futuros más fuertes en los pronósticos de crecimiento de los organismos internacionales, al menos para 2020.

1.2.2 Condiciones financieras y precios internacionales en 2020

La aparición de nuevos riesgos a la baja asociados con el avance del coronavirus ha llevado a los bancos centrales de las principales

¹⁰ Estas proyecciones corresponden a las actualizaciones del *Reporte de Perspectivas Económicas Mundiales* (WEO, por su sigla en inglés) de enero de 2020. Los pronósticos están expresados en paridad de poder adquisitivo (PPA).

¹¹ En 1999 la participación de China en el PIB global fue del 3,3%, mientras que esa cifra habría sido del 16,9% en 2019.

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

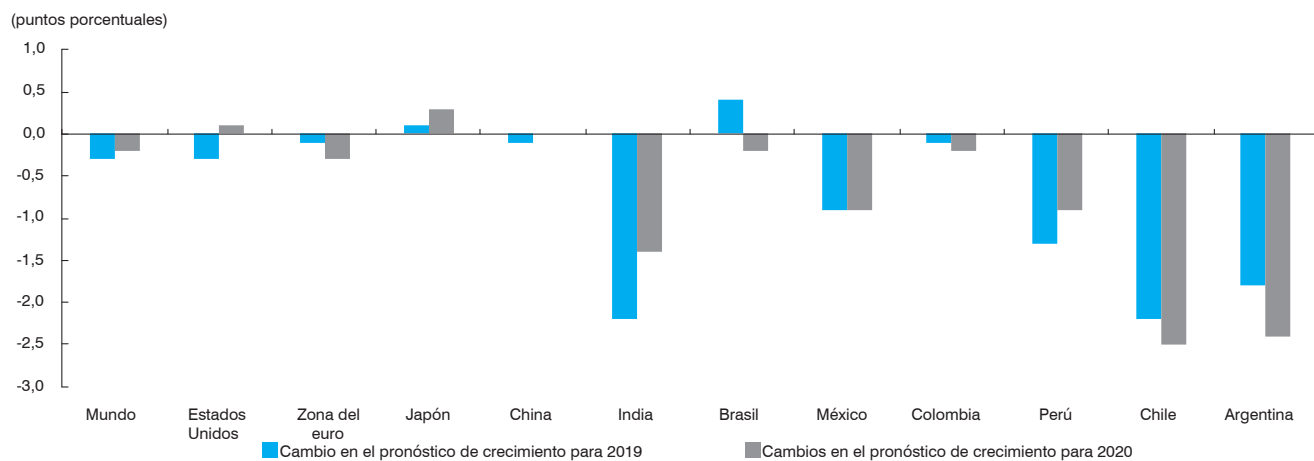
	Banco Mundial						FMI						ONU					
	PPA ^{a/}			Precios de mercado			PPA ^{a/}			Precios de mercado			PPA ^{a/}			Precios de mercado		
	2019 ^{b/}	2020 ^{b/}	2021 ^{b/}	2019 ^{b/}	2020 ^{b/}	2021 ^{b/}	2019 ^{b/}	2020 ^{b/}	2021 ^{b/}	2019 ^{b/}	2020 ^{b/}	2021 ^{b/}	2019 ^{b/}	2020 ^{b/}	2021 ^{b/}	2019 ^{b/}	2020 ^{b/}	2021 ^{b/}
Mundo	2,9	3,2	3,3	2,4	2,5	2,6	2,9	3,3	3,4	2,4	2,7	2,8	2,9	3,2	3,4	2,3	2,5	2,7
Economías avanzadas				1,6	1,4	1,5	1,7	1,6	1,6							1,7	1,5	1,7
Zona del euro				1,1	1	1,3	1,2	1,3	1,4							1,2	1,4	1,5
Economías emergentes				3,5	4,1	4,3	3,7	4,4	4,6							3,4	4	4,3
Latinoamérica y el Caribe				0,8	1,8	2,4	0,1	1,6	2,3							0,1	1,3	2,0

a/ Paridad de poder adquisitivo.

b/ Estimado.

Fuentes: Banco Mundial, FMI y ONU.

Gráfico 1.10
Cambio en los pronósticos de crecimiento del FMI^{a/}



a/ Los cambios para 2019 y 2020 corresponden a los pronósticos del WEO publicados en su actualización de enero de 2020, menos las perspectivas de crecimiento para el mismo año publicadas en el WEO de julio de 2019. Un valor negativo en las barras significa que los pronósticos han sido ajustados a la baja.

Fuente: FMI; cálculos del Banco de la República.

economías a tomar medidas. Entre el 3 y el 15 de marzo la Fed recortó su tasa de referencia en dos ocasiones, reduciendo el rango de 1,50%-1,75% a 0,0%-0,25%, como medida para hacer frente al riesgo que representa la

pandemia sobre esta economía. El BCE, por su parte, aunque ha mantenido sus tasas de interés, anunció el lanzamiento del Programa de Compra de Emergencia Pandémica (PEPP, por su sigla en inglés) por EUR 750.000 m, con

el cual comprará activos públicos y privados para hacer frente a la crisis sanitaria global. De igual forma, el Banco de Japón comunicó que tomará medidas para facilitar el financiamiento corporativo y realizará operaciones de mercado y compras de activos para proporcionar liquidez, todo con el fin de garantizar la estabilidad financiera del país.

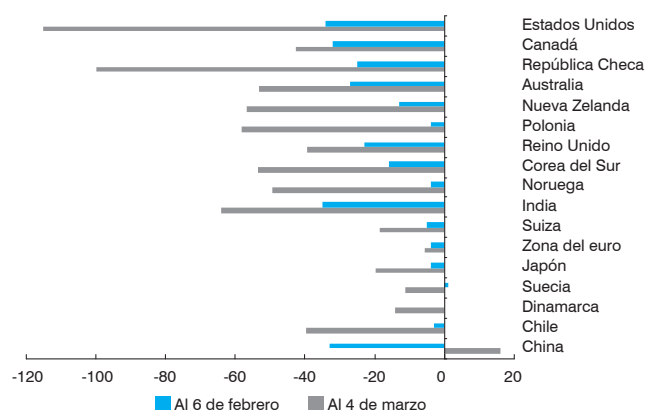
Los bancos centrales de los países de la región también han empezado a implementar medidas en respuesta a la pandemia y sus posibles efectos sobre la economía¹². Los organismos multilaterales, por su parte, han anunciado la disposición de instrumentos de apoyo a los países para hacer frente a este choque¹³.

¹² El Banco Central de Brasil recortó recientemente sus tasas en 50 pb, de 4,25% a 3,75%, y anunció medidas de recompra de títulos soberanos y flexibilización en los requerimientos de reservas y provisiones para préstamos, además de otras medidas para proporcionar liquidez. Por otra parte, el Banco de México bajó su tasa de interés de política en 50 pb, al 6,5%, y anunció el incremento del tamaño del programa de coberturas cambiarias para mantener el funcionamiento del mercado cambiario. El Banco Central de Chile recortó tasas del 1,75% al 1,0% y adoptó una serie de medidas para asegurar el funcionamiento de los mercados crediticios y la transmisión del impulso monetario. Los bancos centrales de Perú y Argentina bajaron sus tasas de política en 100 pb y 200 pb, respectivamente, y han realizado operaciones de inyección de liquidez. Adicionalmente, la Reserva Federal abrió líneas *swaps* en dólares con bancos centrales de nueve países por una vigencia de, al menos, seis meses, con el fin de facilitar el acceso a operaciones en dicha moneda.

¹³ El 4 de marzo el FMI anunció que dispondrá de alrededor de USD 50.000 m, a través de sus instrumentos de financiamiento de emergencia, para apoyar a los países de bajos ingresos y las economías emergentes a manejar el reciente brote de coronavirus. De estos, USD 10.000 m estarán disponibles a cero interés para los miembros más pobres mediante la facilidad de crédito rápido (*rapid credit facility*). Por otro lado, el Grupo Banco Mundial dispuso de USD 14.000 m para apoyar a los países a enfrentar el impacto económico y de salud a causa del coronavirus. De estos recursos, USD 2.700 m provendrán de nuevo financiamiento por parte del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF); USD 1.300 m de la Asociación Internacional de Fomento (AIF) que se complementarán con la reasignación de USD 2.000 m de la cartera actual del Banco, y USD 8.000 m de la Corporación Financiera Internacional (IFC). Además, luego de su más reciente reunión del directorio, la CAF-Banco de Desarrollo de América Latina reiteró la existencia de una línea de crédito contingente por USD 300 m disponible para sus países accionistas, que permite “apoyar la adecuada gestión del riesgo y prestación de una respuesta oportuna ante los posibles efectos que puedan estar asociados al coronavirus en la región”.

En este contexto, las expectativas que se derivan de los instrumentos financieros y de las encuestas en torno a las tasas de interés de política de los bancos centrales indican una política monetaria más expansiva en los próximos doce meses. Además, en la mayoría de los países las expectativas de reducciones en los tipos de interés se han incrementado, en comparación con lo que se esperaba un mes atrás (Gráfico 1.11). Este escenario sugiere que se prevé una reacción de política fuerte como consecuencia de la crisis sanitaria.

Gráfico 1.11
Tasa implícita de política monetaria a 1 año menos tasa de política actual de algunas economías^{a/}



a/ Las expectativas de tasa de política se obtienen de los OIS.
Un valor negativo en el gráfico significa que se espera un relajamiento monetario en ese país.

Fuente: Bloomberg.

Por otra parte, el aumento de la incertidumbre debido a la expansión del virus a un mayor número de países ha provocado una alta volatilidad en los mercados financieros, lo que se ha reflejado en la dinámica de algunos indicadores comunes de percepción del riesgo internacional, como el VIX (Gráfico 1.12). Esta situación ha propiciado una búsqueda de activos de mayor calidad por parte de los inversionistas, lo que ha hecho que los rendimientos de los títulos a diez años del Tesoro de Estados Unidos hayan alcanzado mínimos históricos. Las estimaciones preliminares del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por su sigla en inglés) en torno a los flujos de capitales hacia

Gráfico 1.12
Índice VIX



Fuente: Bloomberg.

mercados emergentes del mes de febrero sugieren una parada significativa en este rubro (Gráfico 1.7).

En ese sentido, se espera que la fuerte inyección de liquidez asociada con el relajamiento de la política monetaria favorezca unas condiciones financieras laxas. Por consiguiente, existe incertidumbre sobre el efecto neto de la emergencia sanitaria y la respuesta de política monetaria de las economías avanzadas sobre los movimientos de capitales hacia o desde las economías emergentes durante 2020.

Para Colombia, las recomposiciones de índices financieros internacionales, en especial de aquellos de instrumentos de deuda pública, podrían desempeñar un papel importante en los flujos de portafolio durante 2020¹⁴. El comportamiento de las pondera-

¹⁴ El pasado mes de septiembre JP Morgan anunció que, a partir de febrero de 2020, los bonos soberanos chinos denominados en renminbi empezarán a formar parte de su familia de índices de deuda pública de mercados emergentes Government Bond Index-Emerging Markets (GBI-EM). En el índice más importante, el GBI-EM Global Diversified, los títulos chinos tendrán una ponderación del 10%. El reajuste del índice se hará gradualmente entre febrero y octubre de este año. Cada mes, los títulos chinos aumentarán su participación en ese índice en 1 pp. Con este ajuste, la participación de Colombia en ese índice bajará 1 pp, aproximadamente. Asimismo, el pasado 30 de enero Bloomberg anunció que a partir del 1 de septiembre la deuda soberana en moneda local de Colombia, Perú y Rumania será elegible para hacer parte de los índices Global Aggregate y Global Treasury. Los proveedores de estos índices anticipan que la ponderación de Colombia en cada uno de ellos será del 0,1% después de la recomposición.

ciones de estos índices es un factor cada vez más relevante, teniendo en cuenta la mayor importancia de inversionistas pasivos frente a inversionistas activos¹⁵. De forma similar, la incertidumbre sobre el crecimiento económico global y local, así como la volatilidad de los precios de nuestras exportaciones primarias, podrían incidir sobre los flujos de inversión extranjera directa hacia el país.

1.2.3 Precios de materias primas y términos de intercambio

El impacto de la pandemia también ha empezado a evidenciarse en los mercados de materias primas. La volatilidad de los precios de los productos básicos, causada por el incremento de la incertidumbre, junto con el deterioro de la demanda de China y las expectativas de una menor demanda global, se han reflejado en los precios internacionales de algunas materias primas. Los países exportadores de esos bienes resultan particularmente vulnerables a los impactos de esta pandemia dada la importancia de China en la demanda mundial de materias primas.

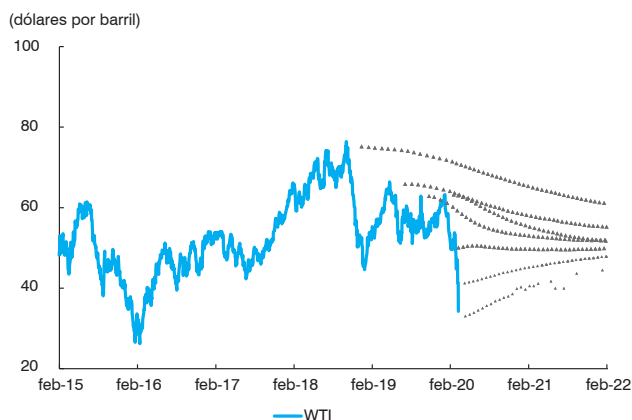
En particular, los precios del petróleo han registrado su mayor caída desde 1991 como consecuencia de la propagación del virus y tras el fracaso de las negociaciones de la OPEP para rescatar el mercado petrolero afectado por el coronavirus¹⁶. El precio del

¹⁵ Un inversionista sigue una estrategia pasiva si las asignaciones de su portafolio están guiadas por las ponderaciones que componen un índice financiero. De acuerdo con el Informe sobre la Estabilidad Financiera Global del FMI de abril de 2019, los inversionistas que siguen este tipo de estrategias han aumentado en los últimos años y los activos que siguen los índices financieros internacionales más relevantes se han multiplicado por cuatro desde 2009. El FMI afirma que una mayor presencia de inversionistas extranjeros que siguen índices financieros internacionales aumenta la correlación de los flujos de portafolio entre países.

¹⁶ Después de la reunión entre los miembros de la OPEP el pasado viernes 13 de marzo, el precio del petróleo se redujo un 10%. Durante el fin de semana siguiente, Arabia Saudita anunció su decisión unilateral de recortar sus precios de venta oficiales y de incrementar la producción en más de 2 millones de barriles por día, en un intento por recuperar su participación de mercado y aumentar la presión sobre Rusia para recortar la producción de crudo.

petróleo para la referencia Brent ha caído más del 30% durante lo corrido de 2020. Por otra parte, el impacto de la pandemia ha provocado que las previsiones de la demanda de crudo de la Agencia Internacional de Energía (AIE) se hayan reducido significativamente¹⁷, y que la incertidumbre alrededor de los precios sea mayor. Además, la información del mercado de futuros sugiere que los precios durante los próximos meses se podrían ubicar por debajo de los USD 40 por barril¹⁸ (Gráfico 1.13). Según la AIE, las perspectivas para el mercado petrolero dependerán de qué tan eficientes sean las medidas para contener la expansión del coronavirus y de qué tan persistente sea su impacto en la actividad económica.

Gráfico 1.13
Futuros del precio internacional 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).

Fuentes: U.S Energy Information Administration (EIA) y Bloomberg.

¹⁷ En un escenario base donde el coronavirus continúa expandiéndose a más países y los Gobiernos imponen mayores medidas de contención, la AIE estima que la demanda de petróleo por parte de China sufrirá una caída anual de 1,8 millones de barriles diarios y que la demanda global de crudo se reducirá en 2,5 millones de barriles diarios durante el primer trimestre del año.

¹⁸ Al 9 de marzo los contratos de futuros para el petróleo Brent, con entrega en julio de 2020, se transaban a USD 35,9 por barril. Aquellos con entrega en diciembre de 2020 se transaban a USD 39,02 por barril.

En síntesis, pese a que las expectativas de crecimiento evidenciaban un mayor dinamismo de la economía para 2020 con respecto al año pasado, el desempeño de la actividad económica mundial se ha vuelto más incierto, principalmente debido a la propagación del coronavirus y a las medidas de mitigación y prevención implementadas por algunos Gobiernos. La economía mundial podría verse afectada tanto por choques de oferta como por choques de demanda asociados con la pandemia. En este panorama internacional, los bancos centrales han proporcionado estímulos monetarios para hacer frente a los impactos negativos del virus. En consecuencia, si bien se prevén unas condiciones de liquidez amplias que podrían continuar soportando las entradas de capital hacia economías emergentes, se espera un entorno de mayor incertidumbre y aversión al riesgo que afectaría negativamente el crecimiento global y los precios de diferentes activos y bienes (p. e.: las materias primas). La volátil situación del mercado mundial de petróleo implica una incertidumbre particularmente acentuada para Colombia.

En un contexto de extrema volatilidad global, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) ha adoptado recientemente algunas medidas cuyo objetivo consiste en reforzar la liquidez del sistema de pagos en Colombia. Por una parte, se estableció un nuevo mecanismo de cobertura cambiaria mediante operaciones *forward* de cumplimiento financiero (*non-delivery forwards*: NDF) de venta de dólares que busca facilitar la negociación en moneda extranjera de los participantes del mercado. Con el objetivo de fortalecer la liquidez interna ante posibles restricciones que surjan por factores externos, se empezó a permitir el uso de papeles de deuda privada como títulos admisibles, bajo ciertas condiciones, en las operaciones de expansión transitoria del Banco. Además, se extendió el acceso a las subastas de liquidez del Banco a un grupo más amplio de agentes y se incrementaron los cupos de estas subastas. Con el objetivo de fortalecer la liquidez en dólares, el Banco comenzó a subastar *swaps* de dólares (*FX Swaps*) en los

cuales el Banco vende dólares de contado y los compra a futuro con el propósito de aliviar las presiones en el mercado cambiario y generar liquidez transitoria en moneda extranjera a un grupo amplio de entidades. Estas medidas se explicarán con más detalle en este *Informe*.

La JDBR mantendrá un monitoreo continuo del entorno internacional, en especial en lo que concierne a los posibles efectos del coronavirus en diferentes variables y la respuesta de las autoridades económicas globales. En lo que corresponde a las políticas del Banco, se continuarán tomando las medidas necesarias para hacer frente a este choque externo.

2. La economía colombiana: resultados en 2019 y perspectivas para 2020

2.1 Actividad económica

Después de ajustarse al choque de términos de intercambio de mediados de la década, la economía colombiana mantuvo una senda de recuperación en 2019, en un entorno de crecimiento mundial débil y con una tasa de expansión superior a la de las principales economías de América Latina. A lo largo del año el impulso principal provino de la demanda interna privada, tanto del consumo como de la inversión. Unas tasas de interés bajas, junto con unas condiciones crediticias amplias (internas y externas), favorecieron el buen desempeño de la demanda, al que se sumaron otros factores, como el fuerte crecimiento de las remesas, el impacto positivo de la Ley de Financiamiento sobre la inversión, las obras públicas y la inmigración. El mayor dinamismo de la demanda interna estuvo acompañado por un aumento en el desbalance externo. Los factores que impulsaron el crecimiento el año anterior se mantuvieron a comienzos de 2020, por lo que, en principio, cabía esperar un desempeño económico igualmente favorable, con

una tasa de expansión cercana a la potencial de la economía. Así, los excesos de capacidad productiva se reducirían, pero no deberían generar presiones sobre precios incompatibles con el cumplimiento de la meta de inflación. No obstante, en las últimas semanas han surgido riesgos externos complejos y sin antecedentes, relacionados con la aparición y propagación del Covid-19, que podrían impactar negativamente el crecimiento económico de Colombia, en magnitudes que a la fecha resultan difíciles de cuantificar.

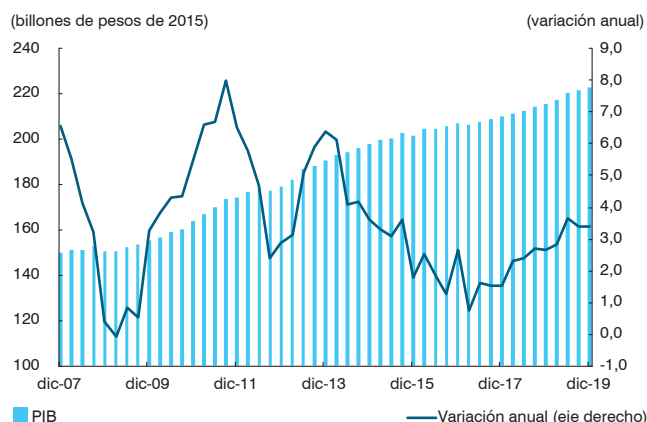
2.1.1 Evolución de la actividad económica en 2019

En 2019 la economía colombiana mejoró su desempeño, contrario a lo que sucedió en algunas de las principales economías del mundo y de la región. De acuerdo con el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), el PIB (con series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario) se expandió a una tasa del 3,3%, por encima de la de un año atrás (2,5%). Así, en 2019 la economía colombiana registró su mayor dinamismo desde el fin del ciclo alcista de los precios de las materias primas en 2014, convergiendo, además, al que se estima como el ritmo de expansión potencial de largo plazo del país (Gráfico 2.1).

El mejor desempeño estuvo asociado con una mayor expansión de la demanda interna. Tanto el consumo total como la inversión crecieron a tasas superiores al 4,0%. En particular, la inversión se aceleró a lo largo de 2019, llegando a tener expansiones superiores al 5,0% en la segunda mitad del año.

En el caso del consumo, el impulso principal provino del componente privado, el cual creció en todo el año a una tasa del 4,6%, superior a la registrada en 2018 (Cuadro 2.1). Entre los factores que explican el buen desempeño del consumo de los hogares están las tasas de interés relativamente bajas en un contexto de condiciones crediticias amplias,

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

el fuerte crecimiento de las remesas externas de trabajadores, las cuales incrementaron el ingreso disponible de los hogares, y la inmigración, todo lo cual aumentó el consumo de bienes y servicios en el país.

Por su parte, el consumo público presentó una expansión importante en 2019 (4,3%), impulsada por el buen dinamismo del gasto de las administraciones locales y regionales en su último año de gobierno. No obstante, su crecimiento se desaceleró frente a 2018, acorde con el proceso de ajuste requerido para cumplir con los lineamientos de la regla fiscal.

La dinámica observada para la formación bruta de capital (FBC) también aportó a la aceleración del PIB. Todos los componentes de la inversión registraron expansiones,

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

	2018 Año completo	2019				2019 Año completo
		I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	
Gasto de consumo final	3,7	4,3	4,7	4,7	4,6	4,6
Gasto de consumo final de los hogares	3,0	4,3	4,5	4,9	4,7	4,6
Bienes no durables	2,0	4,4	4,4	5,8	5,6	5,1
Bienes semidurables	3,7	4,7	5,9	6,1	6,2	5,7
Bienes durables	11,6	7,7	6,8	6,3	6,2	6,7
Servicios	2,6	3,7	4,1	4,5	3,4	3,9
Gasto de consumo final del Gobierno general	7,0	2,4	5,7	4,7	4,4	4,3
Formación bruta de capital	2,1	0,1	3,8	5,4	7,7	4,3
Formación bruta de capital fijo	1,5	4,3	5,9	6,8	1,3	4,6
Vivienda	-0,4	-7,0	-8,6	-5,6	-7,6	-7,2
Otros edificios y estructuras	-3,3	1,6	6,6	6,6	3,3	4,5
Maquinaria y equipo	9,4	12,9	21,4	14,0	8,8	14,3
Recursos biológicos cultivados	5,6	4,0	2,0	1,1	-4,7	0,5
Productos de propiedad intelectual	1,5	1,3	0,9	3,3	5,0	2,6
Demanda interna	3,4	4,3	4,2	5,3	4,3	4,5
Exportaciones	0,9	4,2	6,6	1,7	0,2	3,1
Importaciones	5,8	7,4	9,4	11,6	8,2	9,2
PIB	2,5	2,8	3,6	3,4	3,4	3,3

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

con la notable excepción del componente de vivienda, que viene cayendo desde 2016. La inversión en maquinaria y equipo, cuyo dinamismo más importante se dio en el gasto en equipo de transporte, fue la que más jalonó el desempeño de la inversión durante 2019 gracias al impulso de la Ley de Financiamiento y la renovación de las flotas de los sistemas de transporte público en distintas ciudades. A su vez, la inversión en construcción presentó un comportamiento heterogéneo. Por un lado, la inversión en vivienda se contrajo, asociada con la persistencia de excesos de oferta en un entorno donde los precios siguieron aumentando, aunque a tasas relativamente bajas¹⁹. Por su parte, después de la caída observada en 2018, la inversión en otros edificios y estructuras presentó una recuperación importante, de la mano de la construcción en obras civiles²⁰.

El crecimiento de la demanda interna por encima del PIB estuvo acompañado por un deterioro en la demanda externa neta. Las exportaciones reales se aceleraron junto con las ventas al exterior de refinados de petróleo, café y oro, así como las exportaciones de servicios. Sin embargo, el menor crecimiento de los socios comerciales no permitió una mejor dinámica en este componente. Las importaciones, por su parte, se aceleraron y crecieron a una tasa del 9,2%, comportamiento consistente con la de la demanda interna intensiva en bienes de capital importados. Con ello, el déficit comercial en pesos constantes se amplió frente al registro de 2018.

Por el lado de la oferta, los sectores que mejor desempeño tuvieron en 2019 fueron el comercio, transporte y alojamiento, el de administración pública, educación y salud, y el de actividades financieras. Por el contrario, la construcción fue la única rama de actividad

que presentó una contracción en el año, debido a la pronunciada caída del renglón de edificaciones (Cuadro 2.2).

El sector de comercio, reparación, transporte y alojamiento tuvo un crecimiento de 4,9% en 2019, registrando su mayor tasa de expansión en un año desde 2011. Esta rama se vio favorecida por el aumento en el número de turistas y migrantes provenientes del exterior. La administración pública y defensa, educación y salud tuvo un crecimiento del 4,9%, donde se destacaron las expansiones de las subramas de educación de no mercado (7,0%) y de actividades de la salud humana (6,3%). Por su lado, las actividades financieras y de seguros, impulsadas por la buena dinámica de la cartera, registraron el crecimiento más alto de todos los sectores (5,7%).

El sector agropecuario y la industria manufacturera tuvieron resultados mediocres. En el primer caso, las actividades ganaderas y de otros cultivos crecieron muy poco, mitigando el buen desempeño de la producción cafetera. Por su parte, la industria manufacturera mostró una expansión baja y similar a la de 2018. La refinación de petróleo contrajo su crecimiento, afectada, en parte, por el mantenimiento a la refinería de Cartagena.

La minería tuvo un crecimiento que, aunque bajo (2,1%), contrasta con el retroceso observado en años anteriores. Esto fue posible gracias al aumento de la producción de petróleo y gas, y a una extracción de minerales metalíferos impulsada por la explotación de oro, estimulada por el importante aumento en su precio internacional. La producción de carbón se estancó, afectada por la menor demanda mundial por este mineral y por diversos factores adversos en los procesos de exploración y explotación.

En construcción el renglón de edificaciones residenciales y no residenciales tuvo una caída pronunciada (-7,7%) que no logró ser compensada por la buena dinámica en obras civiles (10,7%). De acuerdo con el *Censo de edificaciones* del DANE, el total de obras culminadas en 2019 tuvo un importante descenso, explicado más por la contracción de

¹⁹ Aunque se han desacelerado, tanto el índice de precios de vivienda nueva (IPVN) del DANE como su valor deflactado por el IPC se mantienen en aumento y en niveles históricamente altos.

²⁰ Particularmente la ejecutada por las administraciones regionales y locales en su último año y la de proyectos viales de cuarta generación (4G).

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

	2018	2019				2019
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,4	0,4	1,5	2,1	3,9	2,0
Explotación de minas y canteras	-1,9	5,0	1,7	1,4	0,3	2,1
Industria manufacturera	1,8	1,0	2,0	1,7	1,6	1,6
Electricidad, gas y agua	2,5	2,8	3,0	2,9	2,5	2,8
Construcción	-0,4	-3,1	1,3	-2,9	-0,6	-1,3
Edificaciones	-0,6	-7,8	-4,7	-11,0	-7,1	-7,7
Obras civiles	0,4	8,9	11,5	12,3	10,1	10,7
Actividades especializadas para la construcción	-0,9	-2,9	0,8	-3,2	-2,5	-2,0
Comercio, reparación, transporte y alojamiento	2,7	4,1	4,9	5,8	4,6	4,9
Información y comunicaciones	2,9	3,3	3,8	-0,3	0,3	1,7
Actividades financieras y de seguros	3,6	6,1	4,3	8,0	4,5	5,7
Actividades inmobiliarias	2,7	3,0	3,1	2,9	2,8	3,0
Actividades profesionales, científicas y técnicas	3,8	3,5	3,6	4,0	3,7	3,7
Administración pública y defensa, educación y salud	4,6	4,0	5,0	5,0	5,6	4,9
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación	2,3	4,0	3,2	4,0	2,5	3,4
Subtotal valor agregado	2,5	2,8	3,6	3,2	3,2	3,2
Impuestos menos subsidios	2,9	3,6	4,0	5,1	5,5	4,6
PIB	2,5	2,8	3,6	3,4	3,4	3,3

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

destinos residenciales que de no residenciales. Por el contrario, el segmento de obras civiles tuvo su mayor expansión desde 2014, favorecido principalmente por la construcción de carreteras, puentes y túneles asociados con proyectos y concesiones de cuarta generación (4G) y con vías interurbanas.

A pesar del buen resultado en la dinámica del crecimiento en 2019, la economía continuó presentando excesos de capacidad instalada, aunque menores que los de 2018. Así, las estimaciones del equipo técnico ubican la brecha del producto en -0,7% para 2019, frente al -1,2% para 2018. Esta situación evitó que el dinamismo de la demanda interna se tradujera en presiones inflacionarias.

2.1.2 Perspectivas de la actividad económica para 2020

La situación sin precedentes derivada de la emergencia en salud pública mundial debida al Covid-19, a la que se suma el fuerte descenso del precio del petróleo, aumenta considerablemente la incertidumbre acerca del desempeño económico colombiano para 2020. Las cifras disponibles a enero y febrero²¹ sobre actividad económica y consumo

²¹ Hace referencia a los datos más recientes del ISE a enero, el cual creció 3,5% anual; de las ventas del comercio minorista total del mismo mes, que crecieron 7,5% anual, y al consumo de energía de febrero, que creció 8,7% anual, entre otros.

sugieren que la economía había iniciado el año con un dinamismo importante, y al menos similar al observado a finales de 2019. No obstante, la declaración de pandemia comporta choques hasta ahora desconocidos en diferentes frentes que afectarán las tendencias de crecimiento económico en un horizonte aún difícil de precisar. El impacto de estos choques solo podrá empezarse a cuantificar en la medida en que se aclare la duración y extensión de la crisis y con el surgimiento de información estadística relevante, la cual a la fecha de realización de este informe es inexistente. El Banco de la República seguirá monitoreando estrechamente la evolución de las variables reales para ofrecer un análisis de las perspectivas de crecimiento para 2020 tan pronto como sea posible.

2.2 Mercado laboral²²

En 2019 el mercado laboral continuó deteriorándose lentamente, pese a que se observó una recuperación moderada en el ritmo de actividad económica. En ese año la tasa de desempleo (TD)²³ para el total nacional mantuvo una tendencia creciente, que fue particularmente marcada en el agregado de “otras cabeceras y zonas rurales”. Como ha sucedido en los últimos años, en 2019 el aumento de la

TD fue el resultado del escaso dinamismo de la demanda de trabajo, reflejado en un retroceso en el número de ocupados y una caída de la tasa de ocupación (TO). No obstante, dicho aumento fue atenuado por una reducción generalizada de la participación laboral (TGP). Este análisis podría cambiar cuando la *Gran encuesta integrada de hogares* del DANE incorpore los resultados del censo de 2018.

Los signos de recuperación en las tasas de vacantes y en las contrataciones urbanas registradas a inicios de 2020 sugerían un mercado laboral relativamente estable, sin un deterioro adicional de la tasa de desempleo. No obstante, los choques que está sufriendo la economía mundial por la emergencia de salud pública y las consecuencias que estos imponen sobre el crecimiento colombiano dificultan la predicción de las tendencias del empleo para lo que resta del año. La magnitud del impacto final de estos choques sobre el mercado laboral dependerá del grado de ajuste de la actividad económica. De todas maneras, es altamente probable que en 2020 el mercado laboral continúe holgado y que no sea fuente de presiones inflacionarias vía costos salariales.

2.2.1 El mercado laboral en 2019

De acuerdo con la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) del DANE, en 2019 la TD nacional mantuvo una tendencia creciente, al ubicarse en niveles relativamente mayores a los observados tanto en el segundo trimestre del año como en diciembre de 2018 (Gráfico 2.2, panel A). Aunque en promedio la TD aumentó en todos los dominios geográficos, este deterioro fue más marcado en municipios intermedios y pequeños, incluidas sus zonas rurales (“otras cabeceras y zonas rurales”)²⁴,

²² Las series del mercado laboral presentan estacionalidad, es decir, sus valores son sistemáticamente más altos o bajos dependiendo de la época del año y, por tanto, este fenómeno debe corregirse mediante técnicas estadísticas para poder hacer comparaciones entre meses del mismo año. Por tal razón, la información presentada en esta sección está desestacionalizada y corresponde al trimestre móvil de las series, dada la representatividad estadística que tienen las cifras de algunos dominios geográficos en la GEIH.

²³ La TD se define como la relación entre las personas que están buscando trabajo y la población económicamente activa (PEA). El comportamiento de la TD está influenciado por la interacción entre la oferta y la demanda de trabajo, las cuales están definidas por la tasa global de participación (TGP) y la tasa de ocupación (TO), respectivamente. La TGP es la razón entre la PEA y la población en edad de trabajar (PET), mientras que la TO es la razón entre la población ocupada y la PET. A partir de estos conceptos, es posible expresar la TD como: $TD = \frac{TGP-TO}{TGP}$.

²⁴ Este dominio incluye las capitales: Tunja, Florencia, Popayán, Valledupar, Quibdó, Neiva, Riohacha, Santa Marta, Armenia y Sincelejo, más otras cabeceras (municipios o ciudades intermedias) y el área rural dispersa.

comparadas con las trece principales ciudades²⁵. En el trimestre móvil terminado en diciembre, la TD de ambos dominios se ubicó 0,8 pp y 0,2 pp, respectivamente, por encima de lo observado un año atrás²⁶.

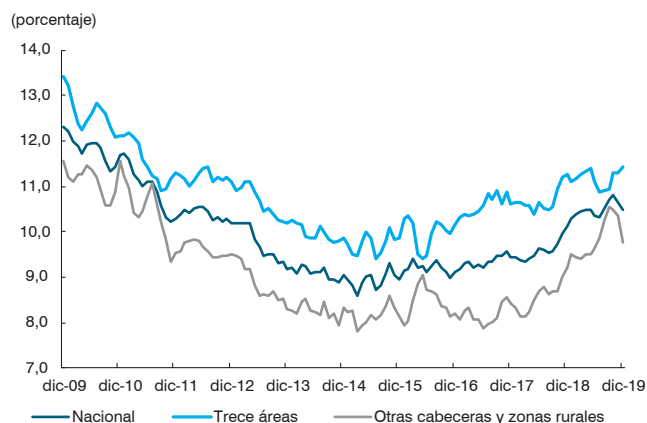
En este período, el incremento anual de la TD nacional se explicó por una caída en la TO. En particular, el deterioro de este indicador es el resultado de una menor demanda laboral en las “otras cabeceras y zonas rurales”, cuya TO se ubicó 2,2 pp por debajo de la registrada en igual período de 2018. Por su parte, la TO de las trece ciudades se mantuvo relativamente estable y sin pérdidas significativas (Gráfico 2.2, panel B).

En el trimestre móvil terminado en diciembre, los descensos anuales en la TO de “otras cabeceras y zonas rurales” se deben a una caída del 1,5% anual de los ocupados en este dominio geográfico (Gráfico 2.3, panel A). Los segmentos de la población en donde se registraron mayores caídas en el empleo rural fueron los hombres, los menores de 25 años y aquellas personas sin educación superior. La caída en la demanda laboral en este dominio ha sido generalizada por ramas de actividad, aunque fue en el sector agropecuario, específicamente las actividades agrícolas asociadas con cultivos en unidades no especializadas, las que más contribuyeron negativamente a la variación anual.

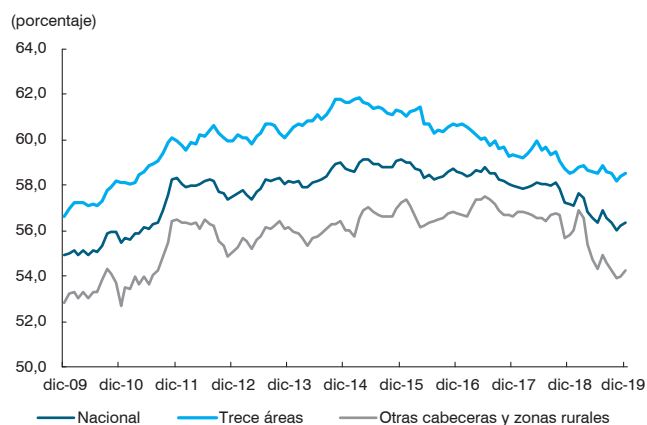
En cuanto a la demanda laboral de las trece principales ciudades, se observaron ganancias modestas en el número de ocupados al registrar un crecimiento anual del 1,4% con respecto a lo observado un año atrás (Gráfico 2.3, panel B). El incremento en el empleo de estas se concentró en los segmentos de

Gráfico 2.2
Tasa de desempleo y de ocupación por dominios
(trimestre móvil desestacionalizado)

A. Tasa de desempleo



B. Tasa de ocupación



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

mayor calidad, es decir, la población asalariada y formal. Por su parte, los ocupados no asalariados e informales registraron caídas, las cuales fueron más pronunciadas en el segundo segmento. Por ramas de actividad económica, el crecimiento de los ocupados fue jalonado por los sectores de construcción y servicios, mientras que las actividades relacionadas con servicios a las empresas²⁷ fueron las que menor

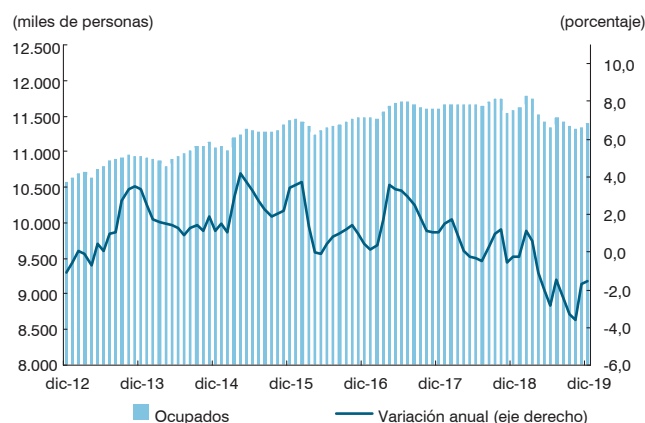
²⁵ Las trece principales ciudades y áreas metropolitanas (A. M.) son: Bogotá, Medellín A. M., Cali A. M., Barranquilla A. M., Bucaramanga A. M., Manizales A. M., Pasto, Pereira A. M., Cúcuta A. M., Ibagué, Montería, Cartagena y Villavicencio.

²⁶ Con base en el boletín técnico del DANE y las cifras sin desestacionalizar, en el trimestre móvil terminado en diciembre la TD nacional se ubicó en 9,5%, mientras que la TD de las trece ciudades, cabeceras y centros poblados, y rural disperso fueron 10,4%, 10,6% y 5,3%, respectivamente.

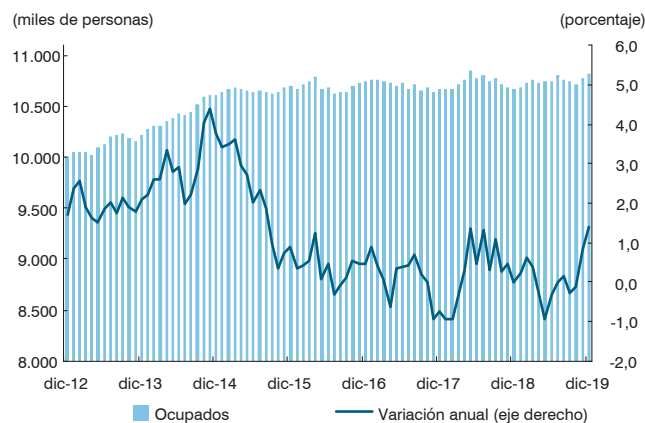
²⁷ Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler.

Gráfico 2.3
Número de ocupados y variación anual
(trimestre móvil desestacionalizado)

A. Otras cabeceras y zonas rurales



B. Trece principales áreas metropolitanas



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

generación de empleos registraron en este dominio. El comportamiento de la demanda laboral presentado por las trece ciudades resalta el hecho de que el deterioro del mercado laboral nacional es producto de una menor creación de empleos y no de una alta tasa de destrucción de puestos de trabajo. Estas cifras son consistentes con las recientes señales de recuperación en la tasa de vacantes y contrataciones urbanas.

Cabe aclarar que el análisis de los ocupados se realizó a partir de la información publi-

cada en la GEIH, la cual, a la fecha de escribir este informe, utilizaba aún para el cálculo de las series poblacionales unos factores de expansión sobre la muestra contruidos con las proyecciones poblacionales del censo de 2005. Estas cifras podrían tener ajustes durante 2020, acordes con una actualización consistente con las cifras del nuevo censo poblacional de 2018 y de la migración venezolana.

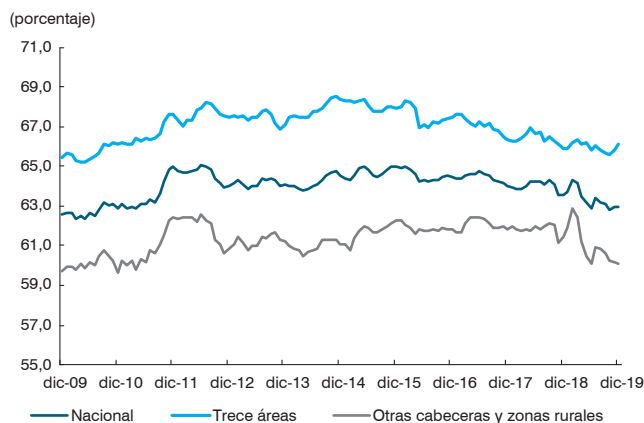
A la par con la caída de la ocupación, en 2019 se presentó una reducción de la oferta laboral medida por la TGP. Este comportamiento, que viene observándose desde hace algunos años, fue más marcado en esta oportunidad, y atenuó el aumento de la TD. Así, en el trimestre móvil terminado en diciembre, la TGP se ubicó 0,6 pp por debajo de la registrada en igual período de 2018 (Gráfico 2.4). Los segmentos de la población que explican la tendencia a la baja de la TGP son los trabajadores secundarios del hogar (no jefes) y jóvenes sin educación superior, quienes durante este período pasaron a la inactividad.

Desde un punto de vista teórico, la menor oferta laboral está asociada con el desaliento en la búsqueda de empleo o por aumentos en el salario de reserva²⁸. Sobre este último, se ha encontrado que el crecimiento en las remesas es uno de los factores que podría explicar la reciente reducción de la TGP urbana, siendo su efecto más fuerte en las mujeres, los jóvenes y personas sin educación superior²⁹. Por otro lado, la mayor oferta laboral originada en la migración proveniente de Venezuela habría contribuido a reducir el ingreso laboral de los no asalariados y esto habría incidido en la decisión de no participar en el mercado laboral.

²⁸ El salario de reserva es el monto mínimo bajo el cual los individuos están dispuestos a participar en el mercado laboral y su nivel está determinado por los ingresos no laborales, tal como las remesas.

²⁹ Para conocer en mayor detalle el efecto de las remesas sobre la TGP, véase el *Reporte del Mercado Laboral* de febrero de 2020, disponible en <https://www.banrep.gov.co/es/reporte-mercado-laboral>

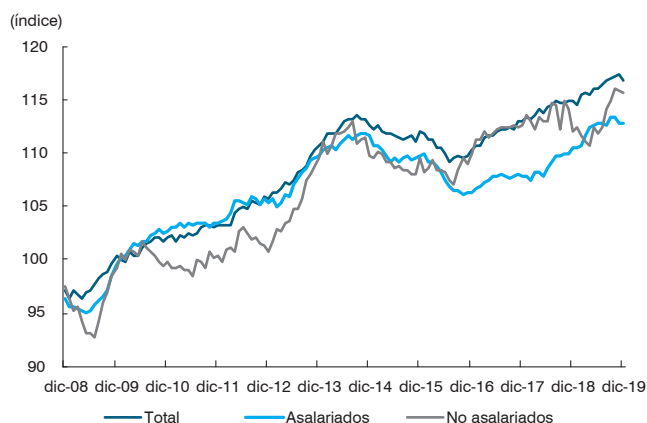
Gráfico 2.4
Tasa global de participación por dominios
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

En cuanto a la remuneración del trabajo, se evidenció una tendencia creciente en el ingreso laboral real, el cual, en el semestre móvil terminado en diciembre, creció 1,6% con respecto a igual período del año anterior (Gráfico 2.5). Este comportamiento ha sido influenciado, en mayor medida, por el segmento asalariado, cuyo ingreso laboral real tuvo un

Gráfico 2.5
Índice de ingreso laboral real mediano por hora: asalariados
y no asalariados
(semestre móvil desestacionalizado)



Nota: series deflactadas por el IPC, base diciembre de 2018.

Índice para las trece ciudades.

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

crecimiento continuo en 2019. En general, la dinámica del segmento con mayor calidad se explica por un aumento en la remuneración de los trabajadores sin educación superior, cuyo crecimiento está influenciado por el incremento del salario mínimo. Por su parte, el ingreso laboral real de los no asalariados registró caídas anuales hasta agosto de 2019, pero este presentó una recuperación hacia el final del año³⁰. Este comportamiento en los ingresos es consistente con un mercado laboral que se mantuvo holgado y, por tanto, no constituyó un frente de presiones inflacionarias.

2.2.2 Perspectivas para 2020

Los choques que está sufriendo la economía mundial por cuenta de la emergencia de salud pública y los impactos que estos impondrán sobre el crecimiento colombiano aumentaron de manera importante la incertidumbre sobre la evolución del mercado laboral en 2020. En principio, la información que se derivaba de los indicadores laborales de inicios de año, en particular los signos de recuperación en las tasas de vacantes y en las contrataciones urbanas, indicaban un mercado laboral que se mantenía estable, sin un deterioro adicional de la tasa de desempleo. Sin embargo, la evolución reciente del Covid-19 y de las medidas que se disponen para contrarrestarlo afectarían el dinamismo de la actividad económica y los excesos de capacidad productiva y, por consiguiente, los ritmos de creación y de destrucción de empleo. Estos impactos pueden ser preponderantes en sectores como los de servicios y en el segmento informal, donde gran parte del empleo es autogenerado. La magnitud del efecto final de estos choques sobre el mercado laboral estará en función del grado de ajuste de la actividad económica, que a su vez dependerá de la intensidad y la duración de la emergencia de

³⁰ Cabe señalar que en los dominios geográficos de veintitrés ciudades, y en el de otras cabeceras y rural los ingresos laborales reales medianos de los no asalariados mantuvieron una tendencia negativa en 2019, lo cual podría estar explicando parte de la caída de la participación laboral en dichos dominios.

salud pública. Ante este escenario, un riesgo importante es que haya una afectación negativa al ritmo de creación de empleo, con lo que es altamente probable que el mercado laboral siga estando aún holgado durante 2020, por lo que no será fuente de presiones inflacionarias vía costos salariales.

2.3 Inflación

Después de mostrar una gran estabilidad en 2018 en torno a la meta, la inflación anual al consumidor aumentó en 2019 de manera moderada, sin alejarse sustancialmente de ella. El dinamismo de la demanda interna tuvo escasa incidencia en los precios debido, en gran parte, a la persistencia de los excesos de capacidad productiva y de un mercado laboral holgado. Asimismo, contribuyó la credibilidad en la política monetaria, que se vio reflejada en unas expectativas de inflación que se mantuvieron cercanas al 3,0%. El aumento en 2019 fue resultado principalmente de factores de oferta transitorios y de la depreciación del peso. Para 2020 se espera que estos choques se diluyan plenamente, permitiendo que la inflación converja hacia el 3,0%. Sin embargo, las condiciones externas han cambiado sustancialmente en las semanas recientes debido a la aparición del Covid-19 y a sus posibles efectos sobre las variables macroeconómicas del país, como el crecimiento y la tasa de cambio, con lo cual ha aumentado la incertidumbre sobre este pronóstico. En consecuencia, deberá ser revisado a medida que evoluciona la crisis sanitaria.

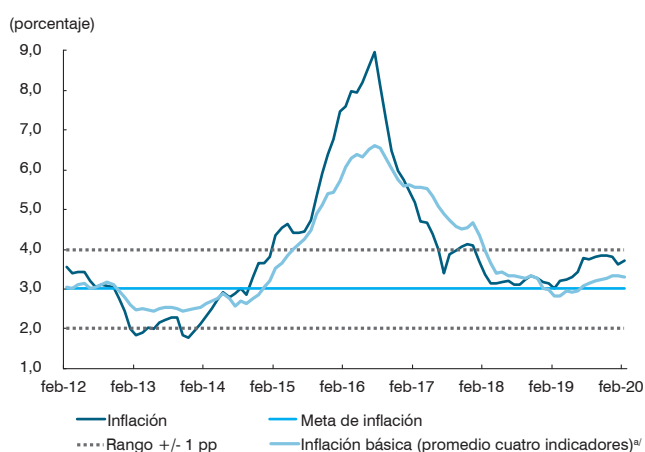
2.3.1 La inflación en 2019

La inflación anual al consumidor cerró 2019 en 3,80%, superando el registro de un año atrás (3,18%) (Gráfico 2.6 y Cuadro 2.3). La inflación aumentó a lo largo de los tres primeros trimestres del año y fue resultado de diver-

sos factores de oferta de carácter transitorio, que se habrían empezado a diluir a finales de año, y de la depreciación del peso. Al igual que en 2018, en 2019 el dinamismo de la demanda no generó presiones inflacionarias de importancia. Pese a la aceleración del crecimiento, la economía colombiana siguió operando con excesos de capacidad productiva y con escasa creación de empleo, lo que se tradujo en un mercado laboral holgado, como se explicó en las secciones previas.

En este entorno, la inflación básica, más estrechamente vinculada a la demanda y a la política monetaria, registró incrementos menores que la total desde niveles inferiores a la meta. En particular, la inflación sin alimentos ni regulados, que se había situado a finales de 2018 en 2,6%, convergió gradualmente a la meta a lo largo del año y cerró 2019 en 3,1%. Los otros indicadores de inflación básica, monitoreados por el Banco de la República, siguieron una tendencia similar, aunque con valores superiores, con lo cual el promedio de los cuatro indicadores terminó 2019 en 3,34% (Gráfico 2.6 y Cuadro 2.3).

Gráfico 2.6
Índice de precios al consumidor (IPC)
(variación anual)



a/ Los indicadores de inflación básica corresponden a inflación sin alimentos, núcleo 20, sin perecederos, combustibles y servicios públicos, e inflación sin alimentos ni regulados.

Fuentes: DANE y Banco de la República.

Cuadro 2.3
Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica
(a febrero de 2020)

Descripción	Ponderaciones nuevo IPC ^{a/}	Dic- 18	Mar- 19	Jun- 19	Sep- 19	Oct- 19	Nov- 19	Dic- 19	Ene- 20	Feb- 20
Total	100	3,18	3,21	3,43	3,82	3,86	3,84	3,80	3,62	3,72
Sin alimentos ^{b/}	76,16	3,48	3,26	3,15	3,28	3,23	3,28	3,37	3,30	3,30
Transables	19,16	1,09	0,90	1,17	1,65	1,89	2,08	2,24	2,49	2,51
No transables	42,31	3,79	3,29	3,36	3,53	3,44	3,37	3,49	3,33	3,34
Arriendos	25,16	3,42	3,16	3,06	3,03	2,80	2,76	2,68	2,70	2,68
Indexados ^{c/}	9,08	5,43	4,38	4,63	5,03	5,04	5,05	5,01	4,87	5,03
Afectados por tipo de cambio ^{d/}	6,99	3,29	2,00	3,05	3,35	3,42	3,49	4,55	3,59	3,52
Resto ^{e/}	1,08	-0,42	3,86	3,48	3,47	4,90	3,70	2,78	3,23	2,82
Regulados	14,69	6,37	6,42	5,33	4,74	4,43	4,55	4,48	4,25	4,22
a. Servicios públicos	6,69	7,47	8,80	7,01	5,61	5,51	6,23	6,02	4,90	5,93
b. Combustible	2,91	7,28	5,85	3,18	3,98	2,91	1,97	1,90	2,31	1,81
c. Transporte	5,09	4,76	4,26	4,57	4,20	3,91	3,77	3,92	4,50	3,37
Alimentos ^{f/}	23,84	2,43	3,26	4,46	5,58	5,84	5,61	5,20	4,66	5,05
Perecederos	3,15	8,88	9,98	15,46	17,50	17,28	13,59	8,66	4,11	5,36
Procesados	11,90	-0,08	1,43	2,18	3,57	4,11	4,52	5,04	5,42	6,01
Comidas fuera del hogar	8,79	3,68	3,43	3,80	4,12	4,13	4,24	4,18	3,84	3,65
Indicadores de inflación básica										
Sin alimentos		3,48	3,26	3,15	3,28	3,23	3,28	3,37	3,30	3,30
Núcleo 20		3,23	3,09	3,28	3,51	3,53	3,46	3,42	3,36	3,25
IPC sin perecederos, ni combustibles ni servicios públicos		2,76	2,57	2,87	3,21	3,28	3,34	3,46	3,60	3,59
Inflación sin alimentos ni regulados ^{g/}		2,64	2,38	2,54	2,87	2,92	2,96	3,10	3,07	3,08
Promedio indicadores de inflación básica		3,03	2,82	2,96	3,22	3,24	3,26	3,34	3,33	3,31

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/ Gastos ocupación vivienda, educación, salud, seguros privados y de salud, servicios personales y otros.

d/ Muebles del hogar, turismo, servicios de TV y exámenes de laboratorio e imágenes, etc.

e/ Servicios relacionados con la diversión, juegos de azar, correo y servicios bancarios, etc.

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

g/ Cálculos del Banco de la República.

Fuente: DANE; cálculos realizados por el Banco de la República con clasificaciones provisionales.

La depreciación afectó la inflación básica, siendo a la postre el factor que más contribuyó a su aumento en 2019. La transmisión hacia estos precios al consumidor fue más fuerte en la

canasta de transables (sin alimentos ni regulados), cuya variación anual, después de registrar valores cercanos al 1,0% a finales de 2018, se aceleró hasta un 2,2% al cierre de 2019.

No obstante, este aumento de los precios de los bienes transables siguió siendo relativamente bajo debido a las disminuciones registradas en los precios externos de una amplia gama de bienes finales e intermedios importados por el país. Por otro lado, también contribuyeron los excesos de capacidad productiva y las pocas presiones de demanda, factores que, además, limitaron la activación de los mecanismos de indexación y el efecto de las alzas de los costos salariales. Gracias a todo ello, la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC) de no transables, una subcanasta más sensible al comportamiento de la demanda, a los costos salariales y a la indexación, se redujo de 3,8% en diciembre de 2018 a 3,5% a finales de 2019. Dentro de este grupo, sobresalió el comportamiento del rubro de arriendos, cuya variación se redujo de 3,4% en diciembre de 2018 a 2,7% a finales de 2019, reflejando los excesos de oferta en el mercado de vivienda. Cabe señalar que arriendos pesa el 59,5% en la subcanasta de no transables y 25,2% en el IPC total.

Los choques de oferta afectaron principalmente los precios de los alimentos, cuya variación anual fue la que más contribuyó al aumento de la inflación total en 2019 (Cuadro 2.3). Dichos choques tuvieron orígenes diversos. En primer lugar, dado el comportamiento cíclico usual de la oferta agropecuaria en Colombia, a la fase de bajos precios relativos que se observó en buena parte de 2017 y 2018 siguió un período de alzas en 2019, que abarcó un amplio conjunto de productos perecederos (incluidos carne, leche y arroz). En segundo lugar, estas alzas fueron reforzadas por condiciones climáticas poco favorables, como la presencia de un fenómeno de El Niño moderado (entre octubre de 2018 y junio de 2019) y, con posterioridad a este, un período seco más prolongado e intenso en varias zonas del país. Un tercer factor corresponde a las alzas puntuales que se registraron en los precios internacionales de unas pocas, pero importantes, materias primas agrícolas y alimentos transados por el país (maíz, entre otros), lo que presionó

al alza los precios internos mediante diversos canales. Por último, la reforma tributaria que entró en vigor a comienzos de año significó aumentos en impuestos indirectos para las bebidas no alcohólicas, los cuales se trasladaron a los precios al consumidor, contribuyendo a aumentar transitoriamente la inflación anual.

Los choques anteriores se presentaron en momentos en los que la depreciación del peso también ejercía presiones alcistas sobre los precios de los alimentos. Como ha sido usual, el impacto se sintió sobre todo en el grupo de alimentos procesados, el cual contiene rubros de origen importado o con alto componente de materias primas provenientes del exterior. De esta forma, la variación anual de la subcanasta de alimentos procesados se elevó hasta 5,0% a finales de 2019, desde el 0% de un año atrás.

A diferencia de lo acontecido en 2018, en 2019 los precios de los regulados no contribuyeron a acelerar la inflación anual, aunque continuaron registrando ajustes anuales relativamente altos. La variación del IPC de esta subcanasta se redujo de manera importante a lo largo del año, situándose en diciembre en 4,5% (frente a 6,4% de finales de 2018). Los pocos incrementos en los precios internos de los combustibles (1,9% anual a diciembre) desempeñaron un papel preponderante en esta oportunidad, algo que fue posible gracias al descenso de los precios internacionales del petróleo y sus derivados, el cual fue compensado parcialmente por la depreciación del peso. Las tarifas de energía eléctrica también se ajustaron a un ritmo decreciente, que sin embargo seguía siendo relativamente alto a diciembre (5,6%).

En un entorno de excesos de capacidad productiva, con una inflación básica relativamente estable y cercana a la meta y en presencia de un conjunto de choques transitorios que empezaron a diluirse a fines de 2019, la JDBR decidió mantener estable la tasa de interés nominal en 4,25%. La credibilidad de la política monetaria se vio reflejada en unas expectativas de inflación que aumentaron poco

en el horizonte de política³¹, lo cual contribuyó a limitar los efectos de segunda ronda de los choques ya mencionados.

2.3.2 Perspectivas para 2020

En los primeros dos meses del año la inflación mantuvo un descenso gradual de la mano de la disolución de los choques de oferta, que afectaron los precios de los alimentos el año pasado. Así lo sugiere el dato de la variación anual de alimentos a febrero, el cual se situó en 5,05%, y el de la inflación anual total, que lo hizo en 3,72% (Cuadro 2.3). Sin embargo, el surgimiento relativamente reciente del Covid-19, al afectar seriamente la oferta y la demanda de la economía y otras variables externas e internas relevantes, puede tener repercusiones de importancia sobre el proceso de formación de precios y costos de la economía, así como sobre sus expectativas, lo que hace muy difícil extrapolar esta tendencia para el resto de 2020. Esta dificultad se aumenta con el fuerte descenso y alta volatilidad que ha exhibido el precio internacional del petróleo, una variable con múltiples conexiones con el proceso de formación de precios en Colombia. Una previsión con un nivel razonable de certidumbre será una tarea factible en el futuro, en la medida en que se tenga mayor claridad sobre la profundidad de la crisis de salud pública, se genere alguna estabilidad en el mercado petrolero y surja información estadística sobre precios y producción.

³¹ Acorde con los resultados de la *Encuesta mensual de analistas económicos* (EME) realizada por el Banco de la República, en 2019 las expectativas de inflación para horizontes de doce y veinticuatro meses fluctuaron entre 3,25%-3,41% y entre 3,20%-3,28%, respectivamente. Por su parte, en el mercado de deuda, las expectativas de inflación derivadas de los *break even inflation* (BEI) a horizontes de dos, tres y cinco años fluctuaron entre 3,0%-3,6%, 3,1%-3,7% y 3,2%-3,8%, respectivamente.

2.4 Sistema financiero y estabilidad financiera

El sistema financiero colombiano recibe el cambio repentino de las condiciones macroeconómicas, ocasionado por la caída en el precio del petróleo y la expansión del coronavirus, en una situación de solidez patrimonial, amplia liquidez agregada, estabilidad y resiliencia.

A lo largo de 2019 y los primeros dos meses de 2020 se consolidó la tendencia hacia una expansión del balance de los establecimientos de crédito (EC), impulsada principalmente por la cartera de consumo.

Al tiempo, el pasivo se aceleró y presentó una recomposición hacia fuentes de largo plazo. En ese entorno de mayor crecimiento de la actividad económica y de estabilidad en la tasa de política, los indicadores de liquidez, de solvencia y de riesgo de crédito de los EC se mantuvieron en niveles adecuados.

A lo largo de 2019 y hasta enero de 2020 las tasas de captación han permanecido relativamente estables, mientras que las tasas activas se han reducido, lo que ha tenido como consecuencia una caída en el margen de intermediación de los EC. No obstante, la expansión del balance llevó a que la rentabilidad de los activos de los EC no se haya visto afectada.

La aceleración de la cartera de consumo, junto con caídas en las tasas de interés reales, sugiere que la oferta de crédito del sistema financiero para este tipo de préstamos fue amplia durante el año anterior y los dos primeros meses del año en curso. Por su parte, el bajo crecimiento de la cartera comercial, unido a tasas de interés reales en niveles bajos, indica que la demanda por este tipo de créditos permanece débil.

Por su parte, durante 2019 las tasas de los títulos emitidos por el Gobierno colombiano (TES) disminuyeron, al igual que las de los

demás países de la región, a pesar de algunos episodios de volatilidad. Lo anterior, dado un contexto internacional caracterizado por una postura de política monetaria expansiva.

2.4.1 Intermediación financiera de los establecimientos de crédito

Durante 2019 se consolidó la tendencia hacia un crecimiento del balance de los EC. A lo largo del año se mantuvo la recuperación del crédito iniciada a finales de 2018, impulsada por la cartera de consumo, acompañada de descensos en las tasas de colocación, en especial de dicha modalidad. Al mismo tiempo, los depósitos (pasivos sujetos a encaje: PSE) se mostraron más dinámicos que en el año anterior y sus tasas de interés permanecieron relativamente estables.

La expansión de la actividad de intermediación estuvo caracterizada por mejoras en los indicadores de riesgo de crédito, crecimiento de las fuentes de fondeo catalogadas como estables y un mayor patrimonio. Esto en un entorno de mayor crecimiento de la actividad económica, y de estabilidad en la tasa de política (que no se ha modificado desde abril de 2018) y en las tasas de fondeo de corto plazo del sistema financiero —indicador bancario de referencia (IBR), *overnight* y tasa interbancaria (TIB)— (Gráfico 2.7).

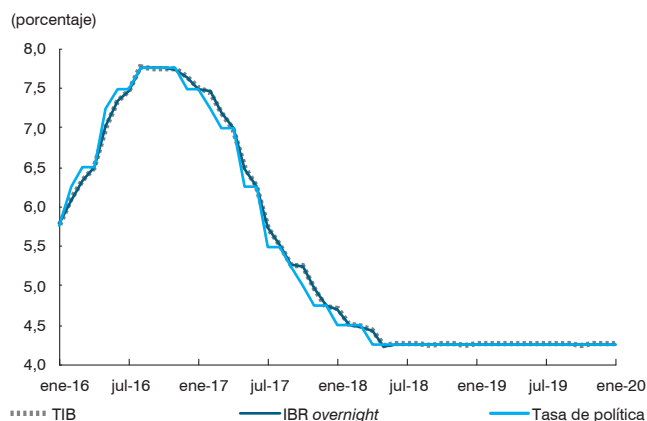
2.4.1.1 Principales activos de los establecimientos de crédito

Al cierre de 2019 la cartera bruta en moneda legal tuvo una variación real anual de 4,6% (8,6% en términos nominales). Este crecimiento se explica, principalmente, por el comportamiento de los créditos de consumo, que se aceleraron de forma sostenida y cerraron el año con un crecimiento de 11,6% real (15,8% nominal). Dentro de esta modalidad se destaca el dinamismo de los préstamos de libre inversión (gráficos 2.8 y 2.9).

La expansión del crédito de consumo estuvo acompañada de reducciones significativas en sus tasas de interés, que alcanzaron

Gráfico 2.7

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



Nota: información hasta el 31 de enero de 2020.

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

b/ Se utiliza la tasa promedio del mes.

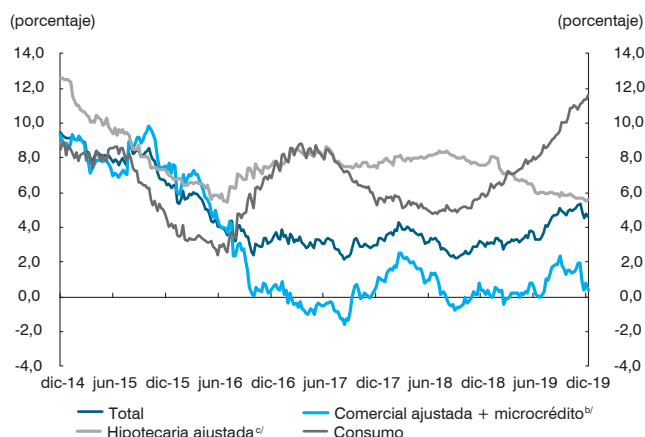
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

niveles históricamente bajos tanto en términos nominales como reales³² (Gráfico 2.10, panel A). La amplia oferta de recursos en esta modalidad³³ por parte de los establecimientos de crédito, junto con menores tasas de interés, contribuyó a la expansión del consumo de los hogares. La cartera hipotecaria registró una leve desaceleración, consistente con la tendencia decreciente que han registrado las ventas de vivienda en los últimos años. No obstante,

³² En noviembre se alcanzó el mínimo histórico de la tasa de interés de consumo (desde 2002). A diciembre la tasa de interés de consumo se ubicó en 15,54% (11,49% en términos reales *ex ante*, esto es, utilizando como deflactor las expectativas de inflación), inferior en 167 pb a la del mismo mes del año anterior. La tasa de tarjeta de crédito de personas naturales (sin consumos a un mes ni avances) también bajó durante el año (120 pb) y finalizó en 26,03%. Frente a noviembre de 2016, mes anterior al inicio del descenso en la tasa de política monetaria, la tasa de los créditos de consumo se redujo 410 pb y la de tarjeta de crédito de personas naturales (sin consumos a un mes ni avances), 541 pb.

³³ De acuerdo con el *Reporte sobre la Situación del Crédito en Colombia* de diciembre de 2019, durante el año se mantuvo amplia la oferta de recursos en esta modalidad por parte de los establecimientos de crédito (véase <https://www.banrep.gov.co/es/reporte-de-la-situacion-del-credito-en-colombia>).

Gráfico 2.8
Crecimiento real^{a/} anual de la cartera en moneda legal por modalidad



a/ Se utiliza el IPC total como deflactor.

b/ La cartera comercial incluye ajustes por *leasing* operativo.

c/ Incluye ajustes por titularizaciones de cartera hipotecaria.

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

esta modalidad presentó un crecimiento real anual promedio de 6,5% (cerca del 10% nominal) y sus tasas de interés se mantuvieron relativamente estables³⁴ (gráficos 2.8 y 2.10, panel

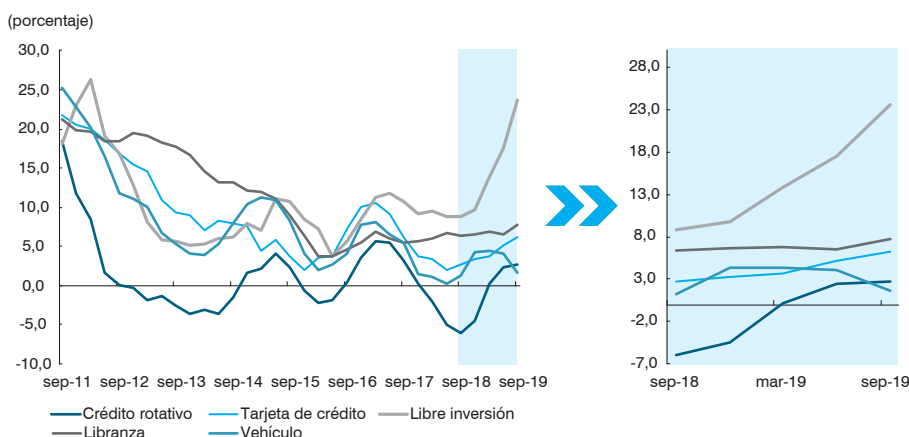
³⁴ La tasa de interés hipotecaria aumentó 4 pb en el año, ubicándose en 10,42% a diciembre de 2019.

A). Así, el flujo de crédito hacia los hogares se fortaleció en comparación con lo registrado en años anteriores.

Por su parte, al cierre de 2019 la cartera dirigida a las empresas (comercial + microcrédito) creció 0,4% real (4,2% en términos nominales) (Gráfico 2.8). Si bien en el tercer trimestre se observó una leve aceleración, esto fue contrarrestado por prepagos importantes ocurridos a finales del año. Al tiempo, las tasas de interés de los créditos comerciales descendieron, aunque menos que las de créditos destinados a hogares (en 2017 y 2018 estas tasas mostraron caídas más pronunciadas que las de consumo) (Gráfico 2.10, panel B)³⁵. La lenta recuperación del crédito dirigido a las empresas, junto con tasas de interés bajas en términos nominales y reales, sugiere que la

³⁵ A diciembre la tasa de los créditos comerciales fue del 8,35% (4,55% en términos reales, utilizando como deflactor las expectativas de inflación), inferior en 52 pb al registro de un año atrás. Para las distintas submodalidades, el descenso fue de 62 pb para los preferenciales, 24 pb para los ordinarios y 10 pb para los de tesorería. Frente a noviembre de 2016, mes anterior al inicio del descenso en la tasa de política monetaria, la tasa de los créditos comerciales se redujo 516 pb. Para el microcrédito, la tasa se redujo 36 pb durante 2019 y 110 pb frente a noviembre de 2016.

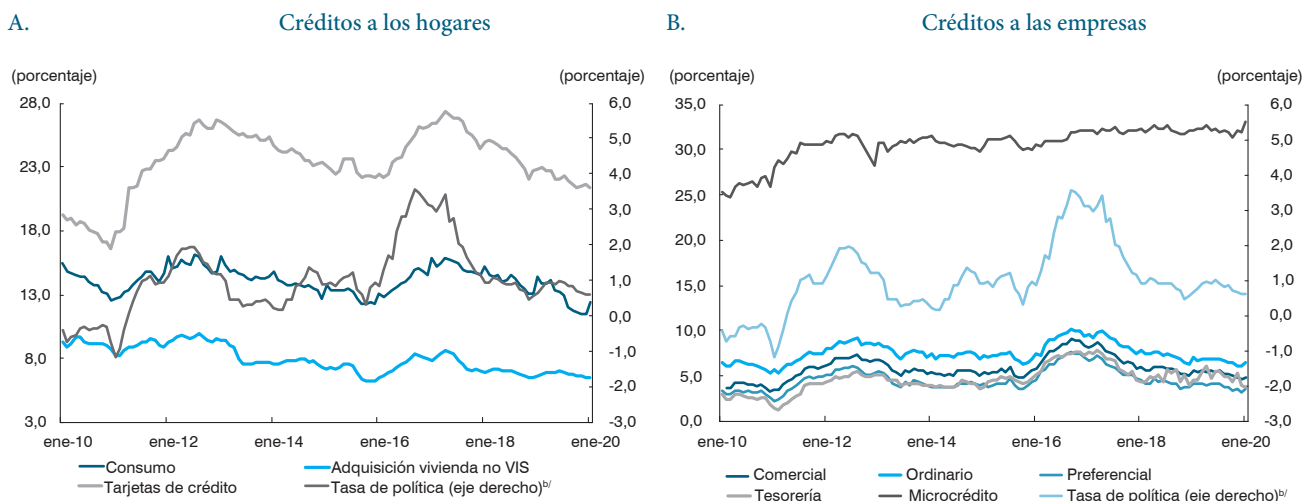
Gráfico 2.9
Crecimiento real^{a/} anual de la cartera de consumo por submodalidades



a/ Se utiliza el IPC total como deflactor.

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

Gráfico 2.10
Tasas de interés reales *ex ante*^{a/}



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 a 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.

demanda por este tipo de financiamiento si-
gue débil³⁶.

Entre diciembre de 2018 y el mismo mes de 2019, en términos reales la cartera ries-
gosa pasó de crecer 3,3% anual a decrecer 4,8%. Este comportamiento respondió principal-
mente a la dinámica de la cartera comercial,
que pasó de presentar aumentos (3,7% anual
en diciembre de 2018) a exhibir decrecimen-
tos (-9,2% anual en diciembre de 2019). Las
modalidades de vivienda y microcrédito re-
dujeron el ritmo de expansión de su cartera
riesgosa, mientras que consumo experimentó
una aceleración³⁷ (Gráfico 2.11).

La caída de la cartera riesgosa y la acele-
ración de la cartera bruta generaron un des-
censo (mejora) en el indicador de calidad por
riesgo (ICR)³⁸ de 0,8 pp, alcanzando un valor
de 9,2% en diciembre de 2019 (Gráfico 2.12).
Por modalidad, el indicador mejoró en el últi-
mo año para la cartera comercial, de consumo
y de microcrédito, y se deterioró para la car-
tera hipotecaria.

En relación con la cartera vencida, el in-
dicador de calidad por mora (ICM)³⁹ mejoró
(se redujo), ubicándose en 4,8% si no se consi-
deran los castigos, y en 9,8% si se incluyen los

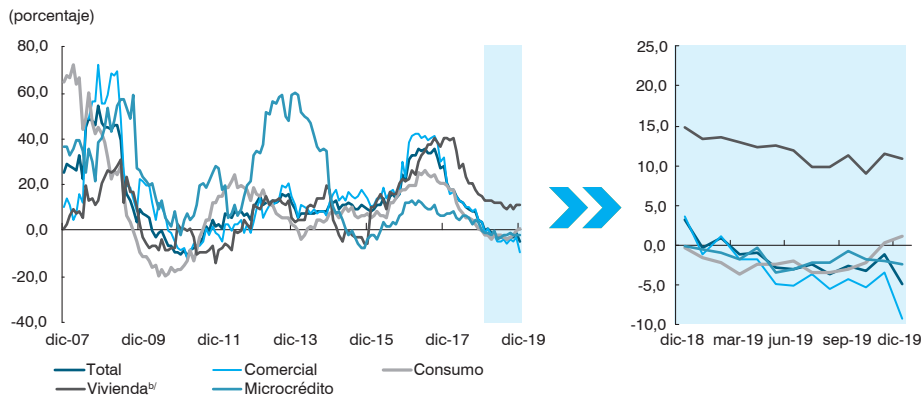
³⁶ Por otra parte, en el mercado colombiano en 2019 hubo emisiones de bonos de agentes distintos a establecimientos de crédito (sin considerar emisores extranjeros ni titulaciones de cartera) por COP 6.858 mm, monto superior en COP 2.178 mm al del año anterior.

³⁷ Para la modalidad de microcrédito se observaron variaciones anuales negativas. Por su parte, vivienda mostró una desaceleración en sus créditos riesgosos de 4,1 pp, y consumo una aceleración de 1,5 pp.

³⁸ 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).

³⁹ El ICM se define como la proporción entre la cartera con mora mayor a treinta días y la total. 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).

Gráfico 2.11
Crecimiento real anual de la cartera riesgosa^{a/}



a/ Se utiliza como deflactor el IPC total. 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.

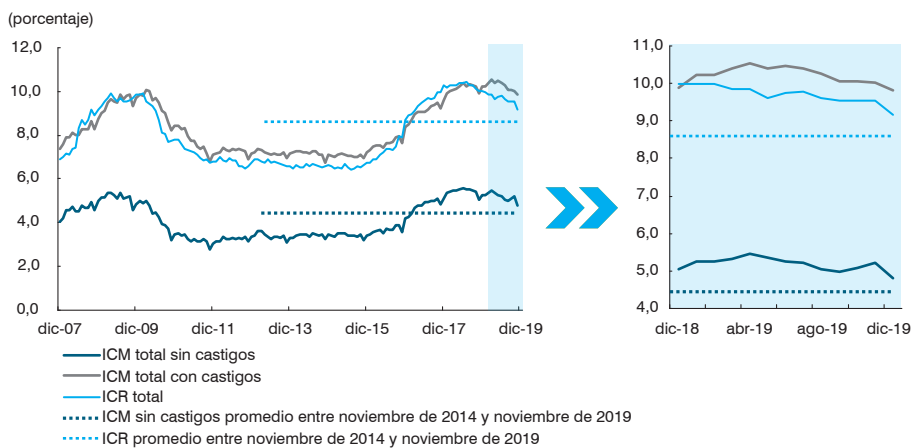
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

castigos de cartera (Gráfico 2.12). La tasa de crecimiento real anual de la cartera vencida disminuyó 8,7 pp entre diciembre de 2018 y el mismo mes de 2019, ubicándose en -1,3%. La modalidad que registró la mayor caída fue la comercial (24,8 pp), mientras que la de consumo pasó de decrecer 4,6% a regis-

trar una variación positiva de 0,7%⁴⁰ (Gráfico 2.13). Al respecto, el patrón histórico indica

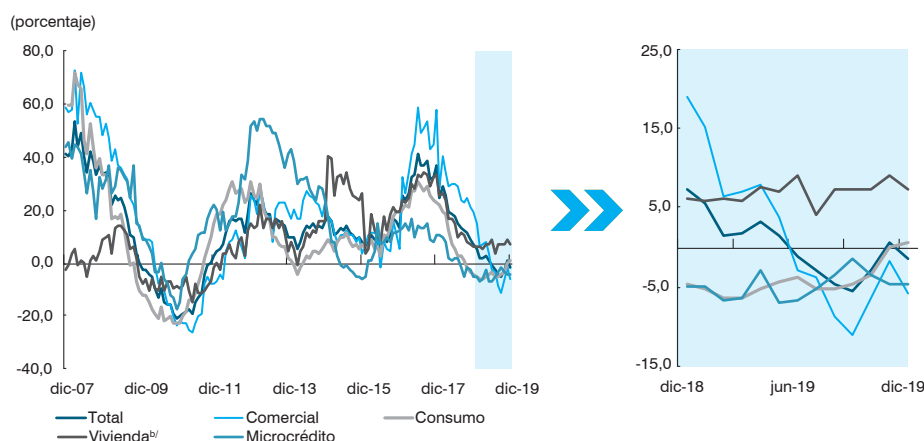
⁴⁰ Para el microcrédito, la variación real anual de la cartera vencida fue negativa e inferior en 0,3 pp a la de diciembre de 2018. Por el contrario, para vivienda se registró una aceleración de 1,2 pp.

Gráfico 2.12
Indicadores de calidad por mora y calidad por riesgo de la cartera bruta



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

Gráfico 2.13
Crecimiento real anual de la cartera vencida^{a/}



a/ Se utiliza como deflactor el IPC total. 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.

que los períodos de expansión acelerada de los créditos de consumo generalmente preceden una aceleración de la cartera vencida⁴¹.

El segundo rubro más importante del activo, las inversiones en moneda legal, también contribuyeron a la expansión del balance de los EC y tuvieron una variación anual promedio de 11,5%. Los EC fueron compradores netos de TES y se vieron beneficiados por las fuertes valorizaciones de dichos títulos.

2.4.1.2 Principales fuentes de fondeo

Acorde con las cuentas activas, el fondeo de los EC (entendido como la suma del pasivo y el patrimonio) mostró una recuperación en 2019, registrando tasas de crecimiento que no se observaban desde finales de 2015 (Gráfico 2.14). La expansión del fondeo fue comparada tanto por el patrimonio como por todos los componentes del pasivo. El fondeo en el mercado monetario, y en particular median-

te repos con el Banco de la República, fue importante en la primera parte del año. No obstante, las tasas de interés de este mercado —indicador bancario de referencia (IBR) y tasa interbancaria (TIB)— permanecieron cerca de la tasa de política (Gráfico 2.7).

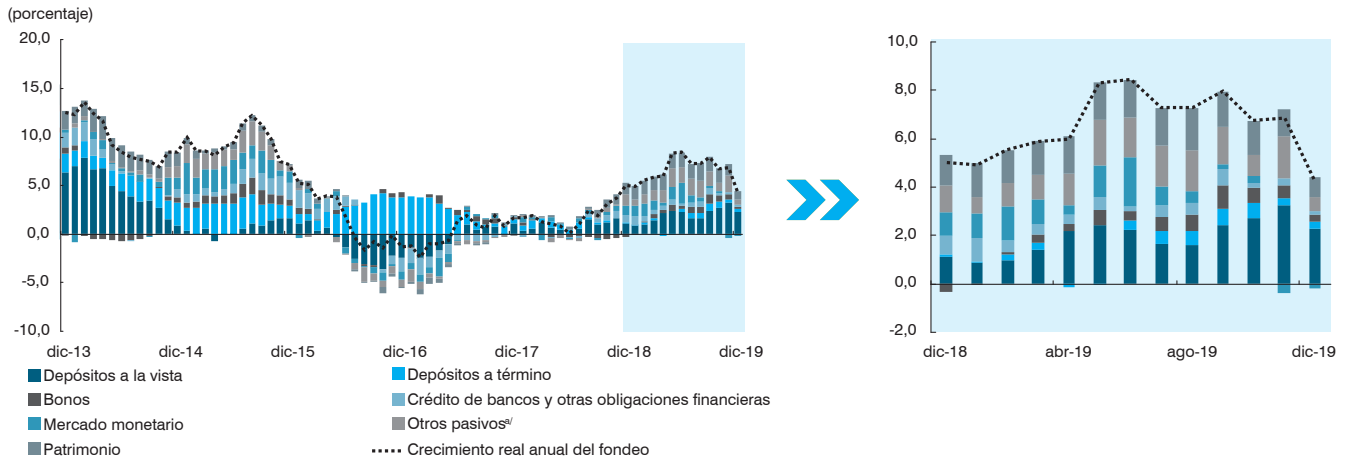
Los depósitos (pasivos sujetos a encaje: PSE) crecieron en promedio 3,0% anual real (6,6% en términos nominales), 0,8 pp más que un año atrás. La dinámica de este rubro se debe principalmente a los depósitos a la vista, cuya variación real anual fue de 4,9% en promedio (Gráfico 2.15).

Por su parte, los depósitos a plazo registraron una expansión más baja (0,7% real en promedio), la cual estuvo caracterizada por la aceleración de aquellos pactados a un plazo superior a dieciocho meses (Gráfico 2.15). Las tasas de interés de los depósitos a plazo, específicamente las tasas de los CDT, no presentaron una tendencia definida, con fluctuaciones a lo largo del año⁴² (Gráfico 2.16).

⁴¹ Una excepción a este patrón fue la aceleración de la cartera vencida a finales de 2015 y principios de 2016, que no estuvo precedida por una fuerte aceleración de la cartera. Lo anterior está explicado por el efecto del choque a los términos de intercambio que estuvo asociado con la caída de los precios del petróleo.

⁴² Al comparar diciembre de 2018 y diciembre de 2019, la tasa DTF (tanto nominal como real *ex ante*) se mantuvo estable, mientras que la de CDT total nominal subió 6 pb y la real *ex ante* 8 pb. El incremento durante el año se explica por aumentos en los plazos.

Gráfico 2.14
Crecimiento real anual del fondeo y contribución de sus componentes

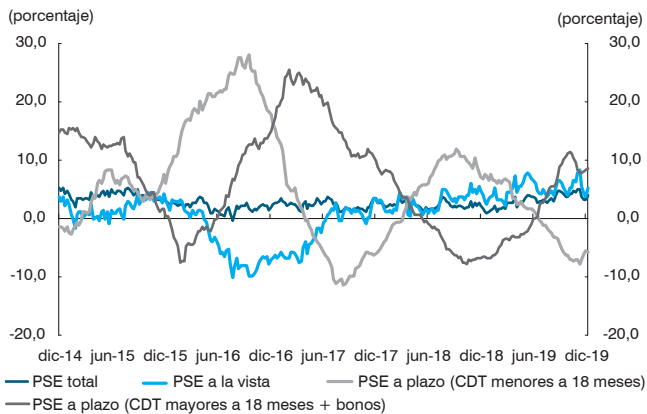


Nota: se utiliza como deflactor el IPC total. No incluye entidades financieras especiales (bancos de segundo piso).

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.

Gráfico 2.15
Crecimiento real^{a/} anual de los pasivos sujetos a encaje
(total, a la vista y por plazos)

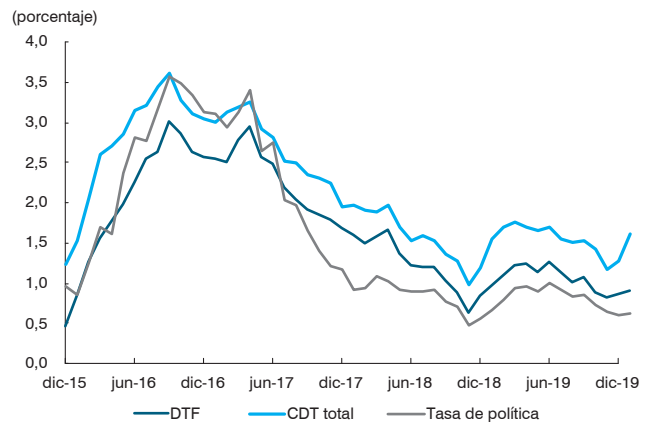


a/ Se utiliza como deflactor el IPC total.

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

Estas tendencias configuran una recomposición del fondeo hacia fuentes más estables (de mayor plazo), lo cual refleja el crecimiento saludable del balance de los EC de cara a la entrada en vigencia en 2020 de nuevos requerimientos regulatorios en materia de liquidez

Gráfico 2.16
Tasas de interés reales pasivas *ex ante*^{a/}:
CDT total y DTF



a/ Se utiliza el promedio de varias medidas 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).

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

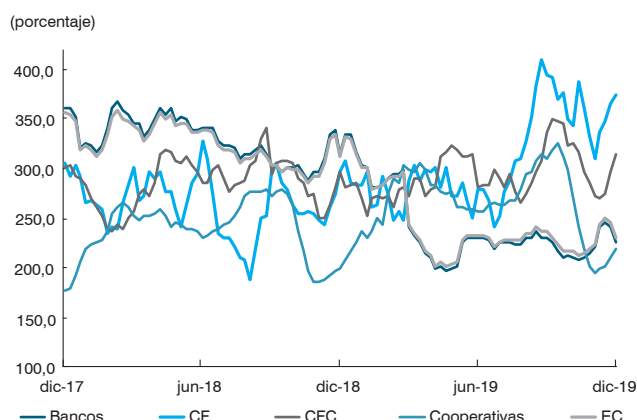
estructural⁴³ (esto es, el equilibrio entre el plazo de los activos y el plazo de las fuentes de financiamiento).

⁴³ Específicamente, la puesta en marcha del requerimiento del coeficiente de financiación estable neta (CFEN) por parte de la SFC en marzo de 2020.

Adicionalmente, durante 2019 la liquidez de corto plazo de los EC mostró un comportamiento favorable. Así, a diciembre de 2019 el IRL_R a treinta días⁴⁴ de los EC se situó en 229,9%, indicando que las entidades cuentan con activos líquidos suficientes para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo. Para todos los EC el indicador se encuentra por encima del mínimo regulatorio (Gráfico 2.17)⁴⁵.

Por último, el crecimiento del patrimonio permitió a los EC mantener su solidez en un contexto de expansión de los activos. A diciembre de 2019 la solvencia total de los EC se ubicó en 15,4% y la solvencia básica en 10,6%⁴⁶, valores por encima de sus límites re-

Gráfico 2.17
 IRL_R a 30 días



Nota: el indicador a 30 días corresponde a un promedio móvil ponderado de 4 semanas.

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

⁴⁴ El IRL_R a treinta días se define 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 (en un horizonte de treinta días). Si el IRL_R es mayor a 100% (mínimo regulatorio), 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.

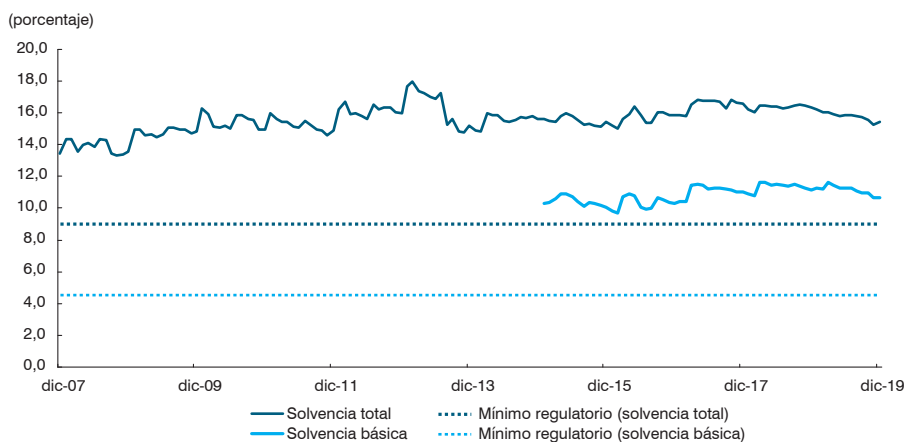
⁴⁵ La caída en el indicador de los EC observada en mayo de 2019 corresponde a la entrada en vigencia de modificaciones al cálculo del IRL_R por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia, véase la Circular Externa 009 de 2018, disponible en <https://www.superfinanciera.gov.co>

⁴⁶ La solvencia total (básica) se define como la razón entre el patrimonio técnico (básico ordinario) y los activos ponderados por nivel de riesgo de crédito y de mercado.

gulatorios⁴⁷ y similares a sus promedios de los últimos cuatro años (Gráfico 2.18). En este estado de solidez patrimonial y amplia liquidez agregada el sistema financiero está recibiendo los cambios en las condiciones macroeconómicas ocasionados por la caída en la cotización del petróleo y la expansión rápida del coronavirus.

⁴⁷ El 9% para la solvencia total y un 4,5% para la solvencia básica.

Gráfico 2.18
Relación de solvencia de los EC



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

Base monetaria y M3

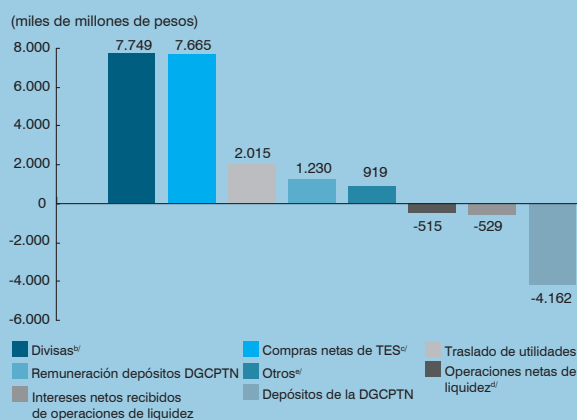
Durante 2019 la base monetaria tuvo una importante aceleración y registró los crecimientos más altos de los últimos tres años. En promedio, la variación real anual fue del 8,5% y al cierre de año fue del 10,5%, cifras significativamente superiores a las del año anterior (crecimiento real anual promedio 3,7% y 7,0% al cierre). Al finalizar diciembre la base monetaria se ubicó en COP112.454 mm, con un incremento de COP14.373 mm frente a su valor de un año atrás.

Desde el punto de vista de la oferta y frente a diciembre de 2018, el suministro de liquidez por parte del Banco ocurrió con fuentes que tienen un impacto de largo plazo sobre la base monetaria¹. Específicamente, el aumento de COP14.373 mm de la base monetaria se explica, principalmente, por la compra de divisas por parte del Banco (gracias al ejercicio de opciones *put* para acumulación de reservas entre enero y abril y la compra directa de USD 1.000 m al Gobierno² en febrero), y por la compra de TES (neta de vencimientos y cupones). Entre el cierre de 2018 y el de 2019 estas operaciones generaron una expansión de la base monetaria por COP7.749 mm y COP7.665 mm respectivamente.

Las demás operaciones del Banco tuvieron, en neto, un efecto contraccionista por COP1.041 mm. Así, la expansión generada por los pagos al Gobierno de las utilidades generadas por el Banco en el ejercicio 2018 (COP2.015 mm) y por los rendimientos sobre sus depósitos (COP1.230 mm), así como la ocasionada por otros rubros del PyG y del Balance del Banco (COP919 mm), fue contrarrestada por el mayor saldo de los depósitos del Gobierno frente al cierre de 2018 (COP4.162 mm)

y por la contracción generada por menores operaciones de liquidez transitoria y sus rendimientos (COP515 mm y COP529 mm, respectivamente) (Gráfico A). Es importante destacar que debido a los altos niveles de depósitos de la Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional (DGCPTN) en el Banco de la República la mayor parte del año, el suministro de la liquidez mediante repos incluyó operaciones a plazos hasta de noventa días³.

Gráfico A
Origen de la base monetaria (variación anual, 2019)^{a/}



a/ Cifras al cierre del mes calendario.

b/ Corresponde a la compra de divisas a través de la subasta de opciones *put* para acumulación de reservas y la compra directa al Gobierno.

c/ Es el resultado de las compras menos las ventas y vencimientos (de principal y cupones) de estos títulos en poder del Banco de la República.

d/ Corresponde a los repos de expansión netos del saldo de los depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE) para todos los plazos.

e/ Incluye otros ítems del PyG y del balance del Banco de la República.

Fuente: Banco de la República.

¹ La expansión monetaria que genera la compra de títulos por parte del Banco se reversa al vencimiento de los mismos. En ese sentido, la liquidez que se otorga mediante estas operaciones es al plazo del título adquirido.

² Véase <https://www.banrep.gov.co/es/comunicado-31-ene-ro-2019-2>

³ El saldo de repos alcanzó el máximo histórico en junio (COP22.519 mm). Véase “Suministro de liquidez por parte del Banco de la República, 2018-2019”, Recuadro 1 del *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, julio de 2019.

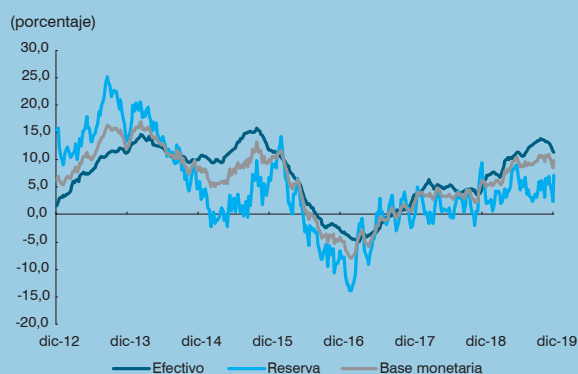
Por el lado de la demanda, el aumento de la base monetaria se explica, en su mayoría, por la fuerte aceleración del efectivo, el cual registró crecimientos significativos todo el año (12,4% real al cierre) y es su principal componente (participación promedio del 66%). La reserva bancaria también mostró una tendencia a la aceleración, y al finalizar diciembre tuvo una variación real anual de 6,8% (Gráfico B).

El incremento en la demanda por efectivo y, en general, por medios de pago a la vista, puede tener su origen en el repunte de la actividad económica, en especial de aquellos sectores en los que se realizan pagos de bajo monto, como el comercio al por menor⁴, y en

el bajo costo de oportunidad de mantener este tipo de medios de pago, gracias a los niveles actuales de inflación y de tasas de interés de los depósitos, y a su relativa estabilidad⁵.

El comportamiento del efectivo y de los depósitos se reflejó en el M3. Este se aceleró de forma sostenida a lo largo del año (creció en promedio 3,9% en términos reales) y registró los mayores aumentos de los últimos tres años (Gráfico C).

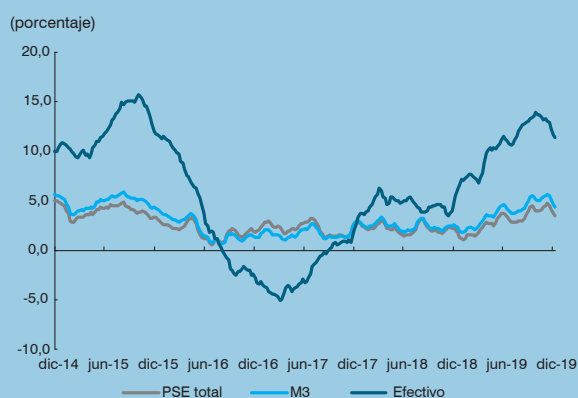
Gráfico B
Crecimiento anual de la base monetaria y sus componentes
(promedio móvil de 4 semanas)



Fuente: Banco de la República.

⁴ De acuerdo con cifras del DANE, las ventas al por menor sin combustibles se aceleraron a lo largo de 2019 (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 efectivo es el instrumento preferido para realizar pagos habituales, como alimentación o transporte. Al respecto, véase el capítulo 5: “Los pagos en la economía colombiana”, *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de julio de 2019 (<https://www.banrep.gov.co/es/informe-al-congreso>).

Gráfico C
Crecimiento real anual del M3, y de sus componentes
(promedio móvil de 4 semanas)



Nota: deflactado con el IPC total.
Fuente: Banco de la República.

⁵ Además, durante 2019 Colombia sufrió un incremento significativo en el número de migrantes venezolanos, población que probablemente debe realizar sus transacciones en efectivo.

2.4.2 Mercado de deuda pública

En 2019 las tasas⁴⁸ de los títulos emitidos por el Gobierno colombiano (TES) registraron fuertes disminuciones pese a episodios puntuales, temporales e idiosincrásicos de volatilidad. Como consecuencia de ello, el año no registró importantes señales de alerta en materia de riesgo de mercado para los tenedores de aquellos instrumentos.

Ante la estabilidad de la postura de la tasa de política monetaria del país, junto con expectativas de pocos cambios⁴⁹, en 2019 la valorización de la deuda pública colombiana, así como la de los demás países de la región, se explicó, principalmente, por las expectativas y posterior materialización de recortes de la tasa de política monetaria por parte del banco central estadounidense (Fed). En el caso colombiano, además, influyó la decisión de Moody's y Fitch Ratings en el primer semestre del año de mantener la calificación crediticia del país, y la afirmación hecha por el Gobierno en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo*, donde indicaba que buscaría reducir su endeudamiento mediante TES. Aunque no fue suficiente para contrarrestar las valorizaciones del resto del año, en el último trimestre se observó una reversión de la tendencia a la baja de las tasas en Chile, y en menor medida en los demás países de la región (gráficos 2.19 y 2.20).

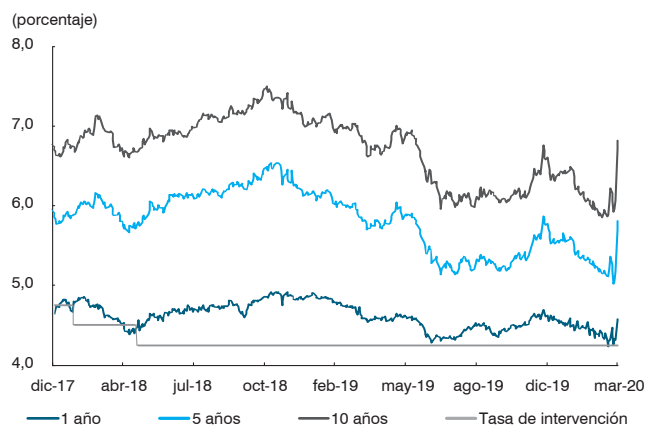
Las valorizaciones de los TES del año anterior se dieron en un contexto de menores volúmenes de negociación frente a 2018. El monto promedio diario negociado en los sistemas SEN y MEC de los títulos de deuda

⁴⁸ 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.

⁴⁹ De acuerdo con la *Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos del Banco de la República*, durante el año los analistas preveían estabilidad en la tasa de política por lo menos tres meses hacia adelante, y progresivamente fueron aumentando la duración del período de estabilidad. Así, al finalizar el año esperaban un aumento en la tasa de 25 pb en trece meses.

Gráfico 2.19

Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de intervención del Banco de la República

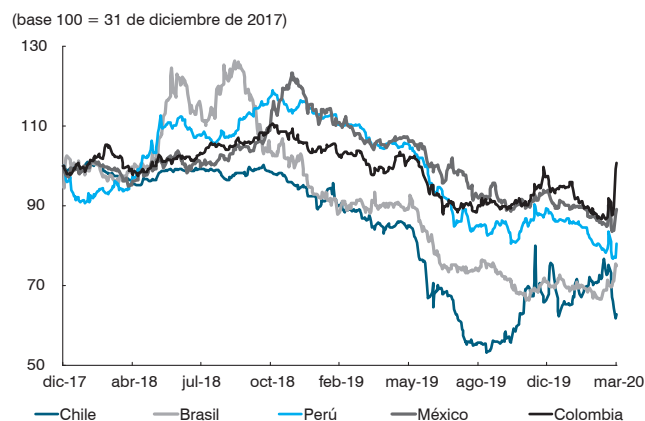


Nota: cifras a marzo 10 de 2020.

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

Gráfico 2.20

Índice de las tasas cero cupón a 10 años en América Latina



Nota: cifras a marzo 10 de 2020.

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

pública colombiana fue de COP 4,3 billones (b) durante 2019, cifra inferior a lo observado en 2018 (COP 8,9 b). Por su parte, la participación de los extranjeros en el mercado local de TES se redujo, al pasar de 26,4% para el cierre de 2018 a 24,4% en 2019.

En lo corrido del año 2020 y con información al 10 de marzo se han observado desvalorizaciones en los títulos de deuda pública, tanto en moneda local como en dólares, debido

al aumento generalizado de la percepción de riesgo global como consecuencia del aumento de nuevos casos del coronavirus en la mayoría de los países, junto con la fuerte caída de los precios del petróleo (Gráfico 1.9). Este comportamiento se ha observado en la mayoría de los países de la región (Gráfico 2.20).

Al ser el sistema financiero uno de los principales tenedores de TES y al concentrar en estos títulos la mayor parte de sus inversiones, la dinámica del mercado de deuda pública afecta de forma significativa la rentabilidad y estabilidad del sistema financiero.

Las instituciones financieras pueden tener TES como parte de sus activos (en cuenta propia) o como parte de los recursos que administran de sus clientes (en cuenta de terceros). Entre diciembre de 2018 y el mismo mes de 2019 el portafolio de TES del sistema financiero

en cuenta propia y en cuenta de terceros aumentó (COP 1,8 b y COP 19,5 b, en su orden). Lo anterior indicaría que los establecimientos se encuentran más expuestos a este mercado; sin embargo, en 2019 la volatilidad de los TES se ubicó lejos de sus máximos históricos.

En relación con el portafolio en posición propia, el aumento en su valor se explica, principalmente, por los incrementos de los bancos y las compañías de seguros y capitalización (COP 3,6 b), compensados en parte por las disminuciones (COP 1,7 b) registradas por las corporaciones financieras y las sociedades comisionistas de bolsa. En relación con los fondos administrados, el aumento del portafolio fue impulsado en mayor medida por los fondos de pensiones, que registraron un aumento de COP 17,7 b y cuya participación es del 56,5% (Cuadro 2.4).

Cuadro 2.4
Evolución saldo de TES administrado por el sistema financiero

Entidades	Saldo de TES (billones de pesos)	
	28-Dic-18	27-Dic-19
a. Sistema financiero: cuenta propia		
Establecimientos de crédito		
Bancos comerciales	43,0	45,9
Corporaciones financieras	3,3	2,0
Compañías de financiamiento	0,1	0,0
Cooperativas financieras	0,0	0,0
Instituciones financieras no bancarias (IFNB)		
Fondos de pensiones	0,1	0,1
Sociedades comisionistas de bolsa	1,5	1,0
Sociedades fiduciarias	0,2	0,1
Compañías de seguros y capitalización	15,7	16,4
Total	63,9	65,7
b. Sistema financiero: cuenta de terceros		
Extranjeros	75,7	74,2
Sociedades comisionistas de bolsa	0,0	0,0
Sociedades fiduciarias	75,7	74,2
Pensiones	107,1	126,0
Fondos de pensiones	84,7	102,4
Sociedades fiduciarias ^{a/}	22,4	23,6
FIC ^{b/}	2,3	2,7
Sociedades comisionistas de bolsa	0,4	0,7
Sociedades fiduciarias	1,9	2,0
Otros	18,4	20,0
Sociedades comisionistas de bolsa	0,8	0,7
Sociedades fiduciarias	17,6	19,3
Total	203,5	222,9
c. Otros^{c/}	26,0	25,0
Oferta total	293,4	313,7

a/ Pasivos pensionales administrados por las sociedades fiduciarias.

b/ Información proveniente del formato 351 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

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.

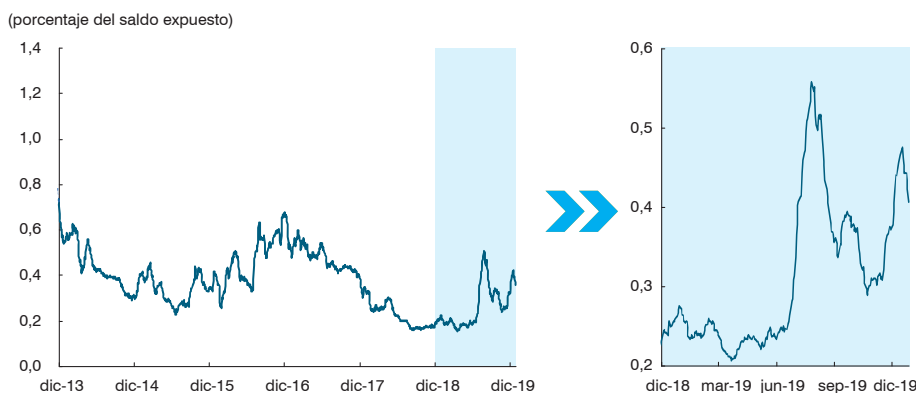
Al igual que los demás tenedores de TES, las entidades financieras pueden enfrentar pérdidas por valoración ante una caída en el precio de dichos títulos. Este riesgo se cuantifica utilizando la medida de valor en riesgo (VeR), que estima la máxima pérdida que puede experimentar una institución en su portafolio de inversión a partir de los retornos observados, en un horizonte de un día y para un nivel de confianza dado⁵⁰. 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 a los portafolios administrados por el sistema son enfrentadas por los inversionistas.

En el período de análisis (diciembre de 2018 al mismo mes de 2019), el VeR promedio mensual de la cuenta propia de las entidades financieras aumentó, lo que pone fin a la dinámica estable que presentaba desde mediados de 2018. No obstante, dado que la volatilidad estuvo en general lejos de su máximo histórico presentado en septiembre de 2015, el año 2019 no registró importantes señales de alerta en materia de riesgo de mercado para los tenedores de aquellos instrumentos (Gráfico 2.21).

⁵⁰ 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.

Gráfico 2.21
VeR de la cuenta propia del sistema financiero como porcentaje del saldo expuesto
(promedio móvil mensual)



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

Medidas recientes del Banco de la República para asegurar la liquidez de la economía en pesos

De acuerdo con el artículo 16 de la Ley 31 de 1992, al Banco de la República le corresponde estudiar y adoptar las medidas monetarias para regular la circulación monetaria y, en general, la liquidez del mercado financiero y el normal funcionamiento de los pagos de la economía. En el esquema de inflación objetivo, el Banco busca suministrar la cantidad de liquidez primaria que la economía requiere a la tasa de interés de referencia. Esta última alude a la tasa de interés de política que la Junta Directiva del Banco de la República considera compatible con alcanzar una meta puntual de inflación (3%) y lograr un nivel máximo sostenible del producto y del empleo.

En episodios de turbulencia, como el que enfrentan en la actualidad los mercados financieros, los agentes incrementan sus necesidades de recursos líquidos. Al garantizar un suministro adecuado y suficiente de liquidez en pesos, el Banco de la República busca promover el buen funcionamiento del sistema de pagos, proteger los recursos depositados por las personas y las empresas en las entidades financieras, y facilitar un flujo suficiente de recursos de crédito a la economía. Con estos objetivos en mente, y como respuesta al cambio repentino de las condiciones económicas en el contexto actual, el Banco ha tomado las siguientes medidas extraordinarias:

1. Incrementar de forma sustancial el monto y el plazo de la liquidez a la que tienen acceso los agentes del sistema financiero, con el fin de que todos los pagos de la economía continúen haciéndose de forma oportuna. En lo corrido del año hasta el 6 de marzo, el cupo promedio de la subasta de liquidez (expansión transitoria, incluyendo los repos a un día y a plazo) fue de cerca de COP9,6 billones (b); a comienzos de marzo el Banco estaba ofreciendo liquidez por cerca de COP11 b con plazo a un día. En respuesta a la turbulencia en los mercados, se aumenta-

ron de forma progresiva tanto los cupos de las subastas como el plazo al cual el Banco de la República está dispuesto a otorgar la liquidez. El cupo total de expansión transitoria (incluyendo los repos otorgados a largo plazo) llegó a ser de COP23,5 b¹ ofrecido a plazos hasta de noventa días. Con ello, los intermediarios financieros pueden tener mayor certeza de contar con la liquidez necesaria por un período mayor al habitual². Al ofrecer operaciones a plazo, el Banco busca que los intermediarios financieros obtengan los recursos a los plazos que requieren sin necesidad de renovarlos permanentemente, contribuyendo de esta manera al buen funcionamiento del mercado monetario.

2. Permitir el uso de papeles de deuda privada calificada (como CDT, bonos ordinarios, papeles comerciales, entre otros) en las operaciones de expansión transitoria. En condiciones normales, el Banco de la República usualmente realiza subastas de operaciones repo en expansión transitoria con títulos de deuda pública. En la coyuntura actual se ha identificado que la volatilidad de los mercados financieros puede exacerbar el riesgo de liquidez de amplios sectores del sistema financiero altamente expuestos a instrumentos de deuda privada calificada. Al activar las subastas de liquidez con aquellos papeles (y extender su acceso, como se describe a continuación), el Banco facilita el flujo de recursos líquidos a la economía y evita que la liquidación de aquellas posiciones genere un desplome excesivo en el precio de los títulos que pueda alterar la liquidez de las entidades financieras y afectar la confianza del público en el sistema.

¹ <https://www.banrep.gov.co/es/banco-republica-refuerza-medidas-para-asegurar-liquidez-economia-pesos-y-dolares>

² Las operaciones de liquidez del Banco de la República son usualmente a un día.

3. Extender el acceso a las subastas de repos de expansión transitoria a un grupo más amplio de entidades financieras, en especial aquellas que estaban experimentando mayor presión en los mercados. Inicialmente se permitió la participación en las subastas con títulos de deuda privada de sociedades comisionistas de bolsa, sociedades fiduciarias y sociedades administradoras de inversión (tanto en posición propia como por cuenta de terceros o fondos administrados)³; posteriormente, a ellas y a las entidades aseguradoras se les autorizó participar también en las subastas con títulos de deuda pública y en la ventanilla. Adicionalmente, a los fondos de pensiones y cesantías se les permitió participar en la subasta con títulos de deuda pública y en la ventanilla de liquidez⁴. Este conjunto de agentes habitualmente no tiene acceso a las operaciones para el suministro de liquidez transitoria por parte del Banco de la República⁵. Al permitirles acceso a estas facilidades, el Banco busca que la liquidez fluya de manera eficaz a aquellos sectores del sistema financiero que la puedan requerir con mayor celeridad.
4. Autorizar la inyección permanente de liquidez a la economía mediante la compra definitiva de títulos de deuda pública y de títulos emitidos por establecimientos de crédito⁶ (certificados de depósito a término y bonos ordinarios) a un amplio conjunto de agentes financieros. Con ello se busca fortalecer la liquidez de la economía y mitigar de manera permanente las amenazas que sobre la liquidez y la confianza del público ocasiona la coyuntura macroeconómica reciente.

³ Véase comunicado de la JDBR del 12 de marzo de 2020 (<https://www.banrep.gov.co/es/comunicado-junta-directiva>)

⁴ Véase comunicado de la JDBR del 18 de marzo de 2020 (<https://www.banrep.gov.co/es/banco-republica-refuerza-medidas-para-asegurar-liquidez-economia-pesos-y-dolares>)

⁵ Este conjunto de entidades normalmente tiene acceso a la facilidad de repo intradía (con excepción de las entidades aseguradoras), el cual se considera una operación para facilitar el funcionamiento del sistema de pagos (no una operación para suministro de liquidez a la economía). Sin embargo, sí pueden participar en las operaciones de contracción transitoria mediante depósitos remunerados no constitutivos de encaje.

⁶ En el caso de los títulos de deuda privada mediante subastas de precio discriminatorio.

2.5 Balance externo y política cambiaria

En 2019 continuó la ampliación del déficit de la cuenta corriente que comenzó a observarse nuevamente un año atrás, luego del período de ajuste externo frente al choque de términos de intercambio. En 2019 la mayor expansión de la demanda interna, la debilidad de los socios comerciales y los menores precios de exportación incrementaron el déficit en la cuenta corriente al 4,3% del PIB, frente al 3,9% observado en 2018. El deterioro de la balanza comercial fue el principal determinante de la ampliación del déficit externo, mientras que la reducción de las utilidades de las empresas

con capital extranjero y los mayores ingresos por remesas de trabajadores mitigaron dicho incremento. Para 2020 las cambiantes condiciones económicas y financieras mundiales, propiciadas por la pandemia del Covid-19 y la significativa reducción de los precios del petróleo, generan alta incertidumbre en el pronóstico del déficit de la cuenta corriente. En este año su evolución dependerá de la magnitud y persistencia de estos choques.

En cuanto a la política cambiaria, en 2019 la estrategia de acumulación de reservas internacionales del Banco de la República, junto con la rentabilidad de las inversiones, permitió incrementar el saldo de las reservas

internacionales en USD 4.774,3 m, alcanzando al final del año un total de USD 53.167,2 m. La acumulación se realizó por medio del ejercicio de subastas de opciones *put* y mediante la compra de dólares a la Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional (DGCPTN). Por su parte, en los días previos a la publicación de este *Informe* y ante la volatilidad de los mercados por las fuertes caídas en el precio del petróleo y la incertidumbre sobre el impacto del Covid-19 en la economía mundial, el Banco de la República ha venido implementando un conjunto de medidas con el fin de brindar al mercado instrumentos de cobertura de riesgo cambiario, facilitar la negociación en moneda extranjera y asegurar la liquidez de la economía en dólares. Estas medidas se explican en detalle en la sección de política cambiaria.

2.5.1 Balance externo de Colombia en 2019

Durante 2019 la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registró un déficit de USD 13.800 m, superior en USD 753 m al de un año atrás (Cuadro 2.5). Como proporción del PIB, se estima que el déficit fue de 4,3%, mayor en 0,4 pp en comparación con lo observado en 2018.

El mayor déficit corriente se encuentra en sintonía con el crecimiento de la demanda interna, los menores precios de exportación y la debilidad del crecimiento económico de los socios comerciales. En primer lugar, el buen desempeño del gasto de los hogares y de la formación bruta de capital fijo habrían impulsado las importaciones de bienes y servicios. Por su parte, los menores precios y producción de carbón, así como la reducción en la cotización internacional del crudo explican, en su mayoría, la caída de las exportaciones de bienes. Estos factores, sumados a la desaceleración de los principales socios comerciales, se habrían reflejado en el deterioro de la balanza comercial, el cual aumentó USD 3.303 m con respecto a un año atrás (Cuadro 2.5). En contraste, la disminución de los egresos netos del rubro renta de los factores (USD 1.455 m),

junto con el aumento de los ingresos netos por transferencias corrientes en USD 1.033 m, contribuyeron a mitigar el déficit externo del país.

El mayor déficit corriente tuvo como contrapartida mayores necesidades de financiamiento externo. Como resultado de ello, en términos de la cuenta financiera⁵¹, en 2019 se registraron entradas netas de capital por USD 13.102 m (4,1% del PIB), superiores en USD 687 m a lo observado un año atrás, cuando totalizaron USD 12.415 m (3,7% del PIB) (Cuadro 2.5). En 2019 la IED continúa siendo la principal fuente de financiamiento externo (USD 14.493 m), en particular aquellos recursos orientados hacia las empresas cuya actividad se concentra en el mercado interno. Adicionalmente, los ingresos de capital hacia el sector minero-energético se mantuvieron con el fin de sostener o aumentar los niveles de producción. Además, el acceso a otras fuentes de financiamiento externo (USD 5.156 m), tales como el endeudamiento y los flujos de portafolio, se mantuvo, en un entorno de condiciones financieras externas favorables.

A continuación, se describe con mayor detalle el comportamiento de los distintos componentes de la balanza de pagos:

El déficit de la balanza comercial de bienes durante 2019 totalizó USD 8.447 m, con un aumento de USD 3.303 m (64,2%) con respecto a un año atrás (Cuadro 2.5). Este resultado se explica por el monto de exportaciones en USD 42.374 m, con una reducción anual de 4,6% (USD 2.066 m), y de importaciones en USD 50.821 m, con un incremento anual de 2,5% (USD 1.237 m) (Cuadro 2.5).

⁵¹ De acuerdo con la sexta versión 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) 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.

Cuadro 2.5
Balanza de pagos en Colombia

	2018 (pr)	2019 (pr)	Variación (dólares)
Cuenta corriente (millones de dólares)			
Cuenta corriente (A + B + C)	-13.047	-13.800	-753
Porcentaje del PIB	-3,9%	-4,3%	
A. Bienes y servicios	-8.926	-12.167	-3.241
1. Bienes	-5.144	-8.447	-3.303
Exportaciones FOB	44.440	42.374	-2.066
Importaciones FOB	49.584	50.821	1.237
2. Servicios	-3.782	-3.720	62
Exportaciones	9.654	9.988	334
Importaciones	13.436	13.708	272
B. Renta de los factores	-11.764	-10.309	1.455
Ingresos	6.117	6.934	817
Egresos	17.881	17.243	-638
C. Transferencias corrientes	7.643	8.676	1.033
Ingresos	8.584	9.636	1.052
Egresos	941	961	19
Cuenta financiera. Flujos anuales (millones de dólares)			
Cuenta financiera con variación de reservas internacionales (A + B + C + D)	-12.415	-13.102	-687
Porcentaje del PIB	-3,7%	-4,1%	
A. Inversión directa (ii-i)	-6.409	-11.279	-4.870
i. Extranjera en Colombia (IED)	11.535	14.493	
Porcentaje del PIB (IED)	3,5%	4,5%	
ii. Colombiana en el exterior	5.126	3.214	
B. Inversión de cartera (1+2)	1.297	506	-791
1. Sector público (ii-i)	-1.410	-787	
i. Inversión extranjera de cartera (a+b)	2.016	850	
a. Mercados internacionales (bonos)	-1.514	1.069	
b. Mercado local (TES)	3.529	-219	
ii. Inversión de cartera en el exterior	605	63	
2. Sector privado (ii-i)	2.707	1.294	
i. Inversión extranjera de cartera (a+b)	-1.667	-817	
a. Mercados internacionales (bonos)	-844	415	
b. Mercado local	-823	-1.232	
ii. Inversión de cartera en el exterior	1.041	477	
C. Otros flujos de capital sector público + sector privado	-8.490	-5.662	2.828
D. Activos de reserva	1.187	3.332	2.145
Errores y omisiones (E y O)	632	698	66
Memo ítem:			
Cuenta financiera sin variación de reservas internacionales	-13.602	-16.434	-2.833
Variación de reservas internacionales	1.187	3.332	

(pr): preliminar.

Fuente: Banco de la República.

El descenso exportador se originó principalmente en las menores ventas al exterior de carbón (USD 1.780 m), petróleo y sus derivados (USD 869 m) y productos industriales (USD 171 m). En contraste, registraron incrementos las ventas externas de oro no monetario (USD 312 m) y de banano (USD 68 m). La reducción en las ventas externas de carbón se origina por el efecto combinado de menor volumen exportado (14,0%) y la reducción en su precio de exportación (11,7%). El menor valor exportado de petróleo crudo se explica por la reducción en su precio de venta (7,2%), compensado parcialmente por el alza en sus cantidades vendidas (1,3%). En cuanto a las exportaciones de oro no monetario y banano, sus exportaciones aumentaron tanto por el incremento en su volumen despachado (15,0% y 8,4%, respectivamente) como por sus mayores precios implícitos de exportación (9,7% y 0,1%, en su orden).

El valor importado de mercancías durante 2019 sumó USD 50.821 m, con un incremento anual de 2,5% (USD 1.237 m). Este aumento se explica principalmente por el crecimiento de las compras externas de combustibles y lubricantes (USD 868 m; 28,3%), las de equipo de transporte (USD 538 m; 13,4%) y las de bienes de consumo (USD 595 m; 5,3%). Este resultado se compensa parcialmente con la disminución de las importaciones de insumos y de bienes de capital para la industria (USD 386 m; 1,5%).

La reducción del déficit de la renta factorial y de la cuenta de servicios, sumada a los mayores ingresos por remesas de trabajadores, compensaron, parcialmente, el deterioro de la balanza comercial de bienes. Así, el déficit de la cuenta de servicios disminuyó en USD 62 m en 2019 (Cuadro 2.5), debido al mayor incremento de sus exportaciones frente al de los servicios importados. Por el lado de las exportaciones, sobresalen los mayores ingresos recibidos por concepto de servicios empresariales, en especial los relacionados con la actividad de *call center*, así como de la venta de servicios de viajes y transporte. En cuanto a las importaciones se destacan los

mayores egresos por concepto de seguros y financieros, de viajes y de fletes.

Durante 2019 la reducción de los egresos netos por renta factorial (USD 1.455 m) (Cuadro 2.5) se origina principalmente en la disminución de las utilidades obtenidas por las empresas con inversión directa (USD 1.062 m). Se estima que disminuyen sobre todo las ganancias de las firmas que operan en las actividades de explotación petrolera y de minas y canteras (USD 1.026 m). Esta tendencia se compensa parcialmente con las mayores utilidades estimadas para empresas con IED que prestan servicios públicos, excepto las del sector de transporte y comunicaciones.

Con relación al rubro de transferencias corrientes, en 2019 se recibieron ingresos netos de USD 8.676 m, lo que significó un 13,5% más (USD 1.033 m) que lo obtenido en 2018, resultado explicado en su mayoría por la dinámica de las remesas de trabajadores, las cuales ascendieron a USD 6.744 m en 2019, con un incremento anual del 6,7% (USD 422 m). Los principales incrementos de ingresos de remesas se observaron en las enviadas desde los Estados Unidos, España, Canadá y Australia y, por otra parte, se redujo el envío de remesas desde Argentina, México y Costa Rica.

En cuanto al resultado de la cuenta financiera, en 2019 se registraron entradas netas de capital por USD 13.102 m, superiores en USD 687 m a lo observado un año atrás. Esto se explica por ingresos de capital extranjero (USD 17.051 m), salidas de capital colombiano en el exterior (USD 533 m), salidas por concepto de derivados financieros (USD 84 m), y aumento de las reservas internacionales por concepto de transacciones de balanza de pagos (USD 3.332 m)⁵². Los errores y omisiones se estimaron en USD 698 m (Cuadro 2.5).

Estos recursos externos recibidos por el país se originan en la IED (USD 14.493 m), en

⁵² Cabe señalar que dicha acumulación de reservas es el resultado de compras netas de divisas por USD 2.478 m, ingresos por rendimiento neto de las reservas internacionales de USD 938 m y por egresos netos por otras operaciones del Banco de la República de USD 84 m.

el desembolso neto de préstamos y otros créditos externos (USD 2.525 m) y en los desembolsos netos de títulos de deuda de largo plazo colocados en los mercados internacionales (USD 1.484 m). Estos ingresos fueron compensados parcialmente por las liquidaciones de títulos de renta variable en el mercado local por parte de no residentes (USD 1.232 m) y de las ventas netas de TES en el mercado local por parte de no residentes (USD 219 m).

Así, en 2019 por concepto de IED se recibieron USD 14.493 m (4,5% del PIB), monto superior en USD 2.958 m (25,6%) a lo recibido un año antes. La distribución por actividad económica de la IED recibida en este período fue la siguiente: minería y petróleo (31,9%), servicios financieros y empresariales (20,6%), comercio y hoteles (14,7%), industria manufacturera (10,7%), transporte y comunicaciones (8,6%), electricidad (2,1%), y el resto de sectores (11,4%). Por su parte, el flujo de inversión directa colombiana en el exterior se estimó en USD 3.214 m, efectuado en su mayoría por empresas mineroenergéticas y del sector industrial.

Por su parte, durante 2019 los ingresos por inversión extranjera de cartera totalizaron USD 33 m, monto inferior en USD 315 m al obtenido un año atrás. Esto fue resultado de los desembolsos netos de títulos de deuda de largo plazo colocados en los mercados internacionales (USD 1.484 m), de las liquidaciones de títulos de renta variable en el mercado local por parte de no residentes (USD 1.232 m) y de las ventas netas de TES en el mercado local por parte de no residentes (USD 219 m). Las salidas de capital colombiano por este concepto totalizaron USD 540 m y corresponden a las inversiones de cartera realizadas por empresas tanto del sector privado (USD 477 m) como del sector público (USD 63 m) (Cuadro 2.5).

Finalmente, por concepto de otros flujos de capital el país recibió desembolsos netos por préstamos y otros créditos por USD 2.525, principalmente de largo plazo. El sector privado recibió desembolsos netos por USD 2.648 m, préstamos contratados especialmente por empresas que operan en

el sector privado no bancario que utilizaron estos recursos para la compra de activos en el exterior y como capital de trabajo. Por su parte, el sector público realizó amortizaciones netas de préstamos por USD 123 m, principalmente de créditos de largo plazo.

2.5.2 Evolución de la tasa de cambio

Durante 2019 el dólar se fortaleció frente a sus pares y países emergentes, lo cual estuvo explicado, principalmente, por la incertidumbre y mayor aversión al riesgo ante las tensiones comerciales entre los Estados Unidos y China, diferentes eventos de incertidumbre política interna en varias regiones del mundo (e. g.: Reino Unido, Italia, Argentina y Hong Kong) y temores por una mayor desaceleración económica mundial. Al cierre del año la moneda estadounidense se fortaleció 0,4% anual frente a sus principales cruces⁵³ y 1,3% frente a las monedas de economías emergentes⁵⁴.

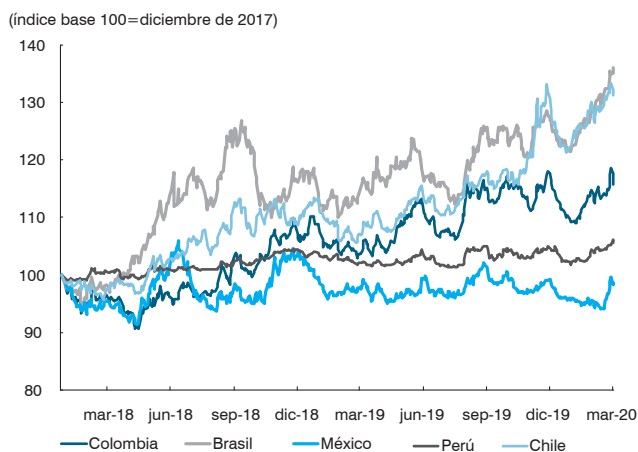
En América Latina, acorde con el fortalecimiento global del dólar, la mayoría de las monedas se depreciaron, influenciadas, además, por factores idiosincrásicos, como el surgimiento de diferentes protestas sociales en la región durante el último trimestre del año. Así, si se comparan las tasas de cambio promedio de estas monedas durante 2019 frente a las de 2018, el peso argentino se depreció 72,1%, el peso colombiano 11,0%, el peso chileno 9,6%, el real brasileño 7,9%, el peso mexicano 1,9% y el sol peruano 1,5% (Gráfico 2.22).

En el caso del peso colombiano, la moneda se apreció durante el primer trimestre de 2019, aún con el comportamiento de las de-

⁵³ De acuerdo con el índice 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 Estados Unidos.

⁵⁴ De acuerdo con el índice FXJPEMCI, que incluye las monedas de Brasil, Rusia, China, México, Suráfrica, Corea del Sur, Chile, Israel, Taiwán, Perú, Turquía, India, Argentina, Malasia, Colombia, Hungría, Indonesia, Egipto, Tailandia, República Checa, Filipinas, Marruecos, Pakistán, Jordania y Polonia.

Gráfico 2.22
Índices de tasas de cambio nominales
de algunos países de América Latina



Fuentes: Bloomberg y Banco de la República.

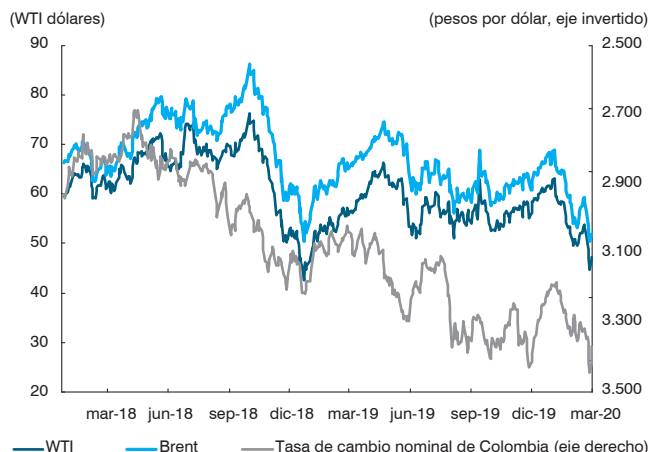
más monedas de la región e influenciado por el incremento del precio del petróleo y expectativas de monetización por parte de empresas del sector real para el pago de dividendos y de impuestos. Este comportamiento se revirtió durante el segundo y tercer trimestre del año en un contexto internacional desfavorable, como consecuencia del aumento de las tensiones comerciales entre los Estados Unidos y China. Finalmente, en el cuarto trimestre el peso colombiano presentó una apreciación del 5,8%⁵⁵ frente al dólar debido a la percepción de una menor intensidad de las protestas nacionales, el alcance de la primera ronda de negociaciones entre los Estados Unidos y China en diciembre, y el incremento en los precios del petróleo⁵⁶ (Gráfico 2.23).

En comparación con las monedas de los principales socios comerciales (según el índice de tasa de cambio nominal: ITCN), durante 2019 el peso colombiano se debilitó frente

⁵⁵ No obstante, cabe destacar que en noviembre el peso se depreció apoyado por factores locales, como la incertidumbre en cuanto a la duración y los costos asociados con las protestas sociales nacionales.

⁵⁶ Entre el 30 de septiembre y el 30 de diciembre de 2019 el precio del petróleo Brent aumentó 12,6% y el del WTI 14,1%.

Gráfico 2.23
Tasa de cambio nominal
y precio internacional del petróleo



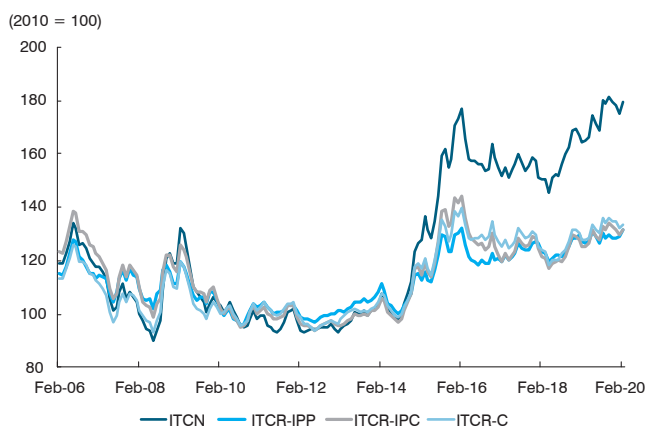
Fuente: Bloomberg.

al cierre de 2018 (Gráfico 2.24), cuando la tasa de cambio del país se situó, en promedio, en COP 3.280 por dólar. De esta forma, el peso colombiano registró una depreciación del 0,84%, al comparar diciembre de 2018 con el de 2019. En términos de los promedios anuales, la depreciación de 2019 fue del 11%.

Si se descuentan las variaciones de los precios en Colombia y en los demás países (índice de tasa de cambio real: ITCR), durante 2019 el peso se debilitó frente al conjunto de los principales socios comerciales del país (ITCR-IPC, ITCR-IPP; Gráfico 2.24). Algo similar se observa si se compara el poder de compra del peso colombiano frente a sus competidores en los Estados Unidos en los mercados de café, banano, flores y textiles (ITCR-IPC e ITCR-C). Como se mencionó, la incertidumbre y mayor aversión al riesgo ante las tensiones comerciales entre los Estados Unidos y China, el *brexit* y los temores por una mayor desaceleración económica mundial generaron presiones de depreciación que fueron parcialmente atenuadas en los índices de la TCR por una tendencia al alza de la inflación local. Al tomar los promedios anuales, la dinámica descrita implicó que el comportamiento de los índices de la TCR mostrara una depreciación alrededor del 5,5%.

Gráfico 2.24

Índices de tasa de cambio multilateral (nominal y real)



Fuente: Banco de la República.

En lo corrido de 2020 y con información al 11 de marzo de 2020, el peso colombiano se ha debilitado nominalmente un 17,1%. Esta dinámica se ha presentado en un contexto de mayor percepción de riesgo global dada la expansión del coronavirus. Asimismo, la devaluación del peso ha estado influenciada por la fuerte caída de los precios del petróleo⁵⁷, los cuales registraron sus mayores descensos tras la reunión del 6 de marzo de 2020 entre los miembros de la OPEP y sus países socios, que finalizó sin un acuerdo para intensificar y prolongar los recortes de producción de crudo. En consecuencia, el 9 de marzo Arabia Saudita indicó que subiría la producción para aumentar su cuota de mercado y rebajó sus precios oficiales⁵⁸.

2.5.3 Política cambiaria

Ante la volatilidad de los mercados por las fuertes caídas en el precio del petróleo y la incertidumbre sobre el impacto del coronavirus en la economía mundial, el 12 de marzo

el Banco de la República anunció la venta de dólares a futuro mediante contratos *forward* con cumplimiento financiero (*non delivery forwards: NDF*)⁵⁹ por un monto de USD 1.000 m, con el fin de brindar al mercado instrumentos de cobertura de riesgo cambiario y facilitar la negociación en moneda extranjera. Posteriormente, el 18 de marzo la JDBR decidió vender dólares en el mercado de contado mediante contratos *FX Swaps*⁶⁰ por USD 400 m, con el objetivo de reforzar las medidas para asegurar la liquidez de la economía en dólares. El uso de este último mecanismo se hizo extensible a los administradores de fondos de pensiones y cesantías en adición a sus contrapartes originales⁶¹.

El Banco de la República reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional para fortalecer su posición externa. Dado lo anterior, la estrategia de acumulación de reservas internacionales del Banco, junto con la rentabilidad de las inversiones, permitió incrementar el saldo de las reservas internacionales durante 2019 en USD 4.774,3 m, alcanzando al final del año un total de USD 53.167,2 m. La acumulación se realizó por medio de subastas de opciones *put* (USD 1.478,1 m) y mediante la compra de dólares a la DGTPTN en febrero del año anterior (USD 1.000 m).

Además, Colombia cuenta con una línea de financiamiento contingente con el FMI (línea de crédito flexible: LCF) desde mayo de 2009, 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 7.848 millones de derechos especiales de giro (DEG), que al finalizar el año 2019 equivalían a aproximadamente

⁵⁷ Entre el 30 de diciembre de 2019 y el 11 de marzo de 2020 el precio del petróleo Brent cayó 47,7% y el del WTI 46,5%.

⁵⁸ Entre el 9 y 6 de marzo de 2020 el precio del petróleo Brent y el del WTI presentaron variaciones diarias de -24,1% y -24,6% respectivamente.

⁵⁹ Mediante este instrumento el Banco de la República vende dólares a un mes.

⁶⁰ El Banco de la República vende dólares de contado y los recompra a futuro (en sesenta días).

⁶¹ Principalmente los bancos.

USD 10.800 m⁶². Aunque las autoridades económicas no prevén hacer uso de estos recursos, consideran prudente contar con ellos ante la eventualidad de un recorte abrupto del financiamiento externo.

La metodología que sigue el Banco para determinar el nivel adecuado de reservas internacionales tiene la misma lógica que la razón de cobertura de liquidez (LCR, por su sigla en inglés) propuesta dentro del marco de supervisión de Basilea III para los bancos⁶³. En esta se 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. De esta manera, 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. Con información a diciembre de 2019 las reservas internacionales superaron estos indicadores en aproximadamente USD 7.000 m. Además, las reservas internacionales, junto con la LCF del FMI deben cubrir dichas necesidades de financiamiento externo y salidas factibles de capitales de residentes y no residentes, criterio que al cierre de 2019 también se cumplió a cabalidad.

⁶² 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.

⁶³ Véase el sombreado “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, p. 75.

Adicionalmente, existen otros indicadores para evaluar las reservas internacionales que pueden dar señales de alerta sobre la vulnerabilidad externa de las economías. Entre estos se encuentran las razones de reservas internacionales a M3, a amortizaciones de la deuda externa y al déficit en cuenta corriente. En el caso colombiano, estos indicadores registran valores promedio por encima de 1⁶⁴ durante la última década y habrían presentado mejoras en 2019 con respecto a los niveles observados en 2018, explicadas en buena medida por el aumento en el saldo de las reservas internacionales (Cuadro 2.6). Además, Colombia ocupa una posición intermedia con respecto a los pares de la región, mostrando, en general, indicadores más elevados que Chile, similares en algunos casos a los de México y en su mayoría inferiores a los de Brasil y Perú⁶⁵ (Cuadro 2.7).

⁶⁴ De acuerdo con el FMI, “Debt and Reserve Related Indicators of External Vulnerability” (2000), existe evidencia empírica para una muestra de economías emergentes que 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.

⁶⁵ 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 2.6
Otros indicadores de las reservas internacionales de Colombia

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	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	53.167
Indicadores								
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa								
Amortizaciones deuda externa (millones de dólares) ^{b/}	22.539	16.773	21.756	24.531	23.759	30.212	32.168	32.863
RIN/amortizaciones deuda externa del año en curso	1,66	2,60	2,18	1,90	1,96	1,58	1,50	1,62
RIN/amortizaciones deuda externa del siguiente año	2,23	2,01	1,93	1,97	1,54	1,48	1,47	1,55
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	1,28	1,36
RIN/(servicio de deuda año siguiente) ^{c/}	1,84	1,69	1,63	1,64	1,32	1,26	1,24	1,35
RIN / (amortizaciones de deuda año corriente + Déficit cuenta corriente año corriente)	1,11	1,49	1,14	1,08	1,30	1,18	1,07	1,14
RIN / (Amortizaciones de deuda año siguiente + Déficit cuenta corriente año siguiente) ^{d/}	1,28	1,05	1,10	1,31	1,15	1,05	1,04	1,09
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	12,6
RIN como meses de importaciones totales	6,5	7,4	7,6	8,7	10,3	10,1	9,2	9,9
RIN/M3 (porcentaje)	22,1	24,7	30,2	35,5	31,7	29,6	31,4	32,2
RIN/PIB (porcentaje)	10,1	11,4	12,4	15,9	16,5	15,3	14,5	16,4
RIN/PIB ajustado PPP (porcentaje) ^{e/}	6,7	7,3	7,4	7,0	6,8	6,7	6,5	6,8

(pr): preliminar.

(proy): proyectado.

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 2020 corresponden a los pagos estimados en la proyección preliminar de la balanza de pagos.

d/ El déficit en cuenta corriente para 2020 corresponde a una proyección.

e/ El PIB PPP corresponde al PIB convertido a dólares de acuerdo a la tasa de paridad de poder adquisitivo (PPP) del Banco Mundial.

Fuente: Banco de la República; cálculos con base en los datos observados a diciembre de 2019 y en la estimación preliminar de la balanza de pagos.

Cuadro 2.7
Comparación regional: otros indicadores de reservas internacionales en 2019

	Brasil	Chile	México	Perú	Colombia
RIN/M3	22,6	11,2	29,4	31,4	32,2
RIN/amortizaciones de deuda externa	2,5	0,6	1,8	3,2	1,6
RIN/servicio de deuda	2,2	0,6	1,4	2,8	1,4
RIN/amortizaciones de deuda externa + déficit cuenta corriente	2,1	0,5	1,6	2,5	1,1
RIN como meses de importaciones de bienes	24,3	6,2	4,4	15,0	12,6
RIN/PIB (ajustado PPP)	11,0	7,4	6,6	10,7	6,8

Nota: el PIB de los países considerados corresponde al PIB convertido a dólares de acuerdo a las tasas de paridad de poder adquisitivo (PPP) del Banco Mundial.

Fuentes: Bancos centrales, Economist Intelligence Unit (última actualización enero de 2020) y Banco de la República.

3. Administración de las reservas internacionales

El Banco de la República administra las reservas internacionales con sujeción a los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad y dentro de un estricto marco de gestión de riesgos, dentro del que se destacan las medidas encaminadas al manejo de riesgo de mercado, riesgo de crédito y riesgo de liquidez. La composición del portafolio de inversión, principal componente de las reservas internacionales, permite evidenciar la alta calidad crediticia y liquidez de los títulos en los que se invierten las reservas internacionales.

Al 31 de diciembre de 2019, las reservas internacionales netas totalizaron USD 53.167,2 m, cuantía superior en USD 4.774,3 m al saldo registrado en diciembre de 2018. Los factores que explican el aumento en las reservas internacionales son el programa de compra de divisas y la rentabilidad obtenida durante el año.

De forma consistente con la Ley 31 de 1992, el Banco de la República administra las reservas internacionales conforme al interés público, al beneficio de la economía nacional y con el propósito de facilitar los pagos del país en el exterior. De acuerdo con esto, la ley define que la inversión de los activos de reserva se hará con sujeción a los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad.

El criterio de seguridad con el que se gestionan las reservas internacionales en Colombia implica controlar adecuadamente el riesgo al que se exponen las inversiones. Con el fin de manejar los riesgos dentro de parámetros y niveles aceptables, el Comité de Reservas Internacionales del Banco de la República define límites estrictos para las exposiciones a cada uno de los diferentes riesgos que enfrentan las reservas. 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 de riesgo de liquidez, con el fin de tener la capacidad de convertir los activos de reserva en efectivo de una manera rápida y a un bajo costo.

Para cumplir con el criterio de liquidez el Banco minimiza este riesgo invirtiendo en activos financieros fáciles de liquidar en el mercado secundario o en activos que vencen en el corto plazo. Adicionalmente, el Banco de la República define tramos de inversión en función de los objetivos de liquidez y rentabilidad. Las inversiones de más corto plazo y con mayor liquidez se usan para intervenir en el mercado cambiario. Normalmente, la parte de las reservas que serían empleadas solo en casos excepcionales se invierte a un plazo más largo para buscar una mayor rentabilidad. El Banco de la República divide el portafolio de inversión de las reservas en tres tramos: de corto plazo, de mediano plazo y el tramo de oro.

Las políticas de administración de las reservas están basadas en la teoría moderna de portafolios, la cual sugiere aplicar el principio de la diversificación. De esta manera, la seguridad, liquidez y rentabilidad del portafolio se evalúan en conjunto y no por el desempeño de inversiones individuales. Una vez definidos los criterios para que el portafolio de las reservas internacionales se invierta con un riesgo bajo, la política de administración también busca propender por una rentabilidad adecuada, ya que este criterio es parte del mandato entregado por la ley al Banco de la República. En el Anexo se presenta una explicación de las políticas que orientan la inversión de las reservas y algunas definiciones relevantes.

A diciembre de 2019 las reservas internacionales netas totalizaron USD 53.167,2 m, cuantía superior en USD 4.774,3 m al saldo registrado en diciembre de 2018⁶⁶. El aumento en

⁶⁶ 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 53.174,2 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron USD 7,04 m.

el saldo en dólares de las reservas internacionales 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. El rendimiento de las reservas internacionales al cierre de diciembre de 2019 fue de 4,57%⁶⁷. Los factores más importantes que explican el rendimiento 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.

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 (94,68% y 1,28% de las reservas, respectivamente). En el Gráfico 3.1 se presenta la composición de las reservas internacionales.

3.1 Composición del portafolio de inversión⁶⁸

En el Gráfico 3.2 se observa la composición del portafolio de inversión a diciembre de 2019, cuando alrededor del 95,5% estaba invertido en papeles emitidos por gobiernos, entidades relacionadas con gobiernos (cuasigobiernos) y acuerdos de recompra con la Reserva Federal.

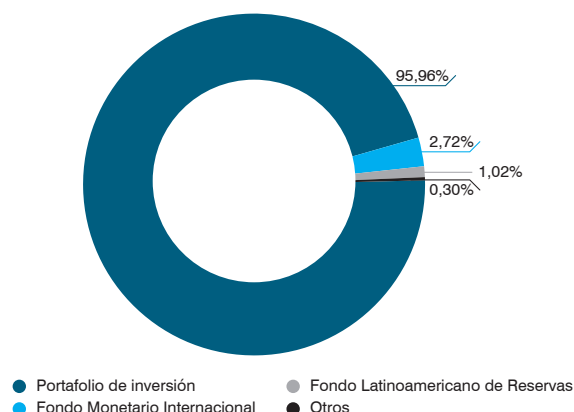
El Gráfico 3.3 muestra la calidad crediticia del portafolio de inversión. El Banco utiliza como referencia la menor calificación otorgada por al menos dos de las tres principales agencias calificadoras (S&P, Moody's y Fitch Ratings). El 77,76% del portafolio se encuentra invertido en instrumentos con calificación AAA y el 18,96% en AA, lo cual evidencia la alta calidad crediticia de los activos en que se invierte el portafolio.

Finalmente, el Gráfico 3.4 muestra la composición cambiaria que tenía el portafolio de inversión al 31 de diciembre de 2019.

⁶⁷ Esta tasa de rentabilidad excluye el efecto del componente cambiario.

⁶⁸ Los gráficos en esta sección se calculan sobre el monto del portafolio de inversión excluyendo el oro.

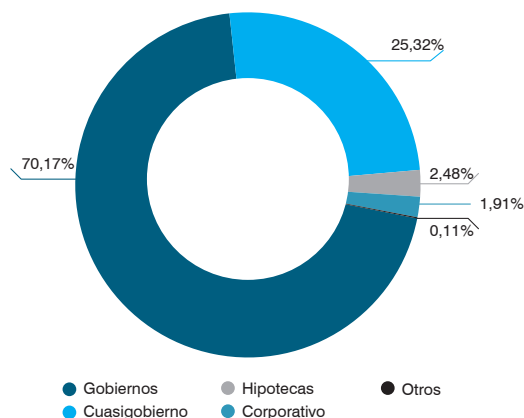
Gráfico 3.1
Composición de las reservas internacionales
(información al 31 de diciembre de 2019)



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.

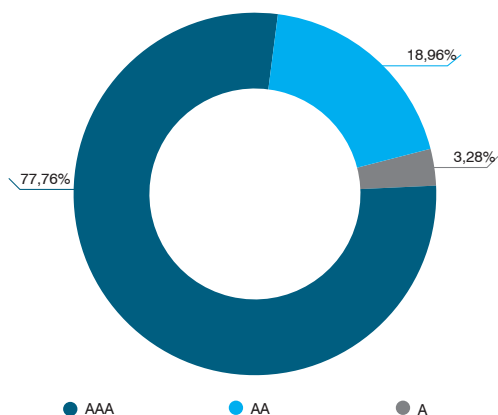
Gráfico 3.2
Composición del portafolio de inversión por sectores
(información al 31 de diciembre de 2019)



Fuente: Banco de la República.

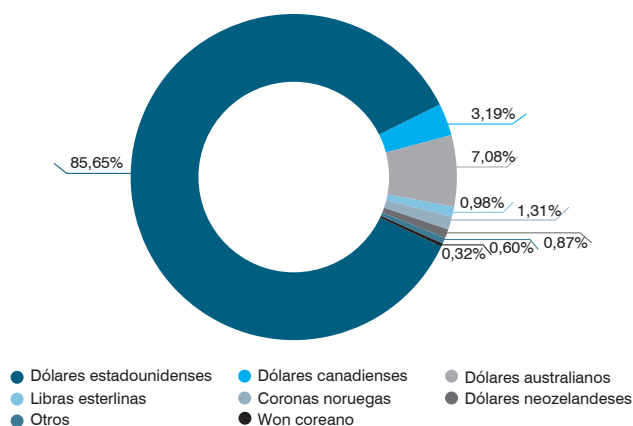
El dólar de los Estados Unidos tiene la mayor participación en las reservas internacionales de Colombia, debido a que la mayor parte de las transacciones comerciales y financieras del país con el resto del mundo se realizan en esta moneda. También se permiten inversiones en las siguientes monedas: dólares canadiense, australiano y neozelandés, la corona sueca, la libra esterlina, el franco suizo, el euro, el

Gráfico 3.3
Distribución de las inversiones por calificación crediticia
(información al 31 de diciembre de 2019)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 3.4
Composición cambiaria del portafolio de inversión
(información al 31 de diciembre de 2019)



Fuente: Banco de la República.

yen, la corona noruega, el renminbi, el dólar honkonés, el dólar singapurense y el won coreano⁶⁹. Todas estas monedas se caracterizan por contar con altos volúmenes diarios de

⁶⁹ 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 Banco Central Europeo, como las de los principales bonos soberanos de corto plazo emitidos en euros, son negativas.

negociación y pertenecer a países que se caracterizan por tener bonos de gobierno con altas calificaciones crediticias.

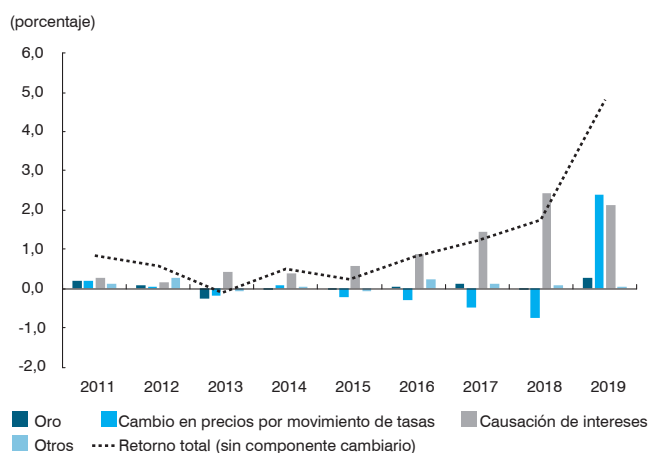
3.2 Rentabilidad de las reservas

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 por movimientos en la tasa de interés (factor valorización). Este segundo factor se da porque existe una relación inversa entre el precio de los bonos y las tasas de interés, es decir, el precio de los bonos se reduce a medida que las tasas de interés aumentan y viceversa.

Como puede verse en el Gráfico 3.5, la tasa de rendimiento de las reservas internacionales ha venido aumentando desde 2013. Entre 2009 y 2015 esta rentabilidad se mantuvo baja debido a la política monetaria expansiva implementada por los bancos centrales de los

Gráfico 3.5
Rentabilidad histórica de las reservas internacionales
(total y contribución por componentes)



Fuente: Banco de la República.

países desarrollados como respuesta a la crisis financiera global, lo que provocó tasas de interés en niveles muy bajos. No obstante, en el período 2015-2018 la Reserva Federal de los Estados Unidos aumentó su tasa de política monetaria gradualmente, lo cual permitió que las inversiones recibieran intereses más elevados (factor intereses). En 2019 la rentabilidad de las reservas se aceleró como resultado de la valorización de los títulos ante la disminución de las tasas de interés (factor valorización).

La disminución de las tasas de interés que originó el incremento en la rentabilidad de las reservas se dio principalmente porque la Reserva Federal de los Estados Unidos cambió en poco tiempo su política monetaria, pasando de un ciclo gradual de subidas de tasas de interés, a la implementación de tres disminuciones en la tasa de referencia en un trimestre. Este cambio lo implementó aquel banco central en un entorno sin presiones inflacionarias, con el fin de mitigar la desaceleración económica global y la incertidumbre derivada de las tensiones en el comercio internacional.

Durante 2019 la rentabilidad de las reservas fue de 4,57%⁷⁰ (USD 2.322,76 m), la cual es superior a la observada en los últimos años. Este incremento en la rentabilidad se explica por el aumento en los precios de los títulos del portafolio ante la caída en las tasas de interés (factor valorización), al tiempo que la causación de intereses se mantuvo en niveles relativamente altos, comparados con el promedio de la década (factor intereses).

4. Situación financiera del Banco de la República

En 2019 el aumento de los activos del Banco de la República se originó principalmente por el incremento del saldo en pesos de las reservas internacionales, como resultado de

su rendimiento, de la compra de divisas por parte del banco central y de la depreciación del peso. Este último factor, a su vez, se reflejó en un mayor valor del patrimonio en la cuenta de ajuste de cambio. Por su parte, la utilidad del ejercicio de 2019 fue superior a la de 2018, principalmente por el mayor rendimiento de las reservas internacionales.

En 2019 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 7.149 mm, como resultado principalmente de los rendimientos provenientes de las reservas internacionales, producto de la caída de las tasas de interés de los bonos del gobierno de los Estados Unidos durante el año y del aumento en el precio internacional del oro, lo que ocasionó una valorización de los activos que componen el portafolio de reservas internacionales.

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

Al cierre de 2019 los activos del Banco de la República registraron un saldo de COP 212.416 mm⁷¹, superior en COP 25.210 mm (13,5%) al observado en diciembre de 2018 (Cuadro 4.1). Lo anterior fue producto

⁷⁰ 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 31 de diciembre de 2019. Desde 2015 se excluye el impacto del efecto cambiario en la rentabilidad de las reservas.

⁷¹ 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 212.416 mm) difiere del registrado en los estados financieros al 31 de diciembre de 2019 (COP 215.007 mm) y el valor del pasivo (COP 135.888 mm) difiere del registrado en los estados financieros al 31 de diciembre de 2019 (COP 138.479 mm).

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

Cuentas	Diciembre, 2018		Diciembre, 2019		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	187.206	100,0	212.416	100,0	25.210	13,5
Reservas internacionales brutas ^{a/}	157.293	84,0	174.257	82,0	16.964	10,8
Aportes en organismos y entidades internacionales	9.232	4,9	9.349	4,4	117	1,3
Inversiones	6.827	3,6	15.221	7,2	8.394	122,9
Pactos de reventa: apoyos transitorios de liquidez	9.128	4,9	8.600	4,0	-528	-5,8
Otros activos netos	4.725	2,5	4.988	2,3	263	5,6
Pasivo y patrimonio	187.206	100,0	212.416	100,0	25.210	13,5
Pasivo	117.561	62,8	135.888	64,0	18.327	15,6
Pasivos en M/E que afectan reservas internacionales	22	0,0	19	0,0	-3	-15,2
Base monetaria	98.081	52,4	112.454	52,9	14.373	14,7
Efectivo	64.378	34,4	75.101	35,4	10.724	16,7
Reserva	33.703	18,0	37.352	17,6	3.649	10,8
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	68	0,0	55	0,0	-13	-19,4
Otros depósitos	59	0,0	120	0,1	61	102,2
Gobierno Nacional: Dirección del Tesoro Nacional M/N	8.037	4,3	12.200	5,7	4.162	51,8
Gobierno Nacional: Dirección del Tesoro Nacional M/E ^{a/}	312	0,2	0	-	-312	-100,0
Obligaciones con organismos internacionales	10.980	5,9	11.041	5,2	60	0,6
Patrimonio total	69.645	37,2	76.528	36,0	6.883	9,9
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Superávit	68.249	36,5	70.149	33,0	1.900	2,8
Liquidación CEC	453	0,2	453	0,2	0	0,0
Ajuste de cambio	67.446	36,0	69.315	32,6	1.869	2,8
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	-343	-0,2	-119	53,3
Resultados	2.241	1,2	7.149	3,4	4.907	218,9
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0	-	0	-	0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	2.241	1,2	7.149	3,4	4.907	218,9
Resultados acumulados: efecto cambio en políticas contables	-512		-347	-0,2	164	-32,1
Resultados acumulados del proceso de convergencia a NIIF	-123	-0,1	-92	-0,0	31	-25,0

a/ A partir del 4 de junio de 2019 los recursos en dólares del Gobierno en el Banco de la República se registran en cuentas diferentes a las de las reservas internacionales, y a partir del 17 de diciembre de 2019, la totalidad de los recursos en moneda extranjera del Gobierno en el Banco de la República se contabiliza por fuera del balance del Banco.

Nota: en este cuadro se muestran las partidas según criterio económico y no contable. Frente a los estados financieros presentados a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la Contaduría General de la Nación, las diferencias son: primero, los activos descuentan el valor de los pasivos asociados con operaciones de compra de portafolio de reservas internacionales sobre las cuales aún no se ha efectuado el pago (en los estados financieros del Banco esto se registra como un mayor valor del activo y como una exigibilidad de reservas internacionales en el pasivo); segundo, en los activos y pasivos de esta sección se incluye la moneda metálica en circulación, la cual no forma parte de la información contable del balance general del Banco; y tercero, otras reclasificaciones de cuentas de menor valor. En este sentido, el valor del activo presentado en este *Informe* (COP 212.416 mm) difiere del registrado en los estados financieros al 31 de diciembre de 2019 (COP 215.007 mm) y el valor del pasivo (COP 135.888 mm) difiere del registrado en los estados financieros al 31 de diciembre de 2019 (COP 138.479 mm).

Fuente: Banco de la República.

principalmente del incremento anual del saldo en pesos de las reservas internacionales brutas (COP 16.964 mm)⁷² y de los TES en poder del Banco de la República (COP 8.394 mm)⁷³.

Por su parte, el saldo de los pasivos fue COP 135.888 mm⁷⁴, superior en COP 18.327 mm (15,6%) al registrado al finalizar 2018. Las principales fuentes de esta variación fueron el aumento de la base monetaria (COP 14.373 mm) y de los depósitos en pesos del Gobierno Nacional, constituidos mediante la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional en el Banco de la República⁷⁵ (COP 4.162 mm).

Finalmente, al cierre de 2019 el patrimonio presentó un saldo de COP 76.528 mm, mayor en COP 6.883 mm (9,9%) con respecto a la cifra de diciembre de 2018. Esto se explica principalmente por la utilidad del Banco en 2019 por COP 7.149 mm y por el aumento anual de la cuenta de ajuste de cambio (COP 1.869 mm), que fue la contrapartida del aumento del saldo en pesos de las reservas internacionales brutas. Lo anterior fue compensado parcialmente por la transferencia de utilidades al Gobierno Nacional con cargo al ejercicio de 2018 (COP 2.015 mm) y por el menor valor en la cuenta de otros resultados integrales (ORI) (COP 119 mm).

4.2 Estado de resultados (PyG)

4.2.1 Cierre de 2019

La utilidad del ejercicio del Banco de la República en 2019 fue de COP 7.149 mm, pro-

ducto de ingresos por COP 9.447 mm y egresos por COP 2.299 mm (Cuadro 4.2). Frente a lo observado el año anterior, se presentaron incrementos anuales de los ingresos de COP 5.381 mm (132,3%) y de los egresos de COP 474 mm (26,0%).

Los ingresos observados durante 2019 se explican, principalmente, por los rendimientos de las reservas internacionales, del portafolio de inversiones en títulos de tesorería (TES) en poder del Banco y de las operaciones de liquidez mediante repos de expansión. El mayor ingreso por reservas internacionales se presentó, principalmente, por la caída de las tasas de interés de los bonos del gobierno de los Estados Unidos durante el año y por el aumento en el precio internacional del oro, lo que ocasionó una valorización de los activos que componen el portafolio de reservas internacionales (Cuadro 4.3 y Gráfico 4.1).

Por su parte, los mayores egresos se explican, especialmente, por la mayor remuneración a los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco de la República como resultado del mayor volumen de estos depósitos.

En cuanto a los egresos corporativos, estos ascendieron a COP 644 mm, con un incremento anual de COP 50 mm (8,4% equivalente a 4,7% en términos reales), de los cuales: 1) los gastos de personal, COP 416 mm, aumentaron 6,9% anual (3,3% real); 2) los gastos generales, COP 122 mm, registraron una variación anual de 9,7% (5,9% real), y 3) los otros gastos corporativos, COP 105 mm, presentaron un incremento anual de 13,0% (9,2% en términos reales). El crecimiento real de estos gastos corporativos obedece principalmente a lo considerado en la Convención Colectiva del Banco, y al mayor gasto por concepto de depreciaciones, amortizaciones, deterioro y provisiones.

4.2.2 Constitución de reservas y distribución de utilidades

De acuerdo con el marco legal del Banco contenido en la Constitución Política, la Ley 31 de 1992 y los estatutos del Banco, el remanente de las utilidades, una vez descontada la inversión neta en bienes para la actividad cultural y apropiadas las reservas estatutarias, será de la nación.

⁷² Este aumento fue el resultado principalmente de compras de divisas realizadas por el Banco (COP 7.749 mm), del rendimiento de las reservas internacionales (COP 7.638 mm) y de la variación positiva por ajuste de cambio originada en la mayor tasa de cambio (COP 1.869 mm).

⁷³ El mayor saldo de TES en poder del Banco fue el resultado principalmente de compras de títulos (COP 8.500 mm) y de la valoración a precios de mercado de este portafolio (COP 972 mm). Lo anterior se compensó parcialmente por vencimientos (COP 834 mm) y por el traslado de títulos al portafolio del pasivo pensional para fondearlo (COP 243 mm).

⁷⁴ Véase nota 1.

⁷⁵ Incluye los depósitos remunerados y otros depósitos como la cuenta cajero en el Banco de la República.

Cuadro 4.2
Estado de resultados del Banco de la República, 2019
(miles de millones de pesos)

	Ejecutado a:		Variaciones anuales	
	2018	2019	Porcentuales	Absolutas
I. Total ingresos (A + B + C)	4.066	9.447	132,3	5.381
A. Ingresos monetarios	3.659	8.975	145,3	5.316
1. Intereses y rendimientos	3.505	8.926	154,7	5.422
Reservas internacionales	2.488	7.638	207,0	5.150
Portafolio de invers. De regul. Monetaria (TES)	788	756	-4,1	-32
Op. activas de regulación monetaria (repos)	228	533	133,4	304
Otras operaciones	0	0	-28,6	-0
2. Diferencias en cambio	147	35	-76,4	-112
3. Otros ingresos monetarios	8	14	70,5	6
B. Valor facial de la moneda metálica emitida	172	221	28,8	49
C. Ingresos corporativos	236	251	6,7	16
1. Comisiones	184	190	3,1	6
Servicios bancarios	72	68	-6,2	-4
Negocios fiduciarios	112	122	9,0	10
2. Otros ingresos corporativos	51	62	19,7	10
II. Total gastos	1.825	2.299	26,0	474
A. Gastos monetarios	1.017	1.421	39,7	404
1. Intereses y rendimientos	856	1.235	44,2	379
Depósitos remunerados - DGCPTN	850	1.229	44,5	379
Depósitos operaciones pasivas de regulación monetaria	6	6	-3,9	-0
2. Gastos admón. y manejo fondos en el exterior	33	39	17,0	6
3. Comisión de compromiso créd. flexible FMI	83	88	6,4	5
4. Diferencias en cambio	44	13	-71,2	-31
5. Otros gastos monetarios	1	47	4.193,5	46
B. Billetes y monedas	213	233	9,1	19
C. Gastos corporativos	594	644	8,4	50
1. Gastos de personal	390	416	6,9	27
2. Gastos generales	111	122	9,7	11
3. Otros corporativos	93	105	13,0	12
D. Gastos de pensionados	0	1	n. a.	1
III. Resultado operacional (I - II)	2.241	7.149	218,9	4.907

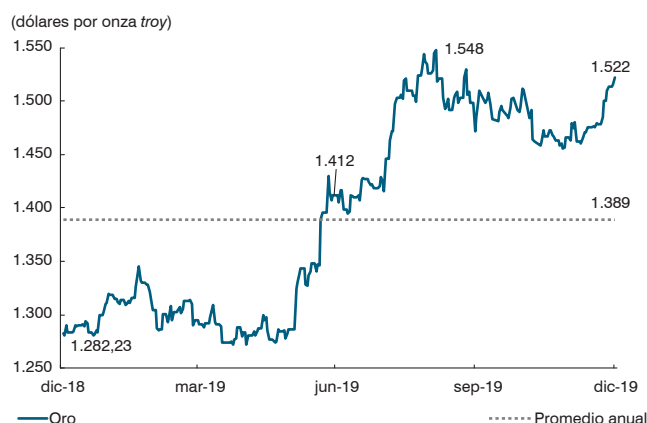
Fuente: Banco de la República.

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

	2018	2019
Reservas internacionales	2.488	7.638
Portafolio	2.474	7.132
Intereses	2.066	3.056
Valoraciones	408	4.076
Oro	-10	445
Organismos internacionales, Convenio Aladi y otros	24	60

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 4.1
Precio internacional del oro



Fuente: Reuters.

Como se explica en el sombreado “Utilidades del Banco de la República” (p. 70), la constitución de reservas por parte del Banco tiene unas reglas precisas. De acuerdo con ellas, una vez analizados los resultados en 2019, no se presentaron las condiciones para el establecimiento de estas reservas. Teniendo en cuenta lo anterior, y considerando las pérdidas por implementación de NIIF pendientes por enjugar, la Junta Directiva del Banco aprobó en febrero de 2020 un traslado de utilidades al Gobierno por COP 6.998 mm, el cual se realizó a finales de marzo (Cuadro 4.4).

4.3 Proyección para 2020

El presupuesto tiene dos componentes principales: los monetarios y los corporativos. Los primeros comprenden los resultados de actividades monetarias, cambiarias y crediticias, de administrador de las reservas internacionales, banquero y prestamista de última instancia de los establecimientos de crédito, y banco de emisión. Los resultados corporativos incluyen la gestión administrativa del Banco, como por ejemplo ingresos por comisiones, gastos de personal, gastos de funcionamiento y gastos de pensionados.

El presupuesto para 2020 fue aprobado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) en diciembre de 2019, previo concepto del Consejo Superior de Política Fiscal (Confis) sobre la incidencia del mismo en las finanzas públicas. Para 2020 se proyecta una utilidad del ejercicio de COP 1.300 mm, producto de ingresos por COP 3.895 mm (variación anual de -60,6%) y de egresos por COP 2.595 mm (variación anual de 3,9%) (Cuadro 4.5).

Con respecto a los resultados monetarios, el presupuesto aprobado para 2020 considera una disminución anual de los ingresos de 64,1% frente a los presupuestados en 2019, como resultado principalmente del menor rendimiento proyectado de reservas internacionales (COP 5.931 mm, -74,7% frente al presupuesto de 2019). Por su parte, los

Cuadro 4.4
Distribución de utilidades
(miles de millones de pesos)

	2019
A. Resultado del ejercicio	7.149
B. Más utilización de reservas	0,0
C. Menos constitución de reservas y otras deducciones	151
Pérdida por implementación de NIIF en 2015	31
Inversión neta en bienes para la actividad cultural	15
Pérdida por adopción NIIF 9: cambio en la política contable sobre TES en poder del Banco de la República	105
Resultado neto a favor del Gobierno Nacional: A + B - C	6.998

Fuente: Banco de la República.

principales egresos monetarios corresponden a la remuneración a los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco, la cual se estima en COP 1.334 mm, con un incremento de 2,7% frente a lo presupuestado en 2019⁷⁶.

En relación con el ingreso por la puesta en circulación de moneda metálica, se estima que generará ingresos por COP 276 mm, con un incremento anual de 15,8% frente a lo presupuestado en 2019. Esta proyección incluye la puesta en circulación de tres monedas conmemorativas por el Bicentenario de la Independencia de Colombia, 100 años de la Fuerza

Aérea Colombiana (FAC) y el Bicentenario del sacrificio de la heroína nacional Policarpa Salavarrieta. Los costos de producción y puesta en circulación de especies monetarias se estiman en COP 274 mm, superiores 0,7% frente a lo presupuestado en 2019.

Del presupuesto corporativo, se estiman ingresos por COP 223 mm y egresos por COP 742 mm (variaciones anuales de 10,2% y 9,5%, respectivamente, frente a lo presupuestado para 2019). El crecimiento real de los gastos corporativos obedece principalmente a lo considerado en la Convención Colectiva del Banco, y al mayor gasto por concepto de depreciaciones, amortizaciones, deterioro y provisiones, principalmente.

Por último, se presupuestó que los gastos de pensionados ascenderán a COP 10 mm, monto que considera el efecto de las pensiones compartidas con Colpensiones.

⁷⁶ El presupuesto de 2020 contempla volúmenes promedio diario de COP 31.393 mm y una tasa de remuneración de 4,25% efectivo anual (e. a.) En el presupuesto de 2019 se había proyectado un promedio de depósitos de COP 28.797 mm y una tasa de remuneración de 4,36% e. a.

Cuadro 4.5
Presupuesto del Banco de la República, 2020
(miles de millones de pesos)

	Presupuesto aprobado		Variaciones	
	2019 ^{a/} (A)	2020 (B)	(B) / (A)	(B) - (A)
I. Total ingresos (A + B + C)	9.894	3.895	-60,6	-5.999
A. Ingresos monetarios	9.452	3.395	-64,1	-6.057
1. Intereses y rendimientos	9.273	3.328	-64,1	-5.945
Reservas internacionales	7.937	2.006	-74,7	-5.931
Portafolio de inversión de regulación monetaria (TES)	729	854	17,2	126
Operaciones activas de regulación monetaria (repos)	608	468	-23,0	-140
Otras operaciones	0	0	-100,0	-0
2. Diferencias en cambio	176	63	-64,0	-113
3. Otros ingresos monetarios	3	3	14,4	0
B. Moneda metálica emitida	239	276	15,8	38
C. Ingresos corporativos	203	223	10,2	21
1. Comisiones	187	198	5,7	11
Servicios bancarios	72	71	-1,3	-1
Negocios fiduciarios	115	126	10,2	12
2. Otros ingresos corporativos	16	26	62,9	10
II. Total gastos (A + B + C + D)	2.497	2.595	3,9	97
A. Gastos monetarios	1.527	1.568	2,7	42
1. Intereses y rendimientos	1.305	1.341	2,7	36
Depósitos remunerados: DGCPTN	1.299	1.334	2,7	35
Depósitos de operaciones pasivas de regulación monetaria	6	6	11,0	1
2. Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior	49	48	-1,7	-1
3. Comisión de compromiso de crédito flexible con el FMI	88	95	7,3	6
4. Diferencias en cambio	39	63	63,5	25
5. Otros gastos monetarios	46	22	-53,0	-24
B. Billetes y monedas	272	274	0,7	2
C. Gastos corporativos	678	742	9,5	64
1. Gastos de personal	431	455	5,7	25
2. Gastos generales	137	152	10,9	15
3. Otros corporativos	110	131	19,2	21
4. Disponibilidad presupuestal	0	4	0,0	4
D. Gastos pensionados	20	10	-50,7	-10
III. Resultado del ejercicio (I - II)	7.397	1.300	-82,4	-6.096

a/ Incluye los ajustes y traslados presupuestales realizados durante la vigencia.

Fuente: Banco de la República.

Utilidades del Banco de la República

El Banco de la República, dada su naturaleza estatal, tiene reglas especiales establecidas en la Ley 31 de 1992 y en sus Estatutos para su actividad financiera y para la preparación de sus estados financieros. Por esta razón, a diferencia de las empresas del sector privado en las cuales se busca maximizar utilidades, las decisiones de política adoptadas por la Junta Directiva del Banco de la República tienen como propósito cumplir con los objetivos que la Constitución y la Ley le han asignado. Dentro de estos objetivos se encuentran mantener una inflación baja y estable, contribuir a la estabilidad macroeconómica y financiera, y mantener un nivel de reservas que reduzca la vulnerabilidad del país ante choques externos. Esto hace que el Banco tenga una estructura financiera única.

De acuerdo con estas funciones que por Ley debe cumplir el Banco de la República, dentro de sus decisiones está la determinación de su estructura financiera para lograr tales objetivos. El Cuadro A presenta los principales rubros de activos, pasivos y patrimonio del Banco de la República.

Cuadro A
Esquema de balance del Banco de la República

Activo	Pasivo
· Reservas internacionales	· Base monetaria (efectivo más reserva bancaria)
· Inversión en títulos de deuda	· Depósitos de Gobierno
· Operaciones activas con el sistema financiero (repos activos)	· Depósitos del sistema financiero que no constituyen encaje
· Otros neto ^{a/}	Patrimonio
	· Capital
	· Reservas
	· Superávit y ORI
	· Utilidades

a/ Incluye el resultado neto de todas las demás partidas del Estado de la situación financiera del Banco de la República no consideradas explícitamente en este cuadro.

Fuente: Banco de la República.

Una vez determinada esta posición de balance, el Banco incorpora dentro de su Estado de Resultados (PyG) los ingresos derivados de los activos que mantiene, los gastos asociados con sus pasivos, y el resultado de la operación del negocio. Es así como dentro de la decisión de su composición de balance, el PyG se ve afectado por la valoración de las diferentes partidas incluidas en su balance.

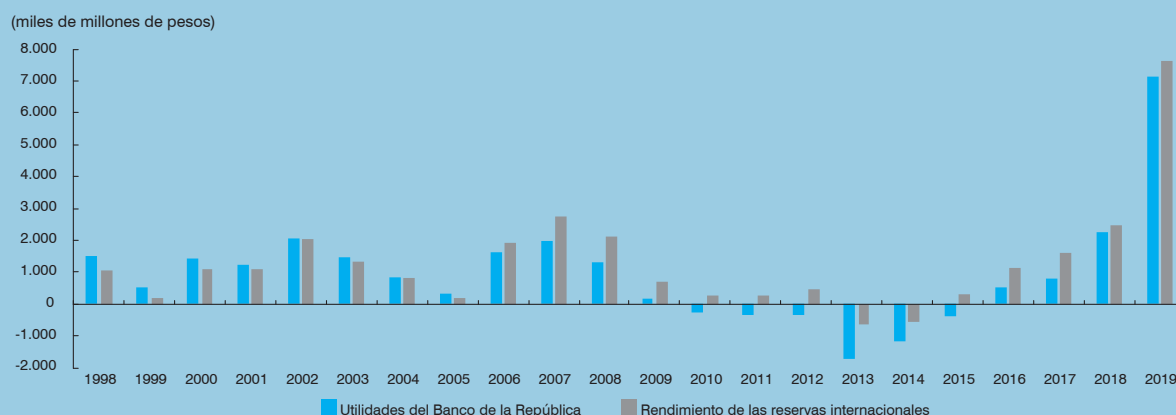
De acuerdo con lo anterior, se definen dos componentes principales dentro del PyG del Banco: los monetarios y los corporativos. Los monetarios comprenden los resultados de actividades monetarias, cambiarias y crediticias, de administrador de las reservas internacionales, banquero y prestamista de última instancia de los establecimientos de crédito y banco de emisión. Estos resultados se ven afectados por variables tales como las tasas de interés externas y las fluctuaciones de los precios de mercado del portafolio de reservas y del portafolio de TES en poder del Banco¹. Por tanto, los resultados monetarios del Banco están influenciados tanto por la composición de su balance como por la valoración del mismo.

Por otra parte, los resultados corporativos incluyen la gestión administrativa del Banco, como por ejemplo ingresos por comisiones, gastos de personal, gastos de funcionamiento y gastos de pensionados.

En la medida en que las reservas internacionales han constituido el activo más importante del Banco en los últimos años, sus rendimientos han representado la mayor fuente de ingresos. Como se observa en el Gráfico A, las utilidades del Banco han guardado una fuerte correlación con el rendimiento de las reservas internacionales en el período 1998-2019.

¹ Hasta finales de 2017, la valoración de los TES en poder del Banco se registró en su estado de resultados. A partir de 2018 estas valoraciones forman parte de la cuenta *otros resultados integrales* (ORI), dentro del patrimonio del Banco, y solamente los intereses a la tasa de interés de compra (TIR de compra) continúan registrándose como ingresos en el estado de resultados.

Gráfico A
Utilidades del Banco de la República y rendimiento de las reservas internacionales



Fuente: Banco de la República.

En cuanto a la política de distribución de utilidades, la Ley 31 de 1992 y los Estatutos del Banco establecen de manera precisa y taxativa el régimen de reservas para el Banco. De esta manera, al término de cada ejercicio económico se presenta una propuesta a la Junta Directiva del Banco de la República para la constitución de dichas reservas. Como resultado, de acuerdo con el marco legal del Banco, el remanente de las utilidades, una vez descontada la inversión neta en bienes para la actividad cultural y apropiadas las reservas estatutarias, será de la nación.

Los artículos 60 y 61 de los Estatutos del Banco de la República establecen las reservas² que se deben constituir a partir de las utilidades anuales:

- Reserva de estabilización monetaria y cambiaria (artículo 27 de la Ley 31 de 1992 y artículo 60 de los Estatutos).
- Reserva de resultados cambiarios (artículo 61, numeral 2 de los Estatutos).
- Reserva para protección de activos (artículo 61, numeral 4 de los Estatutos).

² Mediante el Decreto 2386 de 2015 se modificó el parágrafo del artículo 61 de los Estatutos, con la siguiente redacción: "El saldo vigente de la Reserva para Fluctuaciones de Monedas se destinará a incrementar la cuenta 'ajuste de cambio' del superávit patrimonial".

A continuación, se explica la dinámica de estas reservas:

- Reserva de estabilización monetaria y cambiaria:* tiene por objeto absorber pérdidas del Banco antes de recurrir al Presupuesto General de la Nación. Se constituye por las cuantías necesarias de acuerdo con las previsiones de pérdidas que para los siguientes dos ejercicios presenten los presupuestos del Banco.
- Reserva de resultados cambiarios:* se debe constituir o incrementar al final del período con el resultado positivo que se obtenga, al comparar los ingresos con los egresos por concepto de las diferencias de valor en las operaciones diarias de compra y venta de divisas por parte del Banco de la República en el mercado cambiario, respecto del precio de mercado de cada día. Esta reserva podrá destinarse a enjugar las pérdidas que registre el Banco en sus operaciones diarias de compra y venta de divisas.
- Reserva para protección de activos:* se constituye o incrementa por la parte de las utilidades de cada ejercicio, según lo determine la Junta Directiva del Banco de la República, con el objeto de precaver riesgos eventuales y contingentes de pérdidas de activos, determinables de manera específica y

que, de acuerdo con las normas contables, no deban ser provisionados.

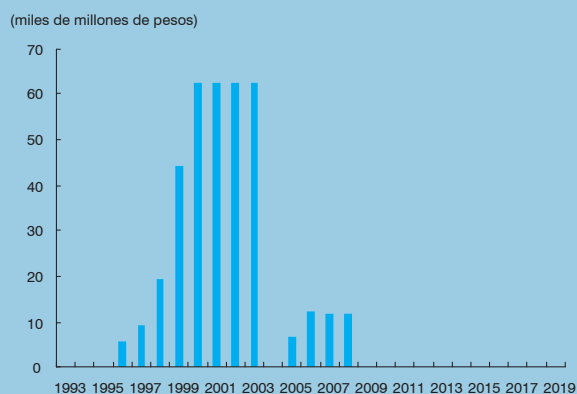
En el Gráfico B se presenta la información histórica de estas reservas. Se incluye también la denominada *reserva para fluctuaciones de monedas*, cuya dinámica estuvo determinada según el artículo 61, numeral 3 de los Estatutos, el cual fue modificado por el Decreto 2386 de 2015. En su momento, esta reserva se constituía por la parte de las utilidades de cada ejercicio que correspondía al mayor valor neto de los activos y pasivos en moneda extranjera del Banco, originado en las variaciones cambiarias ocurridas entre el dólar de los Estados Unidos y las demás monedas en que estuviesen denominados, siempre que se produjeran utilidades en el respectivo ejercicio. Cuando las fluctuaciones de las monedas generaban un resultado neto negativo, este valor podía enjugarse contra esta reserva. El Decreto 2386 de 2015 eliminó del PyG el registro del efecto sobre las reservas internacionales de las fluctuaciones del dólar estadounidense frente a las demás monedas en que se encuentran invertidas las reservas internacionales. En la actualidad este registro se realiza en la cuen-

ta patrimonial *ajuste de cambio*, y por ello no hay razones para apropiar esta reserva.

Como se observa, el saldo total de estas reservas ha sido nulo desde 2015. Como se mencionó, en la medida en que la Ley 31 de 1992 y los Estatutos del Banco de la República establecen de manera precisa y taxativa el régimen de reservas para el Banco, en los últimos años no se han habilitado las condiciones requeridas para la constitución de ninguna reserva. En particular, no se han estimado pérdidas del Banco en los siguientes dos años al momento de evaluar su presupuesto, lo que resulta en un saldo nulo de la reserva de estabilización monetaria y cambiaria. Asimismo, en la medida en que los mecanismos de intervención del Banco han llevado a realizar las compras netas de divisas a la tasa representativa del mercado, tampoco se han habilitado las condiciones para el establecimiento de una reserva de resultados cambiarios. Finalmente, no se han presentado condiciones para apropiar una reserva para protección de activos, y el artículo 61 de los Estatutos que establecía, entre otros, las condiciones de la reserva para fluctuaciones de monedas, fue modificado en 2015.

Gráfico B
Reservas legales y estatutarias del Banco de la República

A. Reserva de resultados cambiarios



B. Reserva para protección de activos

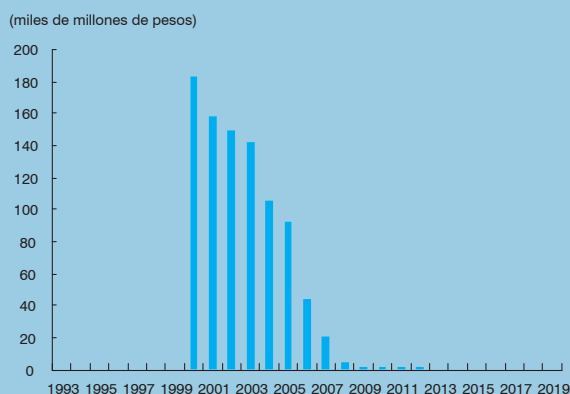
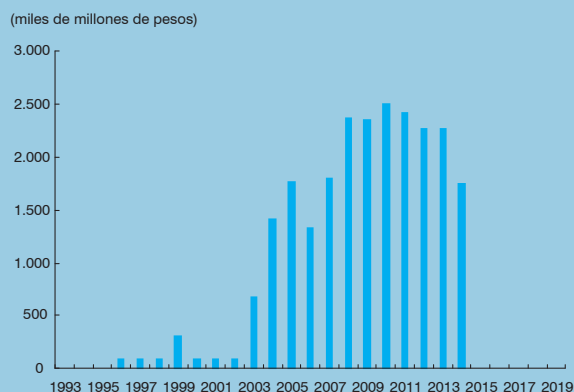
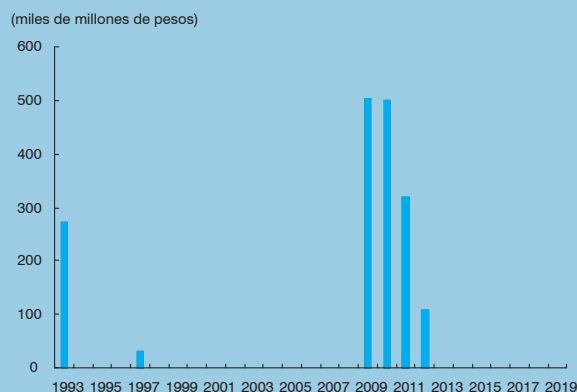


Gráfico B (continuación)
Reservas legales y estatutarias del Banco de la República

C. Reserva para fluctuaciones de monedas



D. Reserva de estabilización monetaria y cambiaria



Fuente: Banco de la República.

5. Gestión ambiental del Banco de la República

El Banco de la República contribuye al cuidado del medioambiente, implementando medidas enfocadas a la prevención, control y mitigación de los impactos ambientales generados en sus operaciones, lo que incluye el manejo integral de residuos, vertimientos y emisiones atmosféricas y el uso eficiente de recursos. Así mismo, fomenta una cultura de sostenibilidad ambiental.

En 2009 se creó la Unidad de Gestión Ambiental, cuyo objetivo es garantizar el cumplimiento de la normatividad ambiental, identificar, prevenir y controlar la generación de efectos negativos al medioambiente, promover el uso razonable de los recursos y fortalecer la cultura ambiental. En 2012, para ratificar su compromiso con el planeta, el Banco definió una política ambiental, la cual incluye la gestión sostenible e integral de recursos, la gestión de vertimientos y emisiones, y de infraestructura, y el mejoramiento continuo.

5.1 Procesos industriales sostenibles

Conforme a lo previsto en la Constitución Política y la Ley 31 de 1992, el Banco de la República ejerce, en forma exclusiva e indelegable, la función estatal de emitir la moneda legal y, en consecuencia, realiza la impresión, acuñación, cambio y destrucción de especies monetarias. Esta labor incluye producir, distribuir y retirar de circulación el efectivo, que por su estado de deterioro no es apto para circular. Dichas actividades se desarrollan mediante procesos industriales que han sido certificados con reconocidos estándares de calidad (norma ISO 9000, recibida por primera vez en 2009 y renovada desde entonces).

La actualización tecnológica de los equipos utilizados en la Imprenta de Billetes, así como la aplicación de buenas prácticas de manufactura y el mejor aprovechamiento de los recursos han permitido incrementar la productividad y eficiencia en el proceso de fabricación de billetes, en condiciones más favorables con el medioambiente.

Ejemplo de ello es la incorporación desde hace varios años de un proceso de

barnizado⁷⁷ en algunas denominaciones de billetes, lo cual ha permitido incrementar su vida útil en más del 70%. Así mismo, se actualizó el sistema de impresión, lo que generó una reducción en el consumo de insumos como papel y tintas, menores costos de producción y una disminución en la generación de residuos. De igual modo, la Fábrica de Moneda ha venido modernizando sus equipos, con lo cual se ha incrementado la eficiencia del proceso y reducido el consumo de energía y agua.

En relación con el manejo de vertimientos al alcantarillado y aprovechamiento del agua lluvia, la Fábrica de Moneda tiene implementado un sistema que permite recircular y reutilizar el agua del proceso del lavado de moneda, retornándola al sistema sin generar vertimiento de agua residual no doméstica⁷⁸ y reduciendo el consumo de agua. Por su parte, la Imprenta de Billetes cuenta con un sistema de recirculación de la solución de limpieza que retira el exceso de tinta de las máquinas de impresión. Este sistema ha reducido el consumo de agua, así como la cantidad de vertimientos⁷⁹.

Por otra parte, el Banco, mediante la implementación del plan de gestión integral de residuos y el aseguramiento de la calidad de los procesos, ha establecido procedimientos para reducir, reutilizar y reciclar los residuos industriales con empresas que les dan un aprovechamiento ambientalmente amigable, destacándose el procesamiento del residuo del billete destruido en la Central de Efectivo

al cumplir su vida útil, mediante la técnica de compostaje⁸⁰ para convertirlo en abono.

5.2 Actualización arquitectónica y técnica de inmuebles con criterios de sostenibilidad

La actualización arquitectónica y técnica en varias sedes del Banco, con un enfoque de construcciones sostenibles y en un contexto de racionalización del gasto, utiliza materiales y tecnologías amigables con el medioambiente, emplea sistemas ahorradores de agua y de utilización de agua lluvia, al igual que fuentes alternativas de energía que disminuyen la emisión de gases de efecto invernadero. Es así como en algunos edificios del Banco se han instalado cubiertas verdes en las terrazas, sistemas de ventilación natural, luminarias de bajo consumo (led), sistemas de tratamiento y reutilización de aguas y de generación de energía eléctrica a partir de paneles solares.

En este contexto, se ha desarrollado un proyecto de cambio del sistema de iluminación museográfica para todas las salas de exposición de arte en Bogotá⁸¹, lo cual, además de reducir el consumo de energía, contribuye a implementar altos estándares en los procesos de conservación preventiva para exhibición de obras de arte.

5.3 La huella de carbono y su compensación

En 2011 el Banco inició un inventario y monitoreo de los gases de efecto invernadero generados en sus actividades, bajo un enfoque de control operacional para los alcances 1 y 2 establecidos por el Protocolo de Gases de Efecto Invernadero (GEI), los cuales identifican la denominada huella de carbono (HC), medida

⁷⁷ Aplicación de una capa transparente protectora en ambas caras de los billetes que ayuda a protegerlos contra el desgaste por el uso.

⁷⁸ Las aguas residuales no domésticas se generan en los procesos industriales de fabricación de billetes y monedas en la Central de Efectivo y la Fábrica de Moneda.

⁷⁹ En este proceso, diariamente se consumen dos metros cúbicos de agua y se genera un metro cúbico de vertimiento, el cual ha sido previamente tratado.

⁸⁰ Proceso microbiológico controlado, mediante el cual se degrada la materia orgánica para obtener abono (o compost).

⁸¹ Casa Republicana, Colección Permanente, Casa Gómez Campuzano, Museo de Arte Miguel Urrutia (MAMU), algunas áreas de la Biblioteca Luis Ángel Arango y Museo del Oro.

en unidades de dióxido de carbono equivalente (CO_2 equivalente)⁸².

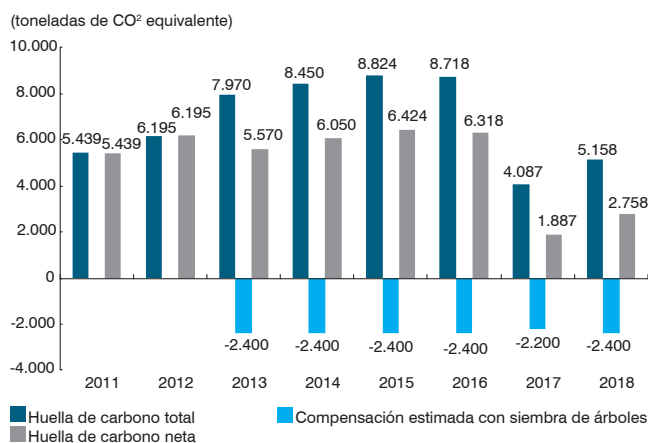
Entre 2013 y 2019, en una estrategia junto con el proveedor de tintas de seguridad para la producción de billetes (dentro de su programa de responsabilidad social empresarial), se han sembrado 60.400 árboles en predios públicos destinados a proteger fuentes de agua de acueductos en Cundinamarca, Tolima, Antioquia y Quindío, iniciativa que cuenta con la participación voluntaria de empleados del Banco y sus familias, con el propósito de fortalecer el desarrollo vivencial de la cultura ambiental. Dentro de este programa se sembraron en Cocora (Quindío) 3.000 palmas de cera del Quindío, árbol nacional de Colombia, el cual se ilustra en el billete de 100.000. Cabe resaltar que las plantaciones de las especies nativas utilizan el abono generado mediante compostaje con los residuos de los billetes destruidos en la Central de Efectivo, lo cual permite cerrar el ciclo de reaprovechamiento.

La siembra de árboles nativos es un método conveniente para compensar la huella de carbono, ya que, además de retirar CO_2 de la atmósfera, tiene beneficios adicionales, como la reducción de áreas deforestadas, la protección

de zonas de nacimientos de agua, la protección del suelo, la recuperación de corredores biológicos para preservar la biodiversidad, además de servir como refugio y alimento para animales silvestres.

El Gráfico 5.1 muestra la huella de carbono emitida por el Banco entre 2011 y 2019 (barras verdes), la cual ha sido compensada parcialmente con la siembra de árboles nativos (barras amarillas).

Gráfico 5.1
Huella de carbono total, compensada y neta para el Banco



Fuente: Banco de la República.

⁸² En la metodología de cálculo de la huella de carbono se establecen tres alcances:

Emisiones de alcance 1, también denominadas *emisiones directas*: son los gases de efecto invernadero emitidos de forma directa por la organización, por ejemplo, por el uso de combustibles fósiles en maquinaria o vehículos propiedad de la organización, por pérdidas de gases refrigerantes, o por reacciones químicas durante los procesos productivos de la organización.

Emisiones de alcance 2 o *emisiones indirectas por energía*: son los gases de efecto invernadero emitidos por el productor de la energía requerida por la organización. Dependen tanto de la cantidad de energía requerida por la organización como del *mix* energético de la red que provee a la organización. En Colombia se genera electricidad por medio de hidroeléctricas y de plantas térmicas.

Emisiones de alcance 3, también denominadas *otras emisiones indirectas*. Son las atribuibles a los productos y servicios adquiridos por la organización, que a su vez habrán generado emisiones previamente para ser producidos. Son las más difíciles de contabilizar debido a la gran cantidad de productos y servicios utilizados por las organizaciones y a la dificultad en conocer las emisiones de estos productos o servicios si no son aportadas por el propio productor.

5.4 Fortalecimiento de la cultura ambiental

El Banco de la República ha acompañado las iniciativas mencionadas con programas culturales en todo el país, gracias a sus bibliotecas y museos. Desde 2010 se inauguró *Agua: un patrimonio que circula de mano en mano*, un programa de creación de contenidos físicos y digitales, exposiciones, herramientas didácticas y programación cultural nacional. Con ello se buscaba la apropiación por parte de los ciudadanos del concepto del agua como patrimonio colectivo que hay que preservar.

En ese contexto, en 2012 el Banco de la República puso en circulación una nueva familia de monedas. Su diseño adoptó el concepto de la biodiversidad, al ilustrar animales

representativos de la fauna colombiana y el frailejón, planta típica de los páramos andinos. El reverso (sello) de cada moneda mantiene el motivo de líneas onduladas, que evoca al agua en movimiento. Así mismo, en 2016 el Banco puso en circulación una nueva familia de billetes, la cual da continuidad al concepto de biodiversidad, al incorporar en su diseño emblemáticos paisajes de nuestra geografía y especies representativas de la fauna y flora colombiana. De esta manera, el Banco reafirmó el compromiso con la sostenibilidad y su interés por la promoción y conservación del medioambiente.

En 2014, con el apoyo del Instituto de Investigación Alexander von Humboldt, se diseñó y se realizó el montaje de la exposición itinerante *Biodiversidad: una conexión vital*, que presenta en forma didáctica y participativa la importancia de los servicios ecosistémicos que nos ofrece permanentemente la biodiversidad colombiana. Dicha exposición lleva seis años itinerando por las sedes culturales del Banco en todo el país.

Dando continuidad a estas iniciativas, en 2020 comenzó la exposición *El río: territorios posibles*, para concientizar a los ciudadanos sobre la importancia del cuidado de los ríos como recurso para el desarrollo sostenible del país. Con este proyecto se acompañará la siembra de árboles mediante actividades pedagógicas con comunidades locales para incentivar prácticas de regeneración vegetal de zonas protectoras de agua y cuidado del medioambiente, así como para avanzar en alcanzar una huella de carbono neutra que se ha propuesto el Banco.

Estos proyectos para la apropiación de una cultura de preservación del medioambiente llegan potencialmente a ocho millones de usuarios presenciales y a cerca de diez millones en entornos digitales⁸³.

5.5 Nuevas iniciativas

- a. En el ámbito internacional, el Banco de la República se vinculó en diciembre de 2019 a la Red para Enverdecer el Sistema Financiero (NGFS, por su sigla en inglés)⁸⁴. Esta iniciativa congrega a más de cincuenta bancos centrales y entidades de regulación y supervisión financiera, además de organismos internacionales, con el propósito de intercambiar experiencias, compartir las mejores prácticas y contribuir al desarrollo de la gestión de los riesgos ambientales y climáticos en el sistema financiero y movilizar las finanzas para apoyar la transición hacia una economía sostenible.

En el marco de este objetivo, la NGFS promueve el desarrollo de documentos técnicos que contribuyan a entender el impacto que el cambio climático podría ocasionar en el entorno macroeconómico y sobre el sistema financiero, temas que el Banco espera estudiar involucrando a otros centros de pensamiento incluidos en la Red de Investigadores de Economía del país⁸⁵.

- b. En el ámbito nacional el Banco de la República recibirá la certificación ISO 14001, versión 2015, que corresponde al estándar internacional que se otorga a las organizaciones por su responsabilidad y compromiso con la protección del medioambiente, la adecuada gestión de los riesgos e impactos ambientales y el uso sostenible de los recursos. 

⁸⁴ *Network for Greening the Financial System*

⁸⁵ La Red de Investigadores de Economía es un espacio para crear alianzas entre el Banco de la República y diferentes universidades del país, buscando promover la investigación económica y aumentar la difusión de trabajos de investigación de alcance nacional. De ella hacen parte trece universidades colombianas: Universidad de los Andes, Universidad de Antioquia, Universidad Eafit, Universidad Icesi, Universidad Externado de Colombia, Universidad Javeriana (sedes Bogotá y Cali), Universidad Nacional de Colombia (sedes Bogotá y Medellín), Universidad del Norte, Universidad de la Sabana, Universidad del Rosario y Universidad del Valle.

⁸³ <https://www.banrep cultural.org/agua/> y <http://babel.banrep cultural.org/cdm/ref/collection/p17054coll29/id/39>

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 del Banco de la República al BPI ha permitido la participación por parte de las directivas del Banco 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 las reuniones que se realizan, 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 obje-

tivo compartir experiencias en torno al diseño, operación y gestión de los bancos centrales, buscando promover las mejores prácticas en estas instituciones.

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, el espacio de política de los bancos centrales, códigos de conducta, políticas de gestión de personal e independencia de los bancos centrales, el papel de estas instituciones en la inclusión financiera, investigación y planeación estratégica. Asimismo, los temas más relevantes que se trataron en las reuniones de economías emergentes fueron *bigtech*, marcos de política monetaria, evolución de los mercados cambiarios y la desaceleración del comercio en la región después de la crisis financiera de 2008.

Cabe resaltar que en junio de 2019 el BPI estableció el BIS Innovation Hub, con el fin de incentivar la colaboración internacional en temas de tecnología financiera dentro de los bancos centrales. El papel del Hub será identificar y desarrollar una visión profunda de las tendencias en tecnología que afectan la banca central, desarrollar bienes públicos en el ámbito tecnológico orientados a mejorar el funcionamiento del sistema financiero mundial, y servir como punto focal para una red de expertos en innovación que provengan de los bancos centrales.

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

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.

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.

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 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 recursos de las empresas en la ventaja comparativa de un país⁵.

En el marco del BIS Innovation Hub se creó recientemente el Grupo Consultivo sobre Innovación y Economía Digital (CGIDE, por su sigla en inglés), el cual estará compuesto por representantes de los bancos centrales que conforman el CCA, y su objetivo será el de supervisar

los proyectos conjuntos de la región sobre innovación y economía digital. Los primeros proyectos estarán enfocados principalmente en mejorar el sistema de pagos de bajo valor y los pagos transfronterizos, y la expansión de la inclusión financiera mediante la tecnología de los teléfonos inteligentes. El Banco participará en este grupo consultivo con especial interés en desarrollar proyectos sobre pagos de bajo valor.

En 2019 el Banco participó principalmente en las siguientes actividades: 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 internacionales⁶; 2) un seminario sobre ciberseguridad en banca central, y 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. El Banco fue anfitrión de la mesa redonda del BPI y el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (Cemla), donde se discutió sobre los niveles adecuados de reservas, la intervención cambiaria y la gestión de reservas internacionales en los bancos centrales de América Latina⁷.

⁴ La agenda y los documentos están disponibles en: <https://www.bis.org/events/ccacnf2019/agenda.htm>

⁵ José Pulido presentó el documento “Intra- and Inter-Industry Misallocation and Comparative Advantage”. Disponible en: <https://www.bis.org/events/ccacnf2019/colombia.pdf>

⁶ La contribución del Banco en esta conferencia fue, H. Vargas y P. Cardozo y M. Villamizar (2019), “International Reserves and Effectiveness of Sterilized FX Intervention in Colombia”. Disponible en: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap104.pdf>

⁷ Información sobre esta reunión está disponible en: <https://www.cemla.org/actividades/2019-final/2019-06-mesa-redonda-bis-cemla.html>

Recuadro 1

Evolución y caracterización reciente de la inversión directa en Colombia

La inversión directa ha desempeñado un papel fundamental como fuente de financiamiento para economías que buscan mejorar sus capacidades productivas y, a su vez, como oportunidad de ingresos y posicionamiento estratégico en los mercados internacionales para las empresas multinacionales. Desde el punto de vista teórico, las explicaciones para el fenómeno de la inversión directa diferencian los motivos que tienen los países que la reciben de los que tienen las empresas que la realizan. En cuanto a los países, los beneficios derivados de la inversión directa están asociados, bajo ciertas condiciones, a mayor crecimiento económico, mayor oferta de bienes y servicios, externalidades positivas sobre la productividad y los salarios en las empresas locales, entre otros (Scitovsky, 1954; Blomström y Kokko, 1998; Helpman *et al.*, 2004). Para el caso de las firmas, algunas explicaciones resaltan la explotación de las ventajas de propiedad, ubicación e internalización (Dunning, 1977), el aprovechamiento de los beneficios generados por la dispersión geográfica de la producción (Barba *et al.*, 2004), el desarrollo de mercados imperfectos (Knickerbocker, 1973), la reducción de los costos de comerciar (Bloningen y Feenstra, 1996), la transferencia de conocimientos, etc.

La profundización de las relaciones económicas mundiales mediante el mayor acceso a los mercados internacionales de capitales, de bienes y de servicios, la aparición de cadenas globales de valor, los menores costos de transporte y comunicaciones, entre otros, han permitido que la dinámica de los flujos financieros entre países haya crecido. Colombia no ha sido ajena a esta dinámica, beneficiándose de los mayores flujos externos financieros, especialmente los vinculados con inversiones directas. Por esta razón, a continuación se caracterizan los movimientos de capitales de la última década en materia de inversión directa, tanto en su papel de receptor de estos recursos, es decir, la inversión extranjera directa (IED), como de in-

versionista directo en otras economías, o inversión directa de Colombia en el exterior (IDCE).

1. Inversión extranjera directa (IED) en Colombia

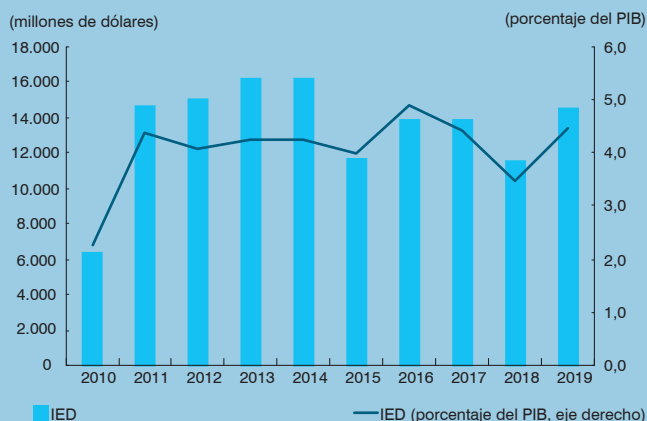
Una de las características que ha tenido la IED durante la última década es que este tipo de recursos se erigió como el principal componente de financiamiento externo, alcanzando un promedio de 56% entre 2010 y 2019, y llegando al 58% en 2019 del total de capitales externos recibidos por Colombia. Esto es un indicador de confianza para la economía colombiana, en la medida en que el déficit de la cuenta corriente se está financiando principalmente con capitales de largo plazo, lo cual crea un escenario de menor riesgo y vulnerabilidad ante choques externos. Sin embargo, su comportamiento no ha sido homogéneo durante todo este período.

Entre 2010 y 2014 los ingresos por concepto de IED presentaron un incremento sostenido hasta alcanzar USD 16.000 millones en 2013 y 2014 (Gráfico R1.1). Este fenómeno se enmarcó en un contexto de precios y producción altos de los bienes mineroenergéticos, una inflación estable, altas tasas de crecimiento de la economía¹, la adopción de políticas macroprudenciales (entre las que se destaca la regla fiscal), así como un ambiente de alta liquidez internacional caracterizado por bajas tasas de interés y de desempleo², condiciones que pro-

¹ La tasa de crecimiento promedio de la economía colombiana en el período 2010-2014 fue de 5%.

² Tras la crisis financiera internacional de 2008, las autoridades monetarias de las principales economías del mundo disminuyeron las tasas de interés de política a valores cercanos a 0%, comportamiento que, particularmente en Japón y la zona del euro, se ha mantenido hasta la fecha (BIS, 2018). Estados Unidos, por su parte, desde 2016 inició un proceso gradual de normalización de la política monetaria, el cual se detuvo en 2019 tras los ajustes hacia la baja decretados por la Reserva Federal.

Gráfico R1.1
Inversión extranjera directa en Colombia



Fuente: Banco de la República.

piciaron la llegada de este tipo de capitales de largo plazo hacia Colombia.

Posteriormente, entre 2015-2019 las entradas de capital fueron inferiores, al promediar alrededor de USD 13.000 millones en dicho período. Estos resultados se dieron en medio de un contexto internacional más adverso, debido a la caída de los precios de los bienes básicos (*commodities*), la mayor incertidumbre en los mercados y un panorama interno menos favorable.

2. Distribución sectorial de la IED

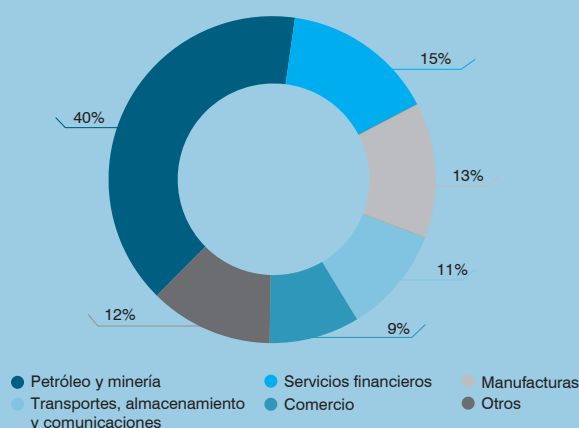
En el acumulado de la última década, los flujos de IED se dirigieron principalmente al sector de petróleo y minería (40%), seguido por los sectores de servicios financieros (15%), industrias manufactureras (13%) y de transportes y comunicaciones (11%) (Gráfico R1.2, panel A). A lo largo del período la importancia relativa sectorial mostró que hasta 2014 la actividad mineroenergética fue la principal receptora de IED y que, posteriormente, dejó de serlo en razón a que los recursos recibidos fueron inferiores a los de comienzos de la década, explicados en parte por el final del auge de precios del petróleo y carbón. En contraste, las actividades de servicios (principalmente financieros, comerciales, y de transporte y comunicaciones) aumentaron su recepción de capitales externos, lo que les permitió pasar de representar el

15% de los flujos de IED en 2010 a cerca del 50% en 2019 (Gráfico R1.2, panel B), hecho sustentado en la búsqueda del aprovechamiento de un mercado interno dinámico y en expansión.

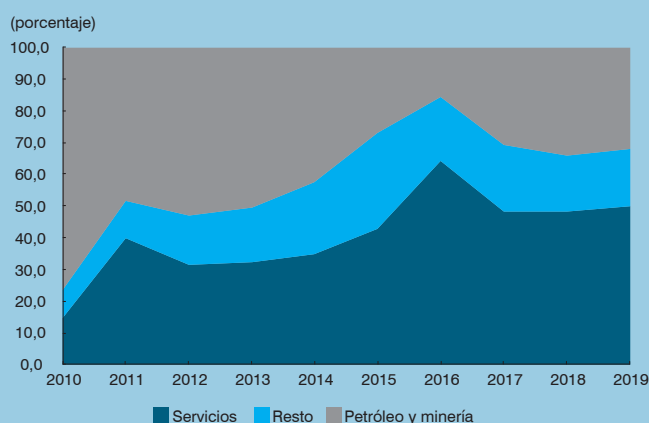
Por componentes de financiación de la IED, se encuentra que las ampliaciones de capital (nueva inversión) se constituyen en el principal instrumento con el cual las firmas extranjeras realizan sus inversiones en el país (55%), seguidas por la reinversión de utilidades (30%) y la deuda entre filiales (15%). En el caso de la nueva inversión, aunque desde 2015 ha

Gráfico R1.2
Distribución sectorial de la inversión extranjera directa en Colombia

A. Acumulado, 2010-2019



B. Evolución anual



Fuente: Banco de la República.

disminuido sus niveles con respecto a años previos, sigue siendo el principal instrumento de IED, lo cual indica que el país continúa siendo atractivo a la recepción de flujos de capital por parte de los inversionistas extranjeros. Por su parte, la reinversión de utilidades ha ganado mayor relevancia desde 2017, lo cual muestra una preferencia de financiamiento con recursos propios por parte de las firmas con IED³. Finalmente, las transacciones de préstamos entre empresas emparentadas⁴ han tenido una dinámica estable, alrededor del 15% del total de IED (Gráfico R1.3).

3. Distribución por país inversionista

Durante el último decenio cerca del 96% de las entradas de capital extranjero provino de diecinueve países, de los cuales Estados Unidos, Panamá, España, Inglaterra, Suiza y Bermudas son los más importantes, al ser responsables del 64% de los flujos totales de IED en el período mencionado⁵ (Gráfico R1.4, panel A). En cuanto a las entradas provenientes de los principales países latinoamericanos, se destacan los flujos de IED provenientes de Chile y México, los cuales han ascendido, en el acumulado de la década, a cifras superiores a los USD 5.000 m cada uno. A estos les siguen Brasil y Perú, aunque con montos inferiores (menores a USD 1.500 m cada uno) (Gráfico R1.4, panel B).

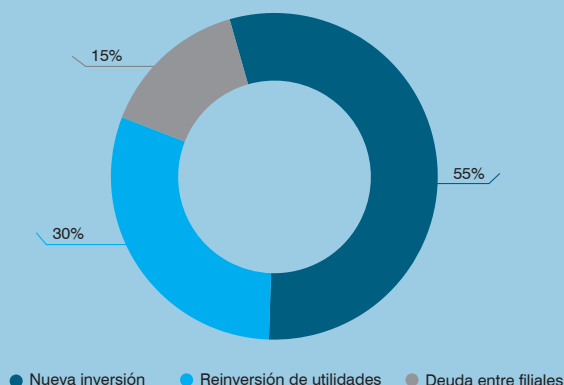
³ Según el *Manual de balanza de pagos y posición de inversión internacional* (MBP, sexta versión), una empresa se considera con IED cuando al menos 10% de su capital es de propiedad de inversionistas extranjeros.

⁴ Según el MBP, la inversión emparentada tiene lugar cuando una empresa invierte en otra con la que tiene un mismo inversionista directo, pero ninguna de las dos posee, ni directa ni indirectamente, el 10% o más del poder de voto en la otra.

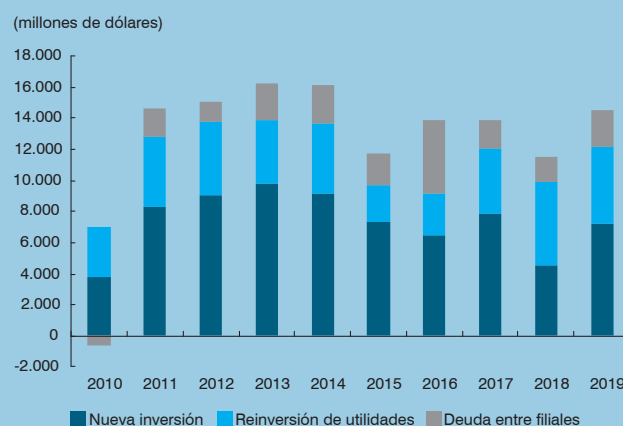
⁵ Países como Suiza, Panamá y Bermudas son reconocidos como centros financieros que incentivan la entrada de capitales por medio de beneficios tributarios, situación que es aprovechada por las empresas multinacionales para establecer allí sus operaciones (Garavito *et al.*, 2012). Al respecto, el Fondo Monetario Internacional (2009) sugiere que, en materia de registro estadístico, el país de procedencia de la IED sea aquel desde donde se giran los recursos. Esto, y dado lo anterior, puede provocar que algunos países aparezcan como grandes inversores en el extranjero, sin que los capitales sean necesariamente propiedad de sus nacionales.

Gráfico R1.3
Inversión extranjera directa en Colombia por componentes

A. Acumulado, 2010-2019



B. Evolución anual



Fuente: Banco de la República.

4. Inversión directa de Colombia en el exterior (IDCE)

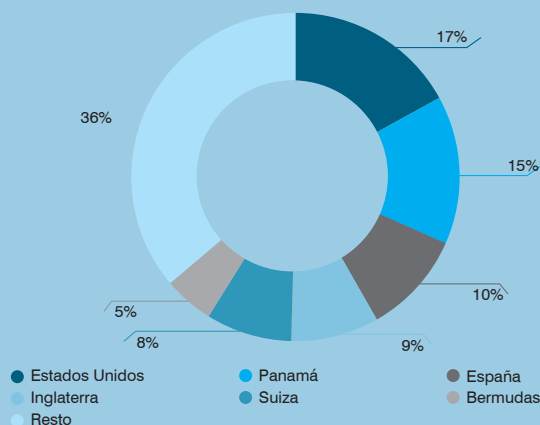
Al igual que en el caso de la IED, la IDCE se ha convertido en una herramienta cada vez más utilizada por las firmas colombianas para expandir sus operaciones en el exterior. De hecho, desde 2015 superó a los activos de reserva como el principal componente de los activos en el exterior poseídos por residentes colombianos, hasta representar el 34% de las tenencias de activos externos en 2019.

En la primera mitad de la década las salidas de capital colombiano estuvieron influenciadas

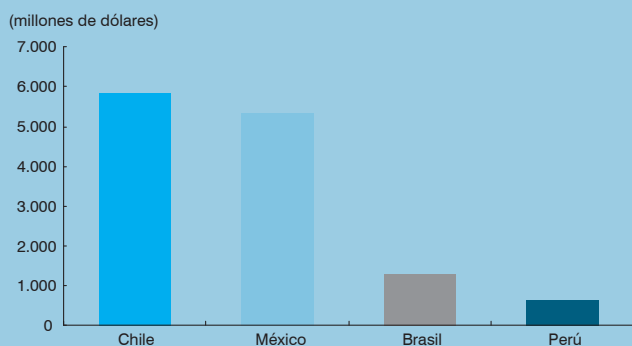
Gráfico R1.4

Inversión extranjera directa en Colombia por país inversionista

A. Distribución de la IED por país (acumulado, 2010–2018)



B. IED en Colombia de los principales países de América Latina (acumulado, 2010-2018)



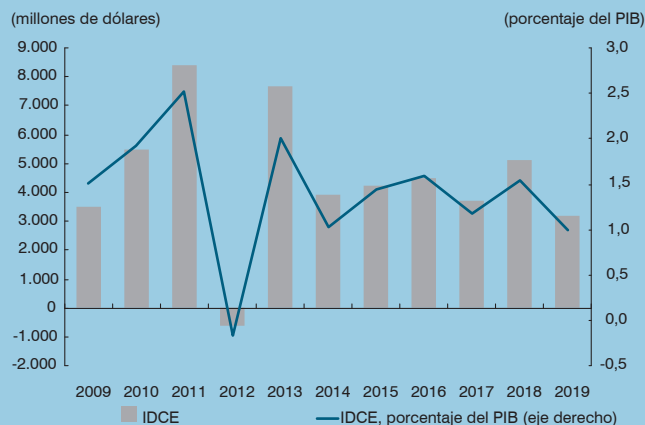
Fuente: Banco de la República.

por operaciones puntuales que alteraron los flujos netos de inversión. En efecto, en 2012 estos fueron negativos debido a liquidaciones realizadas en la actividad minera. Entre tanto, los niveles observados en 2011 y 2013 se debieron a inversiones del sector financiero en el mercado centroamericano, y en el de seguros en Latinoamérica. En la segunda mitad de la década, por su parte, los flujos de IDCE oscilaron alrededor de USD 4.000 m (Gráfico R1.5).

Por componentes, la nueva inversión (64%) y la reinversión de utilidades (34%) han sido los principales instrumentos de financiación que las firmas colombianas han utilizado

Gráfico R1.5

Evolución de la inversión directa de Colombia en el exterior



Fuente: Banco de la República.

para constituir sus inversiones en el exterior. Si bien la mayor cantidad de flujos se da por nuevas inversiones (Gráfico R1.6, panel A), en los últimos años la reinversión de utilidades ha cobrado un papel muy importante como fuente de IDCE (Gráfico R1.6, panel B).

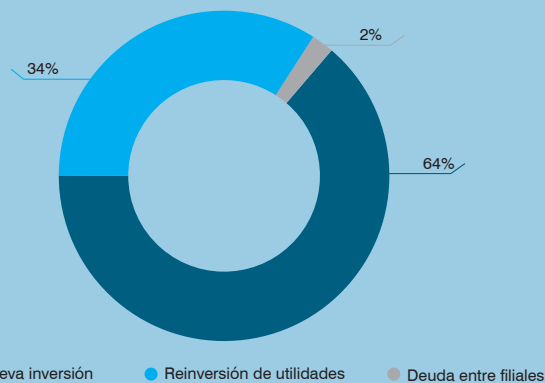
Entre las explicaciones posibles para este fenómeno, se destacan las oportunidades de expansión hacia el exterior que encontraron algunas firmas colombianas, después de que la crisis financiera internacional de 2008 obligara a firmas multinacionales a liquidar sus inversiones en filiales en diferentes partes del mundo (países emergentes, por ejemplo), y a que la mayor liquidez global disminuyera el costo de financiamiento (Martínez *et al.*, 2019). Por otro lado, el aumento del número de acuerdos comerciales y de tratados de inversión firmados y ratificados entre Colombia y otras economías, desde mediados de la primera década del siglo XXI, puede haber contribuido a crear un ambiente de coordinación, reglas claras y mayor confianza interinstitucional que condujo a un mayor incentivo para el flujo de inversiones (Gráfico R1.7).

Ahora bien, al comparar estas cifras con aquellas de algunos países de América Latina, se evidencia que Colombia, a pesar de invertir montos inferiores durante la década (USD 42.394 m) frente a los de economías como México, Chile y Brasil (Gráfico R1.8, panel A), su valor como

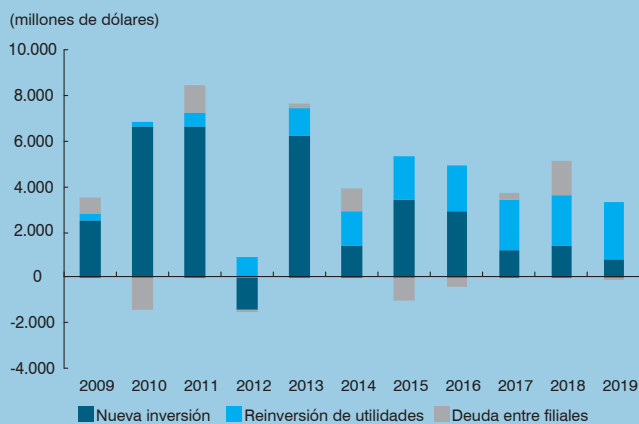
Gráfico R1.6

Inversión directa de Colombia en el exterior por componentes

A. Distribución (acumulado 2010-2019)



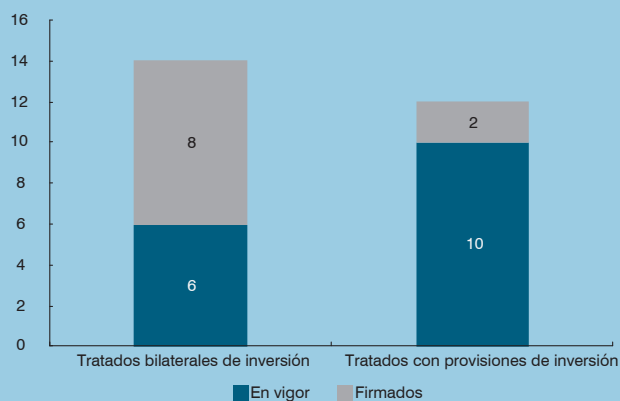
B. Evolución anual



Fuente: Banco de la República.

Gráfico R1.7

Acuerdos internacionales de inversión (desde 2004)



Fuente: UNCTAD.

porcentaje del PIB ronda el 2,0%, solo superado por Chile y destacándose en 2018 por tener la mayor relación de flujos de inversión directa a PIB entre las economías latinoamericanas más importantes (Gráfico R1.8, panel B).

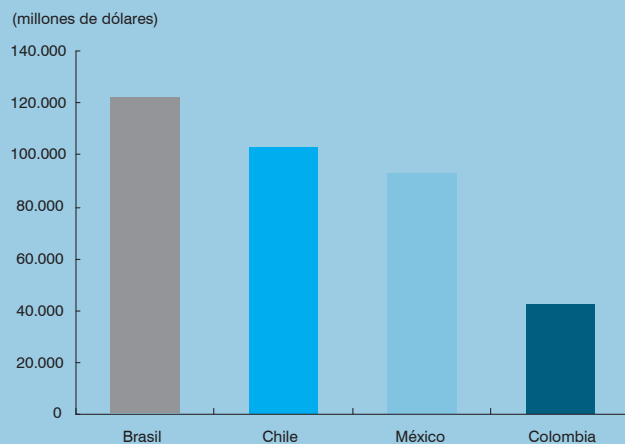
Distribución sectorial de los flujos de IDCE

En cuanto a su dinámica sectorial, entre 2004 y 2011 el sector mineroenergético fue el principal inversionista directo en el exterior, al represen-

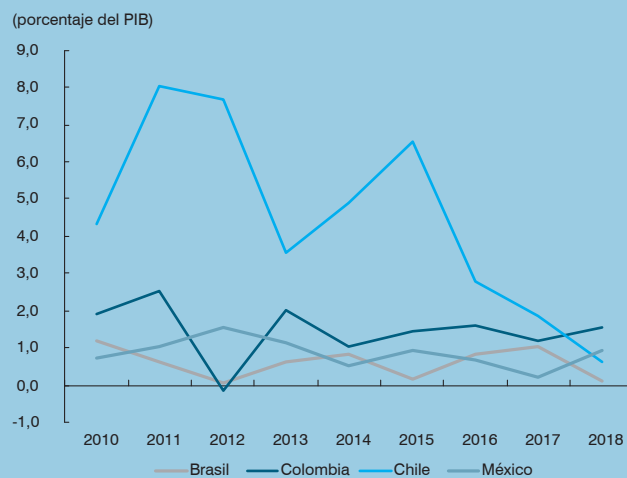
Gráfico R1.8

Flujos de inversión directa en el exterior en América Latina

A. Acumulado, 2010-2018



B. Proporción del PIB



Fuente: Cepal.

tar alrededor del 32% del total de estos capitales (Gráfico 9, panel A). Posteriormente, dada la reducción de los precios de bienes primarios, los flujos de IDCE empiezan a tener una estructura orientada hacia sectores que buscan aprovechar las dinámicas propias de los mercados receptores, tales como servicios financieros (37%), industrias manufactureras (23%), electricidad, agua y gas (16%), en detrimento del sector de explotación petrolera y minera, que representa el 14% (Gráfico R1.9, panel B).

Este hecho también se encuentra vinculado a la concentración de este tipo de inversiones en pocas firmas. De hecho, la evidencia sugiere que aquellas firmas de mayores capacidades productivas y financieras deciden invertir en el exterior, debido a que tienen mayor resistencia a la hora de competir en los mercados internacionales y cuentan con mayor experticia para administrar la incertidumbre (Martínez *et al.*, 2019).

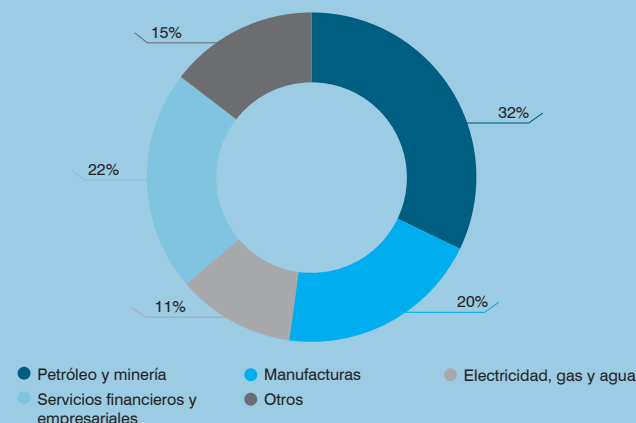
5. Consideraciones finales

En los últimos años la inversión directa es el principal flujo de capital externo utilizado por Colombia tanto como fuente de financiamiento como forma de expansión de sus inversiones internacionales. En el caso de la IED, dada su naturaleza de flujo financiero de largo plazo, así como por las externalidades positivas que genera en la economía colombiana, ha permitido que estos recursos sigan llegando al país, independientemente de choques adversos, tales como los menores precios de las materias primas. Es también sobresaliente la importancia que ha ganado la reinversión de utilidades como instrumento de financiamiento, lo cual evidencia un nivel de robustez importante de las firmas con inversión directa, puesto que se encuentran en la capacidad de generar recursos propios para mantener su operación y reducir su vulnerabilidad en los mercados internacionales.

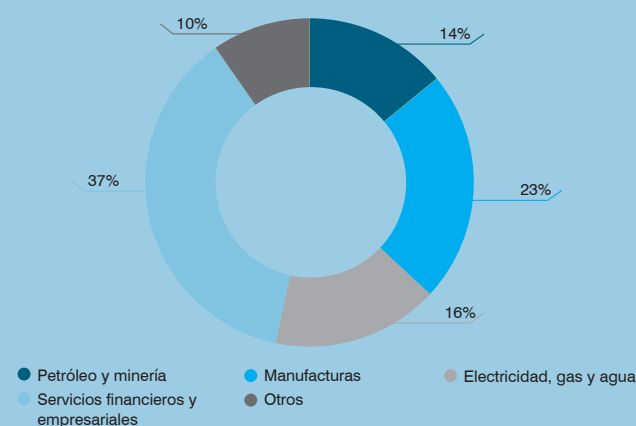
A una conclusión similar se puede llegar en el caso de la IDCE, la cual se ha convertido en la mayor fuente de activos externos. Este resultado se sustenta en el aprovechamiento de las firmas nacionales de las dinámicas de los

Gráfico R1.9
Distribución sectorial de los flujos de IDCE

A. Acumulado, 2004-2011



B. Acumulado, 2012-2019



Fuente: Banco de la República.

mercados internacionales que se ha manifestado en la expansión de sus negocios en el exterior, principalmente en economías de la región.

Referencias

Banco de la República (2020). Balanza de pagos de Colombia [en línea], disponible en: <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>

Banco de la República (2018). Flujos de inversión directa de Colombia en el exterior

(IDCE) por país y por actividad económica [en línea], disponible en: <http://www.banrep.gov.co/es/inversiondirecta>

Banco de la República (2018). Flujos de inversión extranjera directa en Colombia (IED) por país y por actividad económica [en línea], disponible en: <http://www.banrep.gov.co/es/inversiondirecta>

Bank for International Settlements (2018). *Política monetaria: una estrecha senda de normalización*, Informe Económico Anual (pp. 29-49) [en línea], disponible en: https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2018_es.pdf

Barba Navaretti, G.; Venables, A. J. (2004). *Multinational Firms in the World Economy*, Princeton: Princeton University Press.

Blomström, M.; Kokko, A. (1998). “Multinational Corporations and Spillovers”, *Journal of Economic Surveys*, vol. 12, núm. 3, pp. 247-277.

Blonigen, B. A.; Feenstra, R. C. (1996). “Protectionist Threats and Foreign Direct Investment”, núm. w5475, National Bureau of Economic Research.

Cepal (2019). *La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe 2019*, Santiago de Chile: Cepal.

Dunning, J. H. (1977). “Trade, Location of Economic Activity and the MNE: A Search for an Eclectic Approach”, en *The International Allocation of Economic Activity*, pp. 395-418, Londres: Palgrave Macmillan.

Fondo Monetario Internacional (2009). *Manual de balanza de pagos y posición de inversión internacional*, sexta edición, Washington, D. C.: FMI.

Garavito, A.; Iregui, A. M.; Ramírez, M. T. (2012). “Inversión extranjera directa en Colombia: evolución reciente y marco normativo”, *Borradores de Economía*, núm. 713, Banco de la República.

Helpman, E.; Melitz, M.; Yeaple, S. R. (2004). “Export versus FDI with Heterogeneous Firms”, *American Economic Review*, vol. 94, núm. 1, pp. 300-316.

Knickerbocker, F. T. (1973). “Oligopolistic Reaction and Multinational Enterprise”, *The International Executive*, vol. 15, núm. 2, pp. 7-9.

Martínez-Osorio, A.; Cristiano-Botia, D. J.; Gaitán-Maldonado, C.; Sandoval-Herrera, D. A. (2019). “La inversión directa de Colombia en el exterior (IDCE) y su renta: determinantes y dinámica reciente”, *Borradores de Economía*, núm. 1068, Banco de la República.

Scitovsky, T. (1954). “Two Concepts of External Economies”, *Journal of Political Economy*, vol. 62, núm. 2, pp. 143-151.

Unctad (2019). “Investment Policy Hub, International Investment Agreements Navigator, Colombia” [en línea], disponible en: <https://investmentpolicy.unctad.org/international-investment-agreements/countries/45/colombia>

Recuadro 2

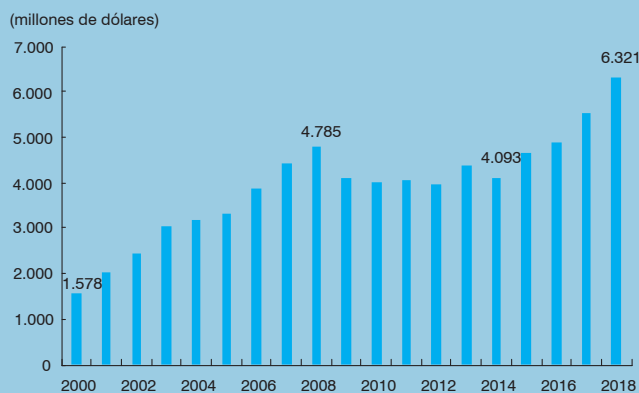
Evolución de los ingresos de remesas en Colombia y sus efectos sobre el mercado laboral colombiano

Durante los últimos veinte años los ingresos por remesas tuvieron una dinámica creciente, multiplicándose por cuatro entre 2000 y 2019 (crecimiento anual promedio del 8%). Este comportamiento estuvo frenado en el período

2009-2014, cuando las remesas se mantuvieron en niveles de USD 4.000 millones (m) anuales (1,3% del PIB), etapa que coincidió con la crisis financiera internacional de 2009 y el bajo crecimiento económico de los años posteriores

(Gráfico R2.1). A partir de 2015 estos recursos retomaron su tendencia positiva, con un incremento promedio anual de 11%, alcanzando niveles mayores a los USD 5.000 m anuales desde 2017. El año pasado estas transferencias ascendieron a USD 6.744 m, 6,7% más que en 2018.

Gráfico R2.1
Ingresos externos de remesas de trabajadores



Fuente: Banco de la República.

Si bien las remesas familiares no son la principal fuente de ingresos externos del país, este flujo ha adquirido mayor importancia, convirtiéndose en un factor de reducción y mitigación del déficit corriente y, a la vez, mostrando cierta estabilidad, al compararse con otras fuentes de ingresos. En 2019 estos recursos fueron equivalentes al 9,8% de los ingresos corrientes y al 16% de las exportaciones de bienes, frente al 7,5% y 10% en 2010, respectivamente. Esta dinámica se explica por el continuo crecimiento de las remesas, combinado con la caída de los ingresos por ventas de bienes mineroenergéticos, después del pico de los precios de los productos básicos y del bajo incremento de las exportaciones de bienes agrícolas tradicionales (café, banano y flores) y de bienes industriales (Cuadro R2.1).

Para recibir remesas es necesario que haya colombianos que residan afuera y que mantengan su vínculo con el país¹. En las últimas década

¹ Garavito *et al.* (2019) encuentran que incrementos en la población colombiana migrante generan aumentos en los ingresos de remesas.

Cuadro R2.1
Importancia de las remesas en cuentas económicas
(porcentaje)

Importancia de ingresos por remesas en	2000	2010	2019
PIB	1,6	1,4	2,1
Ingresos corrientes	8,4	7,5	9,8
Exportaciones de bienes	11	10	16
Inversión extranjera directa	65	62	47

Fuente: Banco de la República; cálculos propios.

das el flujo migratorio de colombianos hacia el exterior ha sido permanente, destacándose los incrementos de este flujo ocurridos a finales de la década de los noventa e inicios del milenio, además de la reciente dinámica migratoria de connacionales hacia nuevos destinos, como Chile, Argentina, Canadá y Australia, y hacia países de migración tradicional como Estados Unidos y España. En 1990 los migrantes representaban el 3% de la población colombiana y en 2017 alcanzaron el 5,6% (Garavito *et al.*, 2019).

Estados Unidos es el país con más población colombiana migrante, la cual, a pesar de que llegó en su mayoría en la década de los noventa, no ha dejado de crecer, con recientes incrementos importantes². En los últimos seis años esta población generó en promedio el 45% del total de los ingresos externos por remesas que recibió el país, constituyéndose en el principal origen geográfico y fuente de crecimiento de estos flujos (contribuyó con el 60% del total) (Cuadro R2.2).

España es la segunda economía con más colombianos residentes, población que llegó a principios del nuevo milenio y que se redujo en el período 2008-2015 como resultado de la crisis internacional de 2008 y sus efectos negativos sobre esa economía³. Con la recuperación de los indicadores económicos y la eliminación

² De acuerdo con estimaciones de United States Census Bureau, en 2017 había 1.123.443 colombianos residiendo en ese país, cifra que se ha multiplicado por 1,4 en ocho años.

³ Mientras que en 2008 había 284.581 colombianos que residían en España, en 2016 había solo 140.127 (Padrón, Instituto Nacional de Estadística de España).

Cuadro R2.2
Ingresos de remesas según país de origen

País	(millones de dólares)		Participación en 2019	Crecimiento promedio anual, 2014-2019
	2014	2019		
Estados Unidos	1.685	3.246	48	14
España	886	1.057	16	4
Chile	144	417	6	24
Venezuela	80	1	0	-55
Resto de América Latina y el Caribe	571	1.086	16	14
Resto de Europa	424	526	8	4
Resto	303	410	6	6
Total	4.093	6.744	100	11

Fuente: Banco de la República (Reporte Trimestral de Remesas).

de la visa Schengen, los colombianos volvieron a migrar a España desde 2017. Durante 2014-2019 alrededor del 15% de las remesas del país tuvieron su origen en España.

Los países de Latinoamérica son los siguientes en importancia de acogida de migrantes colombianos. Hasta 2010 los colombianos residían en su mayoría en Venezuela y Ecuador, posteriormente los connacionales comenzaron a migrar hacia nuevos destinos, como Chile, Argentina y Panamá, cuyas políticas migratorias facilitaron su arribo, y cuyo desempeño económico y similitudes culturales propiciaron aún más este fenómeno⁴. Los ingresos de remesas desde América Latina y el Caribe presentaron altas tasas de crecimiento en la última década, más que duplicando su relevancia en el total, al pasar de 8% en 2010

a 22% en 2019. Cabe resaltar que en el último sexenio los giros por remesas provenientes de esta región aportaron el 30% del crecimiento total de estos flujos (Cuadro R2.3).

Cuadro R2.3
Ingresos de remesas según departamento receptor y país de origen

Departamento	Participación de remesas según país de origen			
	Estados Unidos	España	América Latina	Resto
Valle del Cauca	38	21	26	16
Cundinamarca	52	11	21	15
Antioquia	64	11	15	10
Eje cafetero ^{a/}	43	26	20	12
Costa Atlántica ^{b/}	52	10	25	14
Resto	46	13	23	17
Total	48	16	22	14

a/ Caldas, Quindío y Risaralda.

b/ Atlántico, Bolívar, Magdalena, Cesar, Sucre, Córdoba y La Guajira.

Fuente: Banco de la República (Reporte Trimestral de Remesas).

Otro factor que influyó en la dinámica reciente de estas transferencias fueron las mejores condiciones económicas de los migrantes en sus países de residencia, que les permitió tener una mayor capacidad de envío de recursos a sus familias en Colombia⁵. En los países donde se radicaron los colombianos las condiciones económicas mejoraron. En primer lugar, Estados Unidos registró indicadores positivos después de la crisis de 2008 y 2009, con un crecimiento económico promedio de 2,4% entre 2014 y 2019; además, el desempleo de la población hispana (hispanos, latinos o españoles) se redujo del 7,4% en 2014 a niveles más bajos en 2019 (4,3%), y mejoró su capacidad adquisitiva (mayores ingresos semanales: de USD 594 en 2014 a USD 706 en 2019)⁶.

⁴ En 2012 había 27.411 colombianos residentes en Chile, mientras que en 2017 había 105.367. En Argentina las solicitudes de residencia resueltas de colombianos en el período 2011-2017 fueron 106.000 (Departamento Nacional de Migraciones).

⁵ Garavito *et al.* encontraron una relación positiva entre el desempeño económico del país de residencia de los migrantes y las remesas.

⁶ Bureau of Labor Statistics, Estados Unidos. Cifra en términos corrientes. A precios de 2014 el valor de 2019 equivale a USD 641.

Por su parte, a partir de 2014 España volvió a tener tasas de crecimiento económico positivas después de cinco años de recesión, y el desempleo se redujo desde su pico en 2013 (26%) hasta llegar al 14% en 2019 (INE, España). Las economías de América Latina tuvieron una evolución positiva en los últimos años: Panamá tuvo los mayores crecimientos de toda la región, mientras que Chile y Ecuador crecieron de manera sostenida, aunque a tasas más bajas. Adicionalmente, el desempleo en estos países estuvo por debajo del de Colombia y se ha mantenido relativamente constante.

En 2019 la información por departamento de destino indica que los ingresos de remesas fueron recibidos en su mayoría por Valle del Cauca, Cundinamarca y Antioquia (60%)⁷, seguidos por las regiones del Eje Cafetero, con el 13%, y de la costa Atlántica, con el 9% (Cuadro R2.4). Las remesas que llegaron a Valle del Cauca provienen principalmente desde Estados Unidos, España y Chile (38%, 21% y 11%, respectivamente), mientras que Cundinamarca, Antioquia y la costa Atlántica dependieron en un mayor porcentaje de las remesas desde Estados Unidos, destino que aportó más de la mitad de los recursos que llegaron a estas regiones.

Es importante destacar que las remesas, además de representar una fuente de ingresos externos para el país, son recibidas en una alta proporción por los hogares de menores ingresos⁸, y son utilizadas principalmente para cubrir los gastos básicos de las familias, tales como alimentación, arriendo, servicios y pago de deuda⁹, y en algunos casos permiten financiar

Cuadro R2.4
Ingresos de remesas según departamento receptor

Departamento	(millones de dólares)		Participación (porcentaje)
	2014	2019	2019
Valle del Cauca	1.204	1.684	25
Cundinamarca	646	1.175	17
Antioquia	713	1.159	17
Eje cafetero ^{a/}	655	880	13
Costa Atlántica ^{b/}	330	587	9
Resto	546	1.258	19
Total	4.093	6.744	100

a/ Caldas, Quindío y Risaralda.

b/ Atlántico, Bolívar, Magdalena, Cesar, Sucre, Córdoba y La Guajira.

Fuente: Banco de la República (Reporte Trimestral de Remesas).

la educación (Cardona y Medina, 2006; Garay y Rodríguez, 2005). Lo anterior implica que las remesas son fuente de ingresos de los hogares, lo cual influye las decisiones sobre la inserción al mercado laboral, al representar una entrada de dinero que puede reemplazar a la de origen salarial.

Teóricamente, las personas deciden cómo distribuir su tiempo entre trabajar o no, dependiendo de lo que se conoce como el *salario de reserva*, que es el monto más bajo por el cual un individuo está dispuesto a sacrificar su tiempo de ocio por trabajar, que depende de los ingresos no laborales. Si dicho monto es más alto que el salario de mercado, los individuos prefieren mantenerse al margen del mercado laboral, pero a medida que este desciende se vuelve más atractivo buscar un trabajo para obtener ingresos. Las remesas, al ser un ingreso no laboral, afectan directamente el salario de reserva, de manera que, si estas se incrementan, los salarios de reserva suben y, por tanto, se desincentiva la participación laboral.

El Banco de la República midió el efecto de las remesas sobre la inserción al mercado laboral en Colombia en el período 2014-2019. A partir de un análisis estadístico, en el que se toma en cuenta la variación regional de las remesas y el desempeño de indicadores como el PIB y la tasa de desempleo de Estados Unidos y España, se di-

⁷ De acuerdo con el censo de 2005, los departamentos con mayor migración internacional eran Valle del Cauca, Cundinamarca, la costa Atlántica y el Eje Cafetero, los mismos que en su orden reciben más remesas del exterior.

⁸ De acuerdo con la GEIH del DANE, las remesas son recibidas en su mayoría por los quintiles 1, 2 y 3 de la distribución del ingreso del país.

⁹ Encuesta de Banca de las Oportunidades de 2016. Estos resultados coinciden con los de Garay y Rodríguez (2005), quienes encuentran que la mayor proporción de las remesas se utilizan para cubrir los gastos recurrentes de los hogares, como alimentación, servicios públicos, salud y educación.

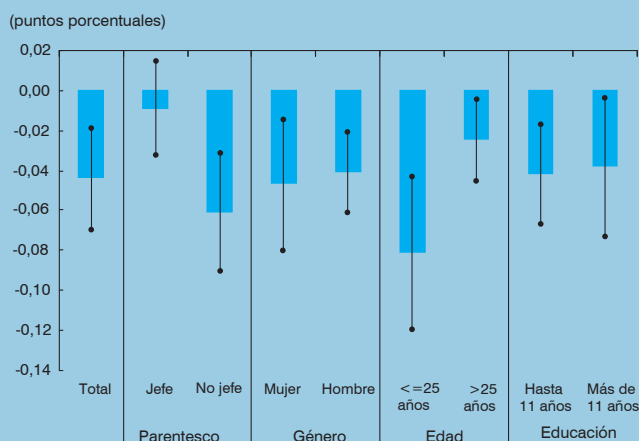
señó un modelo que explica la probabilidad que tiene una persona en Colombia de participar en el mercado laboral (buscar trabajo o estar empleada) en función de las remesas recibidas en su ciudad y de características propias, como su sexo, edad, nivel de escolaridad y parentesco¹⁰. Se utilizaron datos de participación laboral de individuos, provenientes de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) del DANE, y de ingresos de remesas de trabajadores por país de destino y departamento receptor, con datos del Banco de la República, entre los años 2014 y 2019.

El resultado mostró que, en efecto, los incrementos observados en las remesas disminuyen la probabilidad de participar en el mercado laboral: cuantitativamente, un aumento del 10% de las remesas disminuye esta probabilidad en 0,4 pp. Cabe anotar que estos resultados son heterogéneos, dependiendo de las características de los individuos. Por ejemplo, las remesas no inciden en la decisión de participación de los jefes de hogar, pero sí, y de manera negativa, en las de los demás miembros del hogar, y su efecto tiende a ser más pronunciado en las mujeres, los jóvenes (menores de 25 años) y las personas sin educación superior (Gráfico R2.2).

Referencias

Banco de la República (2020). “Señales de estabilización en el mercado laboral urbano y efecto negativo de las remesas sobre la participación laboral”, *Reporte de Mercado Laboral*, núm. 13, Banco de la República.

Gráfico R2.2
Efectos de las remesas en la probabilidad de participar en el mercado laboral



Nota: la altura de las barras representan el efecto promedio en la participación laboral de cada grupo ante un incremento de un 1% de las remesas. Las líneas negras representan el intervalo de confianza del 90% de la estimación.

Fuente: Banco de la República (2020); cálculo de los autores.

Cardona, L.; Medina, C. (2006). “Migration as a Safety Net and Effects of Remittances on Household Consumption: The Case of Colombia”, *Borradores de Economía*, núm. 414, Banco de la República.

Garavito, A. L.; Collazos, M. M.; Hernández, M. D.; Montes, E. (2019). “Migración internacional y determinantes de las remesas de trabajadores en Colombia”, *Borradores de Economía*, núm. 1066, Banco de la República.

Garay-Salamanca, L. J.; Rodríguez-Castillo, A. (2005). *Estudio sobre migración internacional y remesas en Colombia*, Bogotá, D. C.: Ministerio de Relaciones Exteriores y OIM.

¹⁰ Para los detalles técnicos del modelo, véase Banco de la República (2020).



a n e x o

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 sensibilidad moderada a movimientos de las tasas de interés en el mercado.

Riesgo crediticio: solamente se invierte en activos que cuenten con altas calificaciones crediticias según las principales agencias califi-

cadoras, 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 tienen 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 con la cuenta patrimonial “ajuste de cambio” de que trata el numeral 4 del artículo 62 del Decreto 2520 de 1993 (Estatutos del Banco de la República), 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 operaciones se liquidan mediante mecanismos

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>

pago contra entrega, los cuales 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. Además, 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: corto plazo, 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 diciembre de 2019 el valor del tramo de corto plazo era USD 33.096,3 m, de los cuales USD 1.327,6 m corresponden al capital de trabajo y USD 31.768,7 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% y que el valor esperado de una posible pérdida no supere el 1% en un horizonte de tres años. Actualmente el tramo de mediano plazo está conformado, en su mayoría, por portafolios de manejo activo que buscan generar una rentabilidad más alta que el índice de referencia⁴. A diciembre de 2019 el valor del tramo de mediano plazo ascendía a USD 17.250,8 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 sección se explica el concepto y la composición del índice de referencia.

⁴ En la sección “Programa de administración externa” se explica que uno de los 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 diciembre de 2019 el valor de mercado del oro en las reservas ascendía a USD 678,8 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, cuyo fin es replicar el comportamiento de los egresos de

la balanza 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 31 de diciembre de 2019 la composición cambiaria del índice del tramo de corto plazo era 82% dólares de los Estados Unidos, 9% dólares australianos, 5% dólares canadienses, 1,5% dólares neozelandeses, 2% coronas noruegas y 0,5% won coreano⁹. 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 estas, 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

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

⁶ En los mercados de capitales un índice de referencia se refiere 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 de la Junta Directiva al Congreso de la República* de marzo de 2012 para una explicación detallada de la metodología de composición cambiaria de las reservas.

⁹ El euro no hace parte del grupo de monedas que conforman el índice de referencia, porque tanto las tasas de interés de referencia del Banco Central Europeo, como las de los principales bonos soberanos de corto plazo emitidos en euros, son negativas. El won coreano se incluye desde el 29 de noviembre de 2019, cuando cambió el índice de referencia.

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.

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

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 efectiva del índice del tramo de corto plazo es 2,33 y la del tramo de mediano plazo es 4,29¹².

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 35.779,5 m, o 70,12% del portafolio de inversión). El resto de los recursos del tramo de mediano plazo es gestionado por administradores externos de portafolios.

Al finalizar diciembre de 2019 el programa de administración externa ascendía a USD 15.246,5 m (29,88% 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.

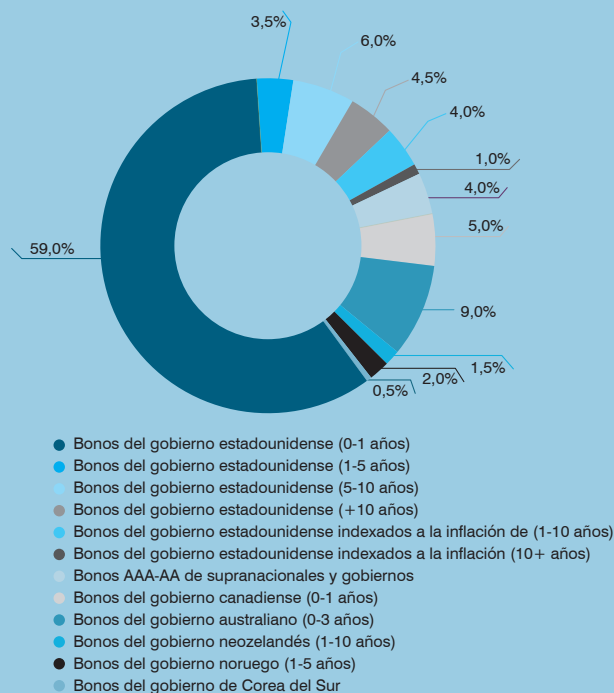
En la actualidad, las firmas privadas que participan en el programa de administración externa son: DWS International GmbH; BNP Paribas Asset Management USA, Inc.; Goldman Sachs Asset Management, L. P.; J. P.

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

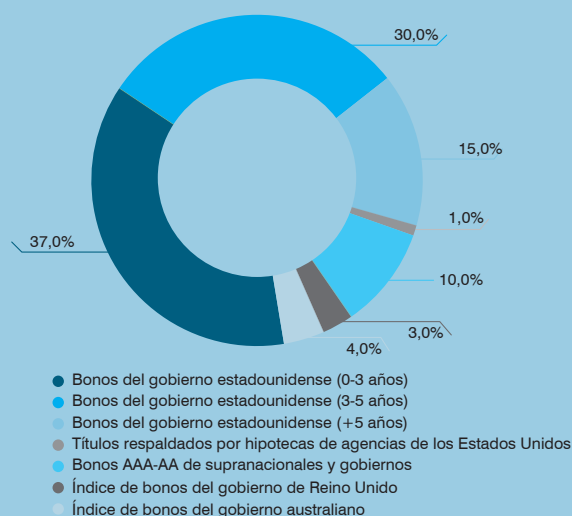
¹² La duración efectiva es una medida de riesgo que se define como la disminución (aumento) porcentual en el valor del portafolio frente a un aumento (disminución) de 1% en todas las tasas de interés.

Gráfico A
Composición del índice de referencia
(al 31 de diciembre de 2019)

1. Tramo de corto plazo



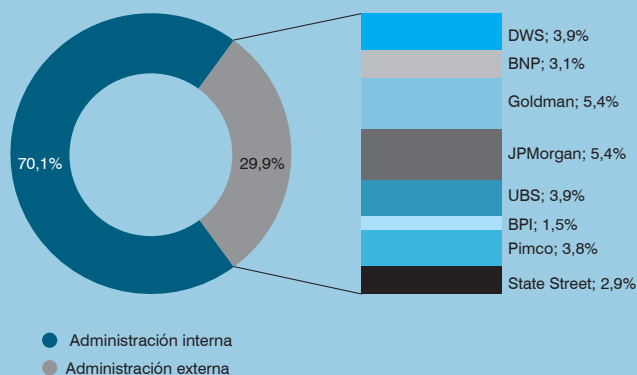
2. Tramo de mediano plazo



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.

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 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 Banco de Pagos Internacionales (BPI) también se consideran parte del programa de administración externa. A estos fondos solamente tienen acceso los bancos centrales y entidades multilaterales y tienen como propósito

Gráfico B
Composición del portafolio de inversión
(al 31 de diciembre de 2019)



Nota: valores aproximados debido al redondeo.

Fuente: Banco de la República.

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 116,3 m), un fondo de títulos emitidos por el gobierno de China (USD 261,4 m), un fondo de títulos emitidos por el gobierno de Corea del Sur (USD 106 m) y un fondo de títulos emitidos por corporaciones no financieras (USD 266,4 m).