

Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República

1. Introducción

En Colombia, al igual que en el resto del mundo, la pandemia del Covid-19 ha causado un daño grave a la salud y al bienestar de las personas. Para limitar ese daño ha sido necesario que autoridades locales y nacionales decretaran el confinamiento en sus hogares de grandes sectores de la población por períodos prolongados. Una consecuencia inevitable de ese aislamiento ha sido el desplome de la actividad económica, del gasto y del empleo, fenómeno que ha golpeado a muchos países del mundo afectados por la enfermedad. Es una crisis sin precedentes en tiempos modernos, no tanto por su intensidad (que, sin duda, es inmensa), sino porque su origen no es económico. Eso es lo que la hace tan impredecible y difícil de manejar. Desde luego, sus consecuencias económicas son enormes. Los gobiernos y bancos centrales de todo el mundo luchan por mitigarlas, pero la solución definitiva no está en manos de las autoridades económicas. Solo la ciencia nos dará una salida.

Entretanto, los indicadores económicos en Colombia y en el resto del mundo causan preocupación. Las caídas del producto, la pérdida de cuantiosos puestos de trabajo y el cierre de empresas de todos los tamaños se volvieron noticias cotidianas. A esto se suma el deterioro de las condiciones financieras internacionales y el aumento en los indicadores de riesgo. La volatilidad financiera se ha incrementado y los índices accionarios han caído. Ante la menor demanda global, los precios de exportación de las materias primas se han reducido, afectando los términos de intercambio para los países productores. Las remesas de trabajadores han disminuido debido al aumento del desempleo en los países desarrollados. Esta crisis también ha generado una fuerte reducción del comercio internacional de bienes y servicios, y afectaciones a las cadenas globales de valor.

Los bancos centrales en el mundo han reaccionado con contundencia y rapidez mediante fuertes inyecciones de liquidez y significativos recortes a las tasas de interés. Hacia mediados de julio esa decidida respuesta había logrado revertir buena parte del deterioro inicial de las condiciones financieras. Las bolsas de valores detuvieron su caída, y en varios países mostraban recuperaciones importantes. Las primas de riesgo, que al inicio de la crisis dieron un salto inusitado, registraban correcciones sustanciales. Algo similar ocurría con los índices de volatilidad de los mercados financieros internacionales, que mostraban una mejoría significativa.

La flexibilización de las medidas de confinamiento en algunas economías, la amplia liquidez global y las medidas de política fiscal han contribuido a la mejora de las condiciones financieras externas, aunque con indicadores que aún no retornan a sus niveles pre-Covid.

El choque global

En un contexto de alta incertidumbre diversas entidades internacionales han dado a conocer sus proyecciones sobre las consecuencias económicas de esta crisis. Existen, sin embargo, diferencias sustanciales entre estas, según sean los supuestos sobre la extensión y duración de la pandemia.

Así, por ejemplo, en su revisión de junio, el Fondo Monetario Internacional (FMI) modificó sus pronósticos de la economía global para 2020 a una contracción del -4,9% frente a una del -3,0% considerada en abril. Por su parte, el Banco Mundial prevé para este año que la economía mundial se contraerá un -5,2%, mientras que la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) considera una caída del -6,0%. Algunas entidades contemplan escenarios más negativos de llegar a producirse un rebrote de la enfermedad. En general se espera que la actividad económica mundial se recupere en 2021 a un ritmo algo superior al 5,0%.

Según el FMI, todas las regiones y principales economías del mundo tendrían fuertes contracciones en 2020, a excepción de China, que lograría un crecimiento del 1,0%. Para América Latina y el Caribe se prevé una caída del -9,4%, algo mayor de la que tendrían las economías avanzadas (-8,0%), pero menor a la que se estima para la zona del euro (-10,2%). La fuerte contracción en América Latina obedecería a los malos resultados que se anticipan para Brasil (-9,1%), México (-10,5%) y Perú (-13,9%). Chile y Colombia, con caídas respectivas de -7,5% y -7,8% en 2020, saldrían relativamente mejor librados. Para 2021 la región se recuperaría a un ritmo

del 3,7%, inferior al de la economía mundial (5,4%). Colombia alcanzaría un crecimiento del 4,0%.

Condiciones al inicio del choque

Ante un choque tan inesperado y devastador como el del Covid-19, Colombia tuvo la fortuna de encontrarse al inicio de la crisis en una posición sólida, tanto en su marco institucional como en su desempeño macroeconómico. Esto representa un valioso respaldo para enfrentar la dura prueba por la que atraviesa el país.

Desde el punto de vista institucional, la política monetaria bajo el esquema de inflación objetivo ha alcanzado alta credibilidad, convirtiéndose en un pilar fundamental de la estabilidad macroeconómica del país. Tras llegarse a la meta de inflación de largo plazo del 3% en 2009, sus desviaciones posteriores solo han obedecido a choques transitorios que no afectan su credibilidad en el mediano plazo. La flexibilidad de la tasa de cambio, que es un componente inherente del esquema de inflación objetivo, ha sido esencial para superar choques como el de la crisis financiera internacional y la caída del precio del petróleo en 2014. Estudios posteriores mostraron que, de no haber sido por esa flexibilidad, tales choques habrían golpeado a la economía con mayor fuerza y su recuperación habría tardado más tiempo¹. Otra fortaleza de la economía colombiana radica en la solidez de su sistema financiero. La adopción oportuna de medidas macroprudenciales, la estricta supervisión a las entidades financieras, y el cumplimiento de estándares internacionales, como los de Basilea III, contribuyeron a que el sector financiero estuviera bien preparado para enfrentar un choque de tanta magnitud como el que ahora vivimos.

¹ "A Crude Oil Shock: Explaining the Impact of the 2014-16 Oil Price Decline across Exporters", IMF Working Paper, núm. 17/160, Fondo Monetario Internacional; "Crisis and Recovery: Role of the Exchange Rate Regime in Emerging Market Countries", IMF Working Paper, núm. /10/242, Fondo Monetario Internacional.

A diferencia de algunos países de la región, la economía colombiana tiene otras características que redundan en su fortaleza. Por ejemplo, el hecho de no tener una economía semidolarizada y que los descalces cambiarios no sean grandes y estén bien identificados y monitoreados le permite a la economía convivir con las inevitables fluctuaciones de la tasa de cambio que resultan de esta coyuntura, sin el temor de quiebras financieras o en el sector real. Finalmente, como lo mostró recientemente el Ministerio de Hacienda al lanzar el *Marco Fiscal de Mediano Plazo, 2020*, el Gobierno Nacional Central (GNC) alcanzó en 2019 el menor déficit fiscal desde 2014 y el primer superávit primario desde 2012, consolidando la senda decreciente desde 2016. En este contexto, previo al choque del Covid-19, se esperaba que las finanzas públicas continuaran con un proceso de ajuste gradual del déficit en cumplimiento con lo establecido por la Regla Fiscal.

En cuanto a su desempeño macroeconómico, en 2019 la economía colombiana creció 3,3%, ritmo que superó a nuestros pares en la región y ampliamente al promedio de América Latina y el Caribe, que tan solo se expandió 0,1%. Este buen resultado llevó a la economía colombiana a estar cerca de cerrar la brecha negativa del producto que se abrió luego de la caída de los precios del petróleo en 2014. Gracias a ello se fortaleció la confianza de los empresarios y comerciantes, y se dinamizó el mercado de crédito. Esto se reflejó en unas perspectivas macroeconómicas positivas para el presente año, que apuntaban a un crecimiento igual o algo superior al alcanzado en 2019. El desempeño económico en los dos primeros meses del año fue acorde con esas expectativas, tal como lo mostró el índice de seguimiento económico (ISE) elaborado por el DANE, según el cual, en términos anuales, la economía se expandió un 3,7% en enero y un 3,0% en febrero en la serie corregida por efectos estacionales y calendario.

Estas fortalezas de la economía colombiana, que los mercados y las agencias calificadoras de riesgo reconocen, no significan

que el país goce de una holgura económica. El choque petrolero de 2014 dejó secuelas que a finales de 2019 limitaban el margen de maniobra de la política económica y requerían reformas para superarlas. Así, por ejemplo, la deuda bruta del GNC, que en 2013 era del 36,6% del PIB, aumentó al 50,3% a finales de 2019, lo que en comparación a otros países redujo el espacio fiscal para enfrentar una crisis tan compleja como la actual. Por otra parte, aunque el ritmo de la actividad económica venía recuperándose persistían los excesos de capacidad productiva de la economía. La debilidad de la actividad económica y las distorsiones del mercado laboral llevaron a que la tasa de desempleo nacional aumentara del 8,4% en 2013 al 9,5% a finales de 2019. En cuanto al balance externo, el déficit de la cuenta corriente se incrementó del 3,2% del PIB en 2013 al 4,3% a finales de 2019. Todo esto significa que el país requería avanzar en una agenda de reformas estructurales que consolidara la recuperación económica, asegurara la sostenibilidad fiscal, redujera la tasa de desempleo y propendiera por una mayor equidad. Las graves consecuencias que deja esta crisis aumentan la necesidad de tales reformas.

La desaceleración

El buen panorama económico con el que se inició el presente año dio un vuelco con la llegada del Covid-19. Colombia contó con varias semanas para preparar su sistema de salud y establecer protocolos de manejo, alertada por la gravedad de la enfermedad. Sin embargo, en el ámbito económico, aunque el país se estaba recuperando, sus consecuencias resultaban inevitables.

Adicionalmente, como país exportador de petróleo Colombia enfrenta un segundo choque negativo debido al deterioro de los términos de intercambio resultante de la caída de los precios del crudo, lo cual se refleja en una pérdida de ingreso nacional. Esta caída de precios tuvo su origen en la reducción considerable de la demanda de combustibles, como resultado de la menor movilidad de la

población, la restricción del transporte aéreo de pasajeros y la contracción de la economía mundial. A esto se le sumaron las tensiones geopolíticas que se registraron a comienzos de marzo entre Rusia y Arabia Saudita, que retrasaron la implementación de recortes adicionales en la producción de petróleo por parte de la OPEP y otros países productores, lo cual generó expectativas de aumento en la oferta y contribuyó a que se intensificara el sobreabastecimiento en el mercado.

El inicio del aislamiento preventivo obligatorio en la mayoría del territorio colombiano a partir del 20 de marzo detuvo abruptamente la actividad productiva en importantes sectores de la economía. Así lo mostró el ISE, que para marzo registró una caída del 4,9%, aun a pesar de que el aislamiento solo abarcó el último tercio del mes. Esto se reflejó en el resultado del producto interno bruto (PIB) para el primer trimestre, el cual solo se expandió 0,4% anual, según la serie desestacionalizada y ajustada por efectos calendario (1,1% anual para la serie original). Este desempeño fue significativamente inferior al del cuarto trimestre de 2019 (3,4%) y al de todo el año anterior.

El retroceso de la economía se profundizó en abril: la producción real de la industria tuvo una contracción anual del -35,8%; las ventas del comercio minorista total cayeron un -42,9% anual, y el índice de confianza del consumidor se ubicó en un nivel mínimo histórico (-41,3). El ISE corroboró este deterioro, al registrar una caída anual del producto del -20,5% en abril, la mayor de toda la serie. Esta contracción obedeció principalmente a la menor actividad de las ramas de producción secundarias (industria y construcción) (-50,1%) y terciarias (servicios y comercio) (-13,3%).

Respuesta de política monetaria

La respuesta de política del Banco de la República para enfrentar esta crisis se asemeja a la de los principales bancos centrales del mundo por haber sido rápida, suministrar una im-

portante inyección de liquidez a los mercados financieros, utilizar formas novedosas para facilitar las coberturas y así aliviar los faltantes de liquidez en los mercados de divisas, y recortar significativamente la tasa de interés. En términos de provisión de liquidez, las acciones tomadas por el Banco de la República han sido mayores frente a las implementadas por parte de otros bancos centrales de países emergentes.

Estas decisiones se basaron en diagnósticos técnicos que mostraban un aumento generalizado de la preferencia por liquidez por parte de los hogares y de las firmas ante el incremento de la incertidumbre. Igualmente, la mayor percepción de riesgo de los intermediarios financieros los desincentivó a originar cartera para un amplio grupo de agentes económicos. Ante estas circunstancias, el Banco reaccionó otorgando al mercado una amplia liquidez en pesos y en dólares, al tiempo que reducía la tasa de interés. Estas medidas han contribuido a proteger el sistema de pagos y a estabilizar mercados como el cambiario y el de títulos públicos y privados, que estaban bajo presión. Igualmente, dieron apoyo a la oferta de crédito y ayudaron a reducir la carga financiera de los hogares y las empresas.

Las medidas adoptadas, cuyas características se detallan en este informe, comprendieron: 1) la ampliación de las operaciones de expansión transitoria en sus montos, contrapartes, garantías y plazos. Cabe destacar la autorización del acceso a recursos de liquidez a un mayor número de entidades, y la inclusión de títulos de deuda privada como garantías admisibles para las subastas de liquidez, adicionales a los habituales de deuda pública; 2) 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; 3) la reducción del encaje sobre los depósitos bancarios, que permitió inyectar liquidez permanente al mercado y reducir los costos de intermediación; 4) la introducción de modernos mecanismos de intervención en el mercado cambiario para facilitar las coberturas y ampliar

la liquidez en dólares, sin afectar el monto de las reservas internacionales, y 5) la reducción de la tasa de interés de política en 175 puntos básicos (pb) desde un nivel inicial del 4,25% al 2,50% a finales de junio, colocándola en un mínimo histórico.

Este considerable relajamiento de la política monetaria ofrecerá un estímulo a la actividad económica, a medida que los recortes a la tasa de interés y la expansión de la liquidez se transmitan al funcionamiento del mercado financiero y de crédito. A finales de junio la mayoría de las tasas de interés de los créditos registraban caídas y se ubicaban en niveles menores o similares a los observados antes de la pandemia, con excepción de los créditos de consumo mediante libranzas, los créditos comerciales de tesorería y los de microcrédito. Respecto a los montos de crédito, los datos recientes muestran una reducción importante en los desembolsos semanales promedio en todas las modalidades. Esto se explica porque en la actual coyuntura estos han estado afectados por movimientos bruscos tanto en la oferta como en la demanda. Tal es el caso principalmente del crédito de consumo, incluyendo tarjetas de crédito, cuya reducción en los montos desembolsados y en las tasas sugiere una fuerte contracción de la demanda por estos recursos.

Inflación

El relajamiento de la política monetaria ha sido coherente con la evolución de los precios y con la meta de inflación del 3,0% anual. Durante los últimos meses se han observado presiones bajistas sobre el nivel de los precios debido a la caída de la demanda agregada y a los alivios de precios decretados por el GNC. Así, a finales de junio la inflación anual total se situó en el 2,19% y el promedio de los cuatro indicadores de inflación básica en el 2,03%. La disminución de la inflación durante el transcurso del segundo trimestre abarcó todos los renglones de la canasta familiar, a excepción de salud. Incluso el ajuste de precios de los alimentos, que al inicio de la cuarentena registró

un aumento por problemas climáticos y por la recomposición del gasto de los hogares hacia este región, terminó por ceder. Por su parte, los precios del grupo de bienes transables, del cual se temían incrementos debido a la fuerte devaluación de la tasa de cambio al inicio de la pandemia, a finales de junio registraron una variación anual del 0,61% anual, menos de la cuarta parte de la que registraban en febrero (2,51%). Finalmente, a finales de junio los precios de la canasta de regulados registraron una variación anual negativa (-0,78%), como resultado de los alivios en las tarifas de servicios públicos y la disminución del precio de los combustibles. Hacia 2021, la inflación repuntaría una vez los efectos transitorios de los alivios se reviertan y la economía se recupere gradualmente. En consonancia, las expectativas de inflación, que se han reducido junto con la inflación observada, deberían converger a la meta del 3%.

Empleo

Una de las consecuencias más graves de la pandemia del Covid-19 ha sido la pérdida masiva de empleo tanto en el mundo como en Colombia. En nuestro caso, los indicadores del mercado laboral publicados por el DANE para abril presentaron un deterioro generalizado y sin precedentes. El número de ocupados registró una contracción anual en el total nacional del 24,5% (5,3 millones de empleos) y del 27,9% en las trece principales ciudades (3 millones de empleos) con respecto al mismo mes de 2019. Esto significó la pérdida de alrededor de la cuarta parte del nivel de empleo existente antes de la crisis. Adicionalmente, la población inactiva registró un incremento del 29,0% (4,3 millones de inactivos), lo que, en parte, obedeció a las restricciones de movilidad que impidieron la búsqueda de empleo. La mayor inactividad contuvo el aumento de la tasa de desempleo, al excluir de la fuerza laboral una porción importante de la población. Aun así, la tasa de desempleo para el total nacional alcanzó el 19,9% y para las trece ciudades aumentó al 23,8%, duplicando

aproximadamente los niveles de desempleo que se observaban en abril de 2019.

Luego del fuerte deterioro del mercado laboral en abril, durante mayo se evidenció un leve repunte del nivel de empleo, gracias a la flexibilización del aislamiento que inicialmente permitió la reincorporación de la construcción de edificaciones y algunas industrias, y más adelante algunos segmentos de comercio y reparación². Así, frente a abril, en mayo los ocupados para el total nacional aumentaron más de 930.000 y en las trece ciudades cerca de 640.000. A pesar de este incremento, la tasa de desempleo continuó aumentando, hasta alcanzar un 21,2% para el total nacional y un 24,6% para las trece ciudades; los registros más altos de la serie. Este resultado se explica porque la flexibilización de las restricciones a la movilidad permitió que parte de la población que se encontraba inactiva retornara al mercado laboral en busca de empleo; con ello la oferta de trabajadores aumentó más que su demanda, lo que se reflejó en incrementos de la tasa de desempleo.

En el trimestre móvil terminado en mayo la caída en el número de ocupados afectó tanto a los trabajadores asalariados como a los no asalariados, los cuales disminuyeron un 19,5% y 20,0%, respectivamente, frente a igual período de 2019. Los sectores de comercio y reparación, industrias manufactureras y actividades artísticas fueron los que más contribuyeron a esta pérdida de empleo. En la medida en que varios sectores productivos sigan retornando a la actividad, cabe esperar que el incremento de la ocupación continúe en los próximos meses. En este contexto, el equipo técnico prevé que hacia finales de 2020 la tasa de desempleo se haya replegado del pico que alcanzó en mayo, para situarse en un rango entre el 16,5% y el 19,0%. Este pronóstico es similar al que presentó recientemente la OCDE para sus países

miembros³, donde estima para Colombia un desempleo del 17% a finales de 2020, bajo el supuesto de que no haya un rebrote de la enfermedad.

Balance externo

Los resultados de la balanza de pagos para el primer trimestre del año insinúan que el déficit de la cuenta corriente tendería a reducirse como efecto de la crisis. Así ha ocurrido en episodios pasados de choques externos negativos y contracción de la actividad económica en Colombia. En efecto, para el período enero-marzo el déficit de la cuenta corriente se redujo al 3,7% del PIB trimestral, desde un desbalance del 4,5% para el mismo período de 2019. Este comportamiento se explica por dos fuerzas principales que se contraponen. Por un lado, el déficit de la balanza comercial de bienes se amplió en USD 103 millones (m) ante una caída de las exportaciones más pronunciada que la de las importaciones. El descenso exportador se originó principalmente en las menores ventas de petróleo y de productos industriales, mientras que la caída del valor importado obedeció a la desaceleración del gasto de los hogares y al decrecimiento de la formación bruta de capital. Por otro lado, a diferencia de la dinámica de la balanza comercial, el déficit de la renta factorial disminuyó USD 667 m debido a la caída de los egresos, como resultado de la reducción de las utilidades obtenidas por las empresas con inversión extranjera, en particular de aquellas firmas que operan en las actividades de minas y canteras; explotación petrolera; transporte y comunicaciones, e industrias manufactureras.

De esta forma, la mejoría en el balance de la renta factorial fue el factor determinante para la reducción del déficit de la cuenta corriente en el primer trimestre del año. Este es un resultado interesante porque muestra

² Decretos 593, 636 y 689 de 2020.

³ OCDE (2020). "OECD Employment Outlook 2020: Worker Security and the Covid-19 Crisis", OECD Publishing, París, disponible en: <https://doi.org/10.1787/1686c758-en>

el conveniente papel contracíclico que las empresas con capital extranjero cumplen en la estabilización del balance externo del país ante choques externos negativos de gran magnitud como el que afrontamos.

Con la misma lógica el equipo técnico del Banco estima que el déficit de la cuenta corriente en 2020 sería menor al 4,3% del PIB observado en 2019, aunque la incertidumbre al respecto es alta y sin precedentes, lo que se refleja en un amplio intervalo para este pronóstico. La reducción significativa del consumo y la inversión privada previstas, junto con la depreciación de la moneda, llevarían a una fuerte caída de las importaciones de bienes y servicios. Por su parte, las utilidades de las empresas con capital extranjero sufrirían una contracción importante ante la desaceleración de la actividad económica y los menores precios de exportación de las materias primas, principalmente petróleo. La corrección del déficit de la cuenta corriente que los dos factores anteriores implican estaría limitada por el deterioro de los términos de intercambio y la menor demanda externa que afectan las exportaciones del país.

Los flujos de capital requeridos para el financiamiento del déficit externo provenirían de la inversión extranjera directa, la cual seguiría siendo una fuente relevante de financiamiento, aunque se espera una reducción de estos recursos ante la caída de los precios del petróleo y otras materias primas, y la incertidumbre sobre el desempeño futuro de la economía colombiana y mundial. Adicionalmente, el país mantendría acceso a los mercados internacionales de capitales, en un entorno de bajas tasas de interés y amplia liquidez. En este caso se destaca el mayor endeudamiento esperado del sector público con el fin de atender los gastos extraordinarios asociados con el Covid-19.

Por otra parte, las reservas internacionales netas totalizaron USD 56.623,5 m a finales de junio, con un aumento de USD 3.456,3 m frente al saldo registrado en diciembre de 2019, debido a la compra de divisas por USD 2.000 m al GNC y al rendimiento de las

reservas internacionales, que al cierre de junio fue del 3,16%, excluyendo el componente cambiario. Adicionalmente, el 1 de mayo de 2020 el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional aprobó la renovación de la línea de crédito flexible (LCF) por un monto equivalente al 384% de la cuota de Colombia (USD 10.800 m). Este nuevo acuerdo reemplaza el anterior, aprobado en mayo de 2018. La LCF es un instrumento del FMI al cual únicamente acceden países con marcos sólidos de política monetaria, fiscal y financiera; así como un historial favorable de desempeño económico. Colombia ha tenido acceso a esta línea desde su creación en 2009, y hasta el momento no ha necesitado utilizarla. El país ha dado a la línea un carácter precautorio, considerándola como una herramienta útil para fortalecer la capacidad de la economía para enfrentar choques externos. Este nuevo acuerdo ayudará a gestionar los riesgos externos en un contexto de alta incertidumbre y elevada volatilidad, reforzando la confianza en los mercados y sirviendo de salvaguarda frente a los riesgos externos.

El nivel actual de las reservas internacionales cubre la proyección del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de los próximos doce meses más las amortizaciones de la deuda externa. Además, las reservas internacionales, junto con la LCF del FMI, cubren dichas necesidades de financiamiento externo y salidas factibles de capitales de residentes y no residentes.

Finalmente, el 20 de abril el Banco de la República obtuvo acceso a la facilidad de repos con la Reserva Federal (FIMA, por su sigla en inglés). En estas transacciones, los titulares de cuentas FIMA intercambian sus bonos del Tesoro de los Estados Unidos custodiados en la Reserva Federal por dólares estadounidenses, con el compromiso de volver a comprar los títulos el día siguiente junto con intereses. El principal beneficio que tiene para el Banco de la República acceder a la facilidad FIMA es poder disponer de liquidez en dólares estadounidenses si esto fuera necesario, sin enfrentar condiciones adversas de mercado ni

tener que vender definitivamente los activos de los portafolios de las reservas internacionales, lo cual mitiga el riesgo de liquidez.

Perspectivas de crecimiento e inflación

Luego de la fuerte caída de la actividad económica en abril, la flexibilización progresiva del aislamiento preventivo a partir de mayo permitió que varios sectores económicos se incorporaran a la actividad productiva. Esto se reflejó en algunas señales de reactivación. Así, el ISE del DANE para mayo registró una contracción anual del -16,7%, menor que la registrada para abril (-20,5%), lo cual sugiere una inflexión de la actividad económica. Dentro de este índice cabe destacar el registro de las actividades secundarias (industrias manufactureras y construcción) que en mayo se contrajeron un -31,96% frente al -50,12% en abril, lo que muestra que la moderación de la caída de la actividad económica provino de estos sectores, que fueron los que primero se flexibilizaron. Otros indicadores confirman esa tendencia. La encuesta de industria y comercio del DANE registró para mayo una variación anual de la producción industrial del -26,2%, cifra relativamente menor que la registrada en abril (-35,8%). La misma encuesta muestra que las ventas de comercio minorista cayeron en mayo un -26,8% anual, algo menos de lo registrado en abril (-42,9%), lo que sugiere para este sector un quiebre de tendencia. Otros indicadores de alta frecuencia, como la demanda de energía y el consumo de gasolina, coincidieron en mostrar cierta mejoría. Teniendo en cuenta esta información, el equipo técnico revisó sus escenarios de pronóstico para el segundo trimestre y para todo 2020.

Este ejercicio incorporó una estimación del impacto que tuvieron las medidas de aislamiento social sobre el valor agregado de los distintos sectores productivos. Aquellos más afectados habrían sido las actividades artísticas, entretenimiento y recreación; comercio, reparación, transporte y alojamiento. Por el contrario, el sector agropecuario, y el de administración pública, educación y salud

habrían mantenido variaciones anuales positivas, reflejando para el sector agropecuario la recomposición del gasto privado hacia productos alimenticios y, en el caso de la administración pública, educación y salud, el esfuerzo del Gobierno en la mitigación de los efectos de la pandemia. También se examinó el posible comportamiento de la demanda y su composición, previendo las fuertes caídas en el consumo de bienes durables, la formación bruta de capital y las exportaciones. Sobre esta base la estimación del equipo técnico apunta a una caída del PIB para el segundo trimestre del año cercana al -16%, frente a igual período del año anterior.

El pronóstico de crecimiento para todo el año supone que durante el segundo semestre continuará la recuperación paulatina de la actividad económica, dependiendo de cómo siga evolucionando la pandemia, sobre lo cual existe mucha incertidumbre. Esta reactivación sería posible gracias a la apertura progresiva de los sectores productivos, lo que a su vez apuntalaría la recuperación de la confianza de los consumidores e inversionistas. El pronóstico también tiene en cuenta el impacto positivo de las medidas fiscales y monetarias adoptadas hasta la fecha. En cuanto a la demanda externa, se espera que continúe débil, a pesar de la flexibilización de las medidas de aislamiento social que varios países vienen emprendiendo. Con todo lo anterior, el equipo técnico del Banco de la República estima que el crecimiento económico en todo 2020 se ubicaría en un rango entre el -6% y el -10%, lo que implicaría una ampliación importante de los excesos de capacidad productiva de la economía. La amplitud del rango de pronóstico refleja la incertidumbre sobre la magnitud del choque recibido en el segundo trimestre y sobre la evolución de la situación sanitaria, tanto en el país como en el resto del mundo.

Con respecto a la inflación, las medidas de aislamiento social y los menores niveles de gasto de los hogares seguirán ejerciendo una presión a la baja sobre los precios. La tendencia descendente de la inflación total ya se ha venido observando en los últimos meses,

como lo mostró su registro del 2,19% anual a finales de junio, cayendo de un nivel del 3,86% en marzo. Cabe esperar que esta tendencia se mantenga en el segundo semestre del año, por lo cual se estima que la inflación total para 2020 se ubicaría en un rango entre el 1,0% y el 2,0%. También, en este caso, la amplitud del intervalo de pronóstico refleja la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia y sus efectos sobre el comportamiento de los precios. Hacia 2021, la inflación repuntaría una vez los efectos transitorios de los alivios se reviertan y la economía se recupere gradualmente. En consonancia, las expectativas

de inflación, que se han reducido junto con la inflación observada, deberían converger a la meta del 3%.

A solo tres años de su centenario, el Banco de la República enfrenta uno de los desafíos más grandes de su historia. La Junta Directiva confía en que cuando se haga un balance retrospectivo de esta coyuntura en tan importante fecha, se pueda decir sin temor a equivocarse que esta institución estuvo a la altura de las circunstancias, y que las decisiones que se adoptaron fueron las más acertadas para que el país pudiera superar tan difícil prueba. 🌐

Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República

2. Entorno macroeconómico y medidas del Banco de la República durante 2020

La propagación del Covid-19 y las medidas sanitarias necesarias para enfrentar la pandemia, establecidas por el Gobierno Nacional y los gobiernos locales, han generado un deterioro inevitable de la actividad económica y del mercado laboral del país; fenómeno sin precedentes tanto por su rapidez como por su magnitud.

El deterioro de los ingresos externos también ha sido significativo, dado que la pandemia ha sido un choque global negativo que ha afectado de manera importante la economía mundial, el comercio internacional, los precios de los bienes básicos (en particular los precios del petróleo), la confianza y las condiciones de financiamiento en los mercados internacionales.

La naturaleza de estos choques genera una amplia incertidumbre sobre el comportamiento futuro del entorno macroeconómico, lo que implica grandes retos para la implementación de la política económica. Se espera que la apertura gradual de la economía, las medidas fiscales contracíclicas y las acciones de política monetaria contribuyan a la recuperación de la actividad económica.

2.1 El choque global del Covid-19 y el deterioro de las condiciones externas del país

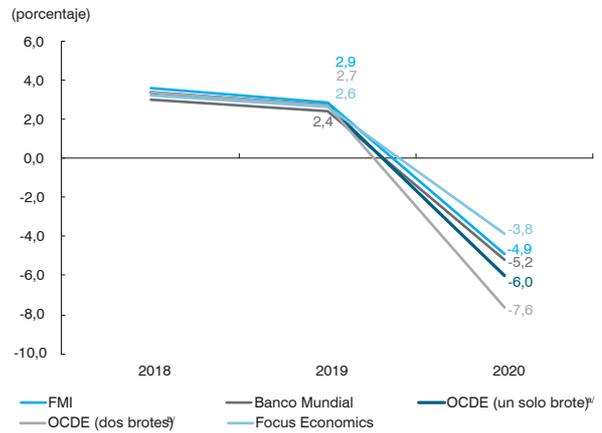
La pandemia del Covid-19 es un choque global negativo que ha deteriorado de manera significativa los ingresos externos, la confianza y las condiciones de financiamiento en los mercados internacionales.

La pandemia del Covid-19 es un choque global negativo que ha generado una profunda crisis económica mundial y un contexto internacional extremadamente desfavorable. La expansión del virus y las medidas de aislamiento social para

contenerlo se han reflejado en una parada súbita en el funcionamiento de las economías, disrupciones en los mercados financieros internacionales y aumento en los indicadores de riesgo global. De esta forma, analistas y organismos internacionales prevén una contracción significativa de la economía mundial para 2020 (Gráfico 2.1). Esta recesión se estaría produciendo en un contexto de fuerte reducción del comercio internacional de bienes y servicios (Gráfico 2.2) y de afectaciones a las cadenas globales de valor. A esto se suman los menores precios de exportación de las materias primas, los cuales están generando reducciones en los términos de intercambio para los países productores, a lo que se añade la caída de las remesas de trabajadores, como resultado del deterioro generalizado de los mercados laborales en los lugares donde residen los migrantes. Además, se han observado salidas de capitales en las economías emergentes y un deterioro de las condiciones financieras internacionales. Como respuesta a la crisis económica, los principales bancos centrales redujeron sus tasas de interés de referencia o las mantuvieron en niveles bajos (Gráfico 2.3), así mismo han provisto una amplia liquidez para garantizar la estabilidad de sus economías y de los mercados financieros. Finalmente, los diferentes gobiernos han implementado múltiples estímulos fiscales para mitigar el impacto de la pandemia.

En el primer semestre del año la demanda externa relevante para el país habría registrado una fuerte contracción, debido al cierre de varios mercados, al confinamiento de la población y al deterioro de la actividad económica global como resultado del Covid-19. En las economías avanzadas y emergentes que hacen parte de los principales socios comerciales del país, las restricciones a la movilidad de la población, el aumento del desempleo y la caída de la confianza de los consumidores han tenido un impacto negativo y significativo sobre el gasto de los hogares. Por su parte, la inversión se ha visto afectada por el cierre de fábricas y negocios, así como por el deterioro de las perspectivas económicas que se reflejan en la caída de las expectati-

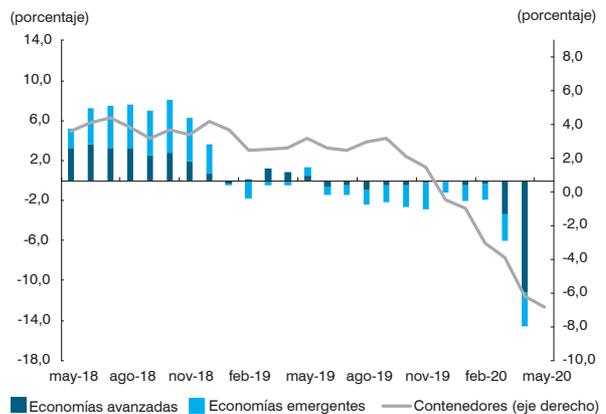
Gráfico 2.1
Proyecciones de crecimiento económico mundial (variación anual)



a/ No prevé nuevos brotes significativos.
b/ Incluye otra oleada de contagios y nuevas medidas de aislamiento antes de terminar 2020.

Fuentes: Focus Economics, Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

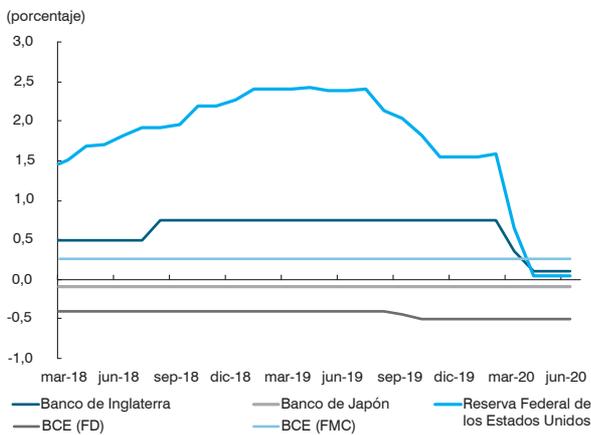
Gráfico 2.2
Exportaciones reales y tráfico mundial de contenedores (variación anual)



Nota: promedio móvil de orden tres.
Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis; Institute of Shipping Economics and Logistics.

vas empresariales. Además, el contexto externo es desfavorable para el comercio exterior de estos países. Para algunas economías de la región el impacto del Covid-19 podría ser

Gráfico 2.3
Tasas de interés de política en economías avanzadas



Nota: BCE (FD): tasa de Facilidad de Depósito (*Deposit facility*) del Banco Central Europeo; BCE (FMC): tasa de la Facilidad Marginal de Crédito (*Main refinancing operations*) del Banco Central Europeo; Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed): tasa efectiva de fondos federales (*Effective Federal Funds rate*); Banco de Inglaterra: tasa de interés de política (*Bank rate*), pagada a los bancos comerciales por los depósitos en el banco central; Banco de Japón: tasa de política (*Policy rate balance*), aplicable a los depósitos de las instituciones financieras en el banco central.

Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal de San Luis.

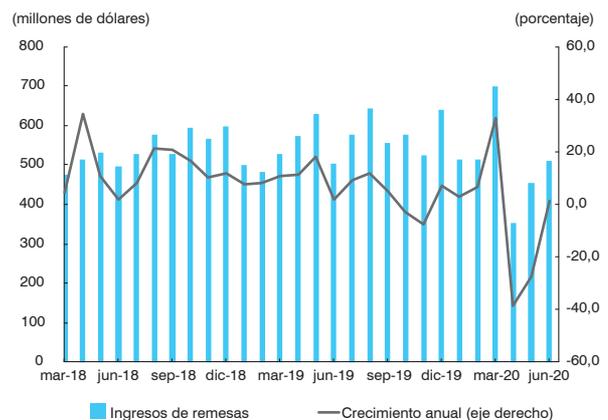
mayor debido a la informalidad laboral, las condiciones socioeconómicas de la población, la reducción de los términos de intercambio y de los ingresos por remesas de trabajadores. En el segundo semestre de 2020 el equipo técnico espera una recuperación parcial del PIB de los socios comerciales; no obstante, existe alta incertidumbre sobre su velocidad y sostenibilidad debido a que se desconoce cómo evolucionará la pandemia y los efectos de mediano plazo de la destrucción de empleos, la quiebra de empresas y el incremento del endeudamiento, entre otros factores. En todo caso, no se espera que se recuperen en el corto plazo los niveles de actividad económica previos al Covid-19. Con todo lo anterior, para 2020 el equipo técnico del Banco de la República prevé una contracción del PIB de los principales socios comerciales en un rango entre -6% y -11%.

El fuerte deterioro del mercado laboral ha sido generalizado en los países donde trabajan los colombianos que viven en

el exterior. Esto ha generado menores ingresos por remesas al país, luego del buen comportamiento que mostraron en el primer trimestre del año. En el segundo trimestre las remesas de trabajadores se redujeron anualmente cerca del 23% (Gráfico 2.4), lo que implica una afectación al ingreso nacional y, en particular, una menor capacidad de compra de los hogares receptores de estos recursos que dedican la mayor parte de estos a sus gastos básicos. Si la caída en el poder adquisitivo se refleja en un menor consumo de bienes durables, el recaudo del impuesto al valor agregado (IVA) también podría tener alguna afectación. Como estas transferencias dependen, en parte, de los ingresos de los migrantes colombianos residentes en el exterior, mientras se mantenga la recesión y el deterioro de los mercados laborales en países como los Estados Unidos y España, no se espera una recuperación significativa.

La caída de los términos de intercambio del país, como reflejo del bajo nivel del precio del petróleo, es otro choque negativo al ingreso nacional y una fuente adicional de incertidumbre que enfrenta la economía colombiana. La cotización internacional del crudo se ha visto afectada por la reducción considerable de la demanda de combustibles como resultado de la menor movilidad

Gráfico 2.4
Ingresos de remesas de trabajadores en Colombia



Fuente: Banco de la República.

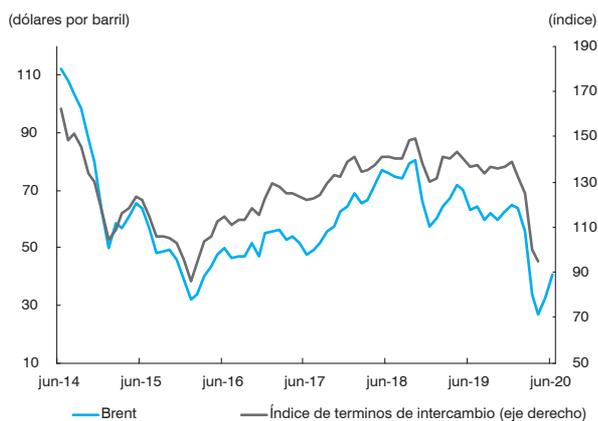
de la población, la restricción del transporte aéreo de pasajeros y el deterioro de la economía mundial. A esto se sumaron las tensiones geopolíticas que se registraron a comienzo de marzo entre Rusia y Arabia Saudita, lo cual retrasó la implementación de recortes en la producción de crudo, generó expectativas de aumento en la oferta y contribuyó a que se intensificara el sobreabastecimiento en el mercado. En junio el precio presentó una recuperación parcial (Gráfico 2.5), pero a niveles inferiores a los observados antes de la pandemia. Lo anterior, como resultado del relajamiento de las medidas de aislamiento social que ha permitido cierta reapertura de las economías y una mayor movilidad de los ciudadanos. Por el lado de la oferta, el cumplimiento de los acuerdos establecidos el 12 de abril entre la OPEP y sus aliados para un recorte histórico de la producción y las caídas en la extracción de crudo en otros países, como los Estados Unidos, Noruega y Canadá, han contribuido al rebalanceo parcial de este mercado. De esta forma, para 2020 el equipo técnico espera un precio promedio del crudo para la referencia Brent que se ubicaría en un rango entre los USD 32 y USD 45 por barril. Esto, en un entorno de alta incertidumbre

debido al exceso de inventarios y a las dudas sobre la evolución de la pandemia.

Las condiciones financieras internacionales se han deteriorado con respecto a lo observado antes de la pandemia. Posterior a la aparición del Covid-19, la volatilidad financiera se ha incrementado (VIX y VStoxx) (Gráfico 2.6, panel A), los índices accionarios han disminuido y se registró una mayor demanda por activos más seguros de economías desarrolladas. En los países emergentes se observaron salidas de capitales, depreciaciones de sus monedas e incrementos en las primas de riesgo (Gráfico 2.6, paneles B y C). A finales del segundo trimestre esta situación comenzó a revertirse, sin alcanzar aún los niveles previos al Covid-19. En el caso colombiano, en marzo la tasa de cambio alcanzó un máximo de COP 4.153 (TRM) y para el cierre de junio mostró una corrección hacia los COP 3.759 en promedio. A su vez, la prima de riesgo medida por los *credit default swaps*¹ (CDS) a cinco años pasó de 357 puntos básicos (pb) en marzo a un valor de 160 pb a finales de junio. A la mejora en las condiciones financieras externas del país contribuyeron la amplia liquidez internacional, la reapertura parcial de varias economías, la recuperación del precio del petróleo, y las medidas del Banco de la República y del Gobierno Nacional. Con este entorno, Colombia y otros países, como Chile, México y Perú, han mantenido acceso al financiamiento externo mediante la colocación exitosa de bonos de deuda externa. No obstante, se han presentado reducciones en las calificaciones crediticias de algunos países de la región, las cuales podrían afectar a futuro el costo y disponibilidad de financiamiento externo.

Gráfico 2.5

Términos de intercambio y precio internacional del petróleo



Nota: el índice de términos de intercambio es según comercio exterior.

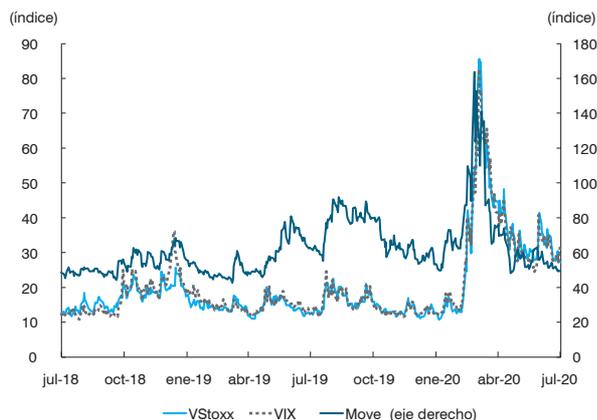
Fuentes: Bloomberg y Banco de la República.

¹ Producto financiero de cobertura de riesgos (perteneciente a la categoría de productos derivados de crédito), que se realiza mediante un contrato de *swap* (permuta) sobre un instrumento de crédito en el que el comprador realiza pagos periódicos (denominados *spread*) al vendedor y recibe de este una cantidad de dinero en caso de que el activo subyacente al contrato no se pague a su vencimiento.

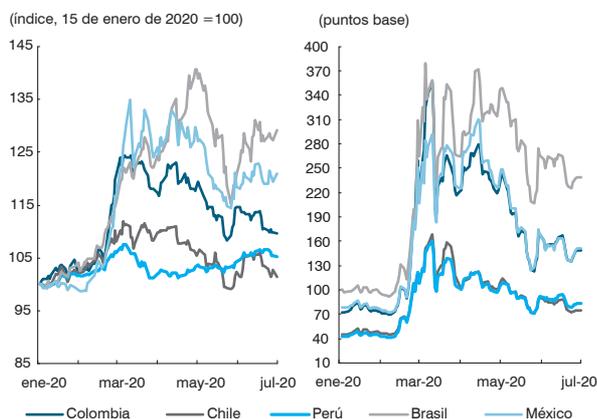
Gráfico 2.6

Índice de volatilidad en los mercados financieros internacionales, tasa de cambio nominal y prima de riesgo (CDS a cinco años) para algunas economías de la región

A. Índices de volatilidad financiera



B. Tasa de cambio nominal C. Credit default swaps a cinco años



Fuente: Bloomberg, cálculos del Banco de la República.

2.2 Medidas implementadas por la JDBR para enfrentar los efectos negativos de la pandemia

Los cambios repentinos en las condiciones macroeconómicas ocasionados por la aparición de la pandemia y el descenso en los precios del petróleo generaron fuertes aumentos en las primas de riesgo, en el ritmo de depreciación

nominal, en la volatilidad de los mercados financieros y en la demanda por liquidez de los agentes. Adicionalmente, la respuesta sanitaria ante el Covid-19 ha generado un deterioro sin precedentes de la actividad económica y del mercado laboral en el país. El Banco de la República respondió de manera inmediata a estos efectos mediante acciones encaminadas a suministrar una amplia liquidez a la economía, para garantizar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos, y de los mercados cambiario, de deuda pública y de crédito. Adicionalmente, la tasa de interés de política se ha reducido significativamente, con el objetivo de reducir los costos financieros a los hogares y apoyar la recuperación económica a medida que los mercados empiecen un retorno a la normalidad.

La economía colombiana ha recibido fuertes choques como consecuencia de la pandemia del Covid-19 y de las medidas adoptadas para su contención y mitigación, así como por la caída significativa de los ingresos externos. Desde finales de marzo el país se enfrentó al descenso de los precios del petróleo, la reducción de las remesas de trabajadores y la menor demanda externa. El riesgo global se incrementó y, al igual que en otras economías de la región, para Colombia esto se tradujo en una fuerte subida de las primas de riesgo soberano, el peso se depreció, y en los mercados de deuda pública y privada se registró una fuerte volatilidad con deterioros importantes en sus precios y en la liquidez de los títulos. Adicionalmente, la respuesta sanitaria ante el Covid-19 produjo el cierre de la mayor parte de los subsectores de la producción, presiones crecientes sobre el flujo de caja de las empresas y reducciones en el empleo y el ingreso de los hogares. Estos factores, junto con la incertidumbre asociada a los efectos y la duración de la cuarentena, generaron una preferencia generalizada por liquidez por parte de los hogares y las firmas. Lo anterior, sumado a las desvalorizaciones de los mercados

de deuda pública y privada, generó presiones sobre la liquidez de algunos segmentos del sistema financiero. La elevada incertidumbre sobre el comportamiento futuro de la economía y el empleo ha redundado en una menor demanda de crédito. Lo anterior, acompañado de una mayor percepción del riesgo para las entidades financieras, se ha visto reflejado en un menor ritmo de colocación de cartera para un grupo amplio de agentes.

El Banco reaccionó de forma oportuna y contundente, otorgando una amplia liquidez en pesos y en dólares y reduciendo su tasa de interés. Desde la segunda semana de marzo, momento en que los primeros efectos de la crisis empezaron a manifestarse, el Banco empezó a responder a la crisis. Esto con el fin de proteger en el corto plazo el sistema de pagos y estabilizar mercados claves que estaban bajo presión, y en el mediano y largo plazos preservar la oferta de crédito, reducir la carga financiera de los hogares y las empresas, y estimular la actividad económica. Ante esta situación, la política del Banco de la República ha ido orientada al logro de los siguientes objetivos:

- **Garantizar el funcionamiento adecuado del sistema de pagos.** Velar por que intermediarios financieros, firmas y hogares cuenten con la liquidez necesaria para cumplir con sus obligaciones. Esto es esencial para mantener la confianza de todos los agentes y atenuar la volatilidad y la incertidumbre en la economía y los mercados financieros.
- **Contribuir a que se mantenga la oferta de crédito a hogares y empresas.** Para ello se necesita que los intermediarios financieros cuenten con el fondeo suficiente, lo cual requiere, a su vez, un suministro adecuado de liquidez.
- **Contribuir a la estabilización de mercados claves como el cambiario y el de títulos públicos y privados.** Estos son esenciales para la transmisión de la política monetaria y para el financiamiento del Gobierno y del sistema financiero.
- **Apoyar la reactivación de la actividad económica.** Para ello, en adición a una tasa de interés de referencia más expansiva, es fundamental el logro de los anteriores objetivos ya que, sin ellos, la efectividad de la política monetaria para impulsar a la economía puede verse seriamente limitada. La transmisión efectiva de la política monetaria requiere que los mercados financieros operen en condiciones de relativa normalidad.

Para alcanzar estos objetivos, el Banco de la República puso en marcha un conjunto amplio de medidas. Entre marzo y junio se irrigan a la economía más de COP 40 b adicionales. Estos recursos constituyen nueva emisión que representa aproximadamente el 35% de la base monetaria, 7% de la liquidez secundaria (M3), y 3,7% del PIB del país. A lo anterior se suma una reducción fuerte en las tasas de interés y un incremento en las reservas internacionales del país. A continuación, se detallan las medidas adoptadas por el Banco de la República en el marco de la emergencia generada por el Covid-19²:

- **Ampliación de los montos, contrapartes, plazos y títulos admisibles de las operaciones de expansión transitoria (repos) del Banco de la República. Con esto se busca expandir la liquidez de la economía y su capacidad de irrigarla.** La extensión de plazos brinda más certeza y estabilidad a los intermediarios sobre la disponibilidad de dichos recursos. Usualmente, las operaciones de liquidez se brindan a los intermediarios financieros a un plazo de un día (*overnight*). No obstante, para enfrentar la volatilidad en los mercados financieros de manera sostenida y estable, el Banco de la República ofreció operaciones a un conjunto más

² En el siguiente enlace se encuentra la línea de tiempo en la cual se tomaron estas medidas y el detalle de cada una de ellas: <https://www.banrep.gov.co/es/medidas-junta-directiva-covid19>

amplio de plazos (1, 7, 30, 60, 90, 180, 270 y 365 días, dependiendo de la operación)³. Así, se busca asegurar el funcionamiento adecuado del sistema de pagos y la oferta de crédito. Normalmente el Banco de la República realiza los repos respaldados con títulos de deuda pública; desde el 13 de marzo ha venido realizando repos también con respaldo en deuda privada. Actualmente el cupo diario de los repos con deuda privada es de COP 1 b (a 7 y a 30 días) y de los de deuda pública de alrededor de COP 10 b (a 1 y a 90 días). Finalmente, a partir del 14 de mayo y con corte al 25 de junio se han realizado cuatro subastas de repos con respaldo en pagarés de cartera, en las que se inyectaron COP 1,35 b como parte de un programa que la Junta Directiva decidió mantener de forma indefinida. Al 30 de junio de 2020 el saldo de repos a un día con títulos públicos ascendía a COP 7,7 b, mientras que el saldo de aquellas operaciones a plazo de más de un día con títulos públicos, privados y pagarés de cartera ascendía a COP 3,7 b. Esta es una expansión monetaria importante respecto a lo que normalmente requiere la economía, ya que corresponde a cerca del 12,1% de la base monetaria promedio de 2019 (incluyendo los repos a un día y a plazo).

- **Compras de títulos públicos y privados.** Con esto se buscó estabilizar mercados claves para la transmisión de la política monetaria y proveer liquidez amplia y estable que contribuyese a preservar el sistema de pagos y la oferta de crédito. Estas operaciones se diseñaron para brindar liquidez por períodos prolongados y reducir la incertidumbre de los intermediarios financieros sobre su fondeo, en beneficio de quienes requieren crédito por parte del sistema financiero. En marzo, el Banco de

la República anunció esta nueva medida de política, que implicaba por primera vez en la historia la compra de títulos privados por parte del emisor. En abril se volvió a renovar la compra de títulos públicos. Durante ambos meses el Banco de la República compró COP 8,7 b de títulos privados y COP 2,8 b de TES. Como consecuencia de estas intervenciones, la volatilidad en los mercados en cuestión se redujo a niveles observados a principios del año, al tiempo que sus condiciones de liquidez se recuperaron sustancialmente. Esta es otra adición significativa a la liquidez, que en conjunto equivale al 12,2% de la base monetaria promedio de 2019. Posterior a estos meses no se han anunciado nuevas operaciones.

- **Reducción del encaje de 2% en promedio (de 7% a 5%).** El Banco de la República mantiene una estructura de encaje con porcentajes requeridos diferentes para tres categorías de pasivos de los establecimientos de crédito —a los pasivos más líquidos (a la vista) se les exige el porcentaje más alto—. Con el fin de liberar recursos permanentemente a las entidades depositarias para atender compromisos o generar crédito, el Banco de la República redujo los dos porcentajes requeridos más altos del 11% al 8%, y del 4,5% al 3,5%, respectivamente (el menor porcentaje requerido se mantuvo en 0%). Con lo anterior, el encaje promedio se redujo del 7% al 5%. Al tiempo, ello refuerza los incentivos a la intermediación financiera, puesto que reduce el costo de captar dinero para prestarlo. El monto estimado de la inyección de liquidez correspondiente es de COP 10,1 b, lo que equivale a 9,4% de la base monetaria promedio de 2019.
- **Se adoptaron medidas de coberturas cambiarias y de liquidez en dólares.** Los siguientes mecanismos se implementaron con el propósito de aliviar las presiones en el mercado cambiario:

- **Ventas de dólares *forward* con cumplimiento financiero a un mes para**

³ Los plazos más largos corresponden a operaciones repo con cartera (180 días) y a operaciones con títulos de deuda pública (270 y 365 días).

ampliar las coberturas contra el riesgo de una depreciación fuerte del peso. Normalmente el mercado se encarga de la provisión de este tipo de coberturas, pero en el ambiente de marcada aversión al riesgo e incertidumbre, dicha provisión puede ser insuficiente, generando volatilidad e iliquidez en el mercado cambiario. La oferta de dólares a futuro con cumplimiento financiero por parte del Banco contribuye a mitigar esto, pues evita que varios agentes demanden la divisa en el mercado de contado con fines de cobertura. El cumplimiento financiero de estos contratos significa que, a su vencimiento, el Banco reconoce o recibe la diferencia entre el precio del dólar negociado⁴ a futuro y el que efectivamente se observa al momento de la liquidación. Dicho pago se hace en pesos, por lo cual no afecta el nivel de las reservas internacionales. Desde marzo hasta mayo el Banco de la República subastó USD 1.000 millones (m) de estos contratos, cada mes. Adicionalmente, también subastó las renovaciones de abril y mayo, y subastará las de junio. El saldo de renovaciones de las coberturas (al 10 de julio) es de USD 1.267,7 m, equivalentes a cerca de uno y un medio el monto diario tran-

sado en el mercado de contado en Colombia y del monto diario transado en el mercado de *forwards* en Colombia.

- **Swaps de dólares a dos meses para estabilizar el mercado cambiario y proveer liquidez en dólares.** En estas operaciones el Banco vende dólares en el mercado de contado con el compromiso de recompra a futuro. De esta manera, se brinda liquidez en dólares para quienes la necesiten, lo cual es especialmente importante si, por cuenta de la aversión al riesgo internacional, los bancos colombianos ven reducidas sus fuentes de fondeo de corto plazo en moneda extranjera. De esta manera no solo se estabiliza el mercado cambiario, sino que se mantiene el financiamiento externo de corto plazo de la economía. Como en el caso de las ventas de dólares *forward* con cumplimiento financiero, con este instrumento el saldo de reservas internacionales no se afecta después de finalizada la operación, pues la contraparte devuelve las divisas al Banco de la República. Entre el 19 y el 20 de marzo se contrataron *swaps* por un total de USD 400 m, equivalentes al 6% del saldo de deuda en moneda extranjera de corto plazo de los bancos. Entre abril y junio se subastaron USD 400 m diarios de contratos FX *Swaps*, los cuales no fueron demandados. Teniendo en cuenta esto último, y que la liquidez externa ha mejorado, la JDBR decidió no continuar con estas subastas a partir de julio y anunció que estos contratos se volverán a ofrecer cuando se considere necesario.

⁴ En el contrato de venta de dólares con cumplimiento financiero (*non delivery forwards*: NDF), el Banco vende dólares a un mes, a una tasa de cambio que corresponde a tasa de corte de una subasta de precio uniforme. En esta subasta los participantes ofrecen la tasa de cambio (precio expresado en pesos por dólar) a la cual estarían dispuestos a comprar los dólares al Banco de la República al vencimiento del contrato, así como el monto en dólares de la oferta. En la subasta se ordenan las ofertas de los participantes en estricto orden descendente de precio y se aprueban todas las ofertas cuyo precio sea mayor o igual al de corte en el que se completa el cupo diario de la subasta (precio de corte). Todas las ofertas aprobadas pagarán el mismo precio de corte. Cuando el valor de las ofertas al precio de corte supere el remanente del cupo de la subasta, el remanente se distribuirá en forma proporcional al valor de las ofertas que acepten aprobación parcial. El monto aprobado por oferta será un múltiplo de USD 100.000.

- **La tasa de interés de política se ha reducido 175 pb y al cierre de junio se situó en mínimos históricos (2,50%).** En el transcurso del segundo trimestre los indicadores de actividad económica indicaban que la caída del producto para ese período sería histórica. Si bien se espera

que en el segundo semestre se inicie una lenta recuperación económica, el pronóstico de crecimiento sugiere que 2020 sería un año de profunda recesión, aunque su valor puntual presenta una incertidumbre inusualmente alta debido al desconocimiento sobre la evolución de la pandemia del Covid-19. La inflación observada y sus expectativas a diferentes plazos cayeron y se ubicaron por debajo de la meta del 3%. Al tiempo, el empleo descendió significativamente, un gran número de trabajadores se clasificó en la inactividad y las estimaciones sugieren que los excesos de capacidad productiva se mantendrán amplios en el resto del año. En este entorno, la Junta decidió reducir la tasa de interés de referencia a niveles históricamente bajos, partiendo de un nivel de 4,25% en febrero hasta 2,50% en su reunión de junio de 2020. Estas medidas contribuyen a aliviar la carga financiera de los deudores y reducen los costos de crédito. También buscan anticipar el estímulo monetario para cuando las condiciones de la economía y el control de la pandemia permitan una normalización en el proceso de toma de decisiones de consumo e inversión de los hogares y las empresas.

- **Medidas para mantener una fuerte liquidez internacional.** En abril el Banco de la República obtuvo acceso a la facilidad de repos (FIMA, por su sigla en inglés) que ofrece la Reserva Federal⁵. Posteriormente, en mayo el Banco de la República obtuvo la renovación por dos años de la línea de crédito flexible (LCF) con el FMI por un monto de USD 10.800 m y compró USD 2.000 m al Gobierno Nacional (véase el capítulo 3).

⁵ El Banco de la República anunció que haría uso de dicha facilidad solamente en caso de que, habiendo decidido vender dólares en el mercado de contado, el mercado de compra y venta de títulos del Tesoro presentara en ese momento una muy baja liquidez que haría desfavorable la venta de títulos del Tesoro por parte del Banco de la República.

Estas medidas han aliviado las presiones registradas en los mercados cambiario y de deuda pública y privada, al tiempo que han irrigado liquidez abundante en el nivel agregado y por entidades individuales. Esto último ha preservado el funcionamiento adecuado del sistema de pagos y ha provisto una condición necesaria para mantener o ampliar la oferta de crédito. La expansión de la cartera requiere tanto de un apoyo para aliviar el riesgo crediticio en una situación anómala de la economía, como de un suministro abundante y duradero de liquidez. En este sentido, las medidas adoptadas por la Junta Directiva son un complemento indispensable de los programas de garantías establecidos por el Gobierno Nacional.

El Gobierno también ha implementado medidas para reforzar la liquidez y facilitar el acceso de empresas tanto a créditos como a subsidios, en procura de contribuir a mitigar el impacto negativo de la emergencia sobre la actividad productiva. En primer lugar, los diferentes niveles de gobierno aplazaron las fechas límite de pago de algunos impuestos como renta, industria y comercio, entre otros. Adicionalmente, el Gobierno autorizó la devolución de saldos a favor de impuestos (cuando ellos existan) para contribuyentes de bajo riesgo mediante un procedimiento abreviado, dentro de los quince días siguientes a la fecha de presentación de la solicitud en debida forma, y otorgó beneficios sobre obligaciones tributarias de 2019⁶. De acuerdo con la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN), las medidas adoptadas, de orden nacional, han generado un impulso de recursos en la economía cercano a los COP 10 b. Por su parte, el fortalecimiento patrimonial del Fondo Nacional de Garantías (FNG) por COP 3,25 b, de acuerdo con estimaciones del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, le permite extender garantías hasta por COP 48,2 b, que a su vez pueden representar nuevos créditos para capital

⁶ Se refiere principalmente a la ampliación de plazos para el pago de obligaciones tributarias del orden nacional y local.

de trabajo hasta por COP 80,3 b. Con corte al 25 de junio, de un cupo total de COP 17,2 b, se han desembolsado un total de COP 4 b con el respaldo del FNG en 87.054 operaciones. Bancoldex ha implementado nuevas líneas de crédito por COP 600 mil millones (mm) para fortalecer el acceso a capital de trabajo de las empresas. Finalmente, con el Programa de Apoyo al Empleo Formal (PAEF), el Gobierno Nacional entrega a las empresas que cumplan determinados requisitos un subsidio a la nómina equivalente al 40% del salario mínimo (COP 351.000) por empleado, durante cuatro meses. De acuerdo con la Presidencia de la República, en su primer mes el programa benefició alrededor de 100.000 empresas y a cerca de 2,5 m de trabajadores. Por su parte, la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) dispuso las circulares externas 007 y 014 de 2020 con las cuales permitió a las entidades vigiladas otorgar un tratamiento excepcional a aquellos deudores que pudieran enfrentar problemas para cumplir con el pago de sus obligaciones en esta coyuntura⁷. Con corte al 24 de junio los planes de gracia en virtud de las mencionadas circulares han beneficiado a 10,9 m de deudores (personas naturales y jurídicas), con 14,4 m de operaciones que suman un saldo de cartera de COP 214,86 b.

2.3 Evolución de los mercados financieros y de crédito

La amplia liquidez internacional, la reapertura parcial de varias economías, la recuperación del precio del petróleo, y las medidas del Banco de la República y del Gobierno Nacional, entre otras, han contribuido a estabilizar los mercados financieros y a mejorar las condiciones de financiamiento externo e in-

⁷ A finales de junio la Superintendencia Financiera expidió la Circular Externa 022 de 2020, con la que busca “continuar con el equilibrio prudencial entre la aplicación de medidas orientadas a reconocer la afectación sobre la capacidad de pago de los mismos, y mantener la adecuada gestión, revelación y cobertura de los riesgos al interior de los establecimientos de crédito”, de cara al final de los períodos de vigencia de las circulares 007 y 014.

terno del país. El sistema financiero mantiene buenas condiciones de solidez patrimonial y adecuada liquidez.

2.3.1 Mercados financieros

A lo largo del segundo trimestre, las primas de riesgo se han corregido a la baja, pero sin alcanzar los niveles previos al Covid-19. Esta disminución de los CDS estuvo soportada en una menor percepción de riesgo por parte de los inversionistas en medio del optimismo en torno a una recuperación económica marcada en forma de *v* en el mundo, ante: 1) la flexibilización de las medidas de aislamiento social en varios países, y 2) los anuncios favorables de investigaciones sobre una vacuna contra el Covid-19. En comparación con el primer trimestre de 2020, durante el segundo trimestre y al 10 de julio, la moneda estadounidense se debilitó 2,4% frente a sus principales cruces⁸ y 2,7% respecto a las monedas de economías emergentes⁹. En América Latina, acorde con el debilitamiento global del dólar, algunas monedas se apreciaron durante el segundo trimestre y al 10 de julio, influenciadas, además, por el aumento en el precio del petróleo y los metales industriales. En la región se apreciaron el peso colombiano (10,8%), el peso chileno (6,7%) y el peso mexicano (5,2%), mientras que se han depreciado el peso argentino (-10%), el real brasileño (-2,3%) y el sol peruano (-2,1%) (Gráfico 2.6, panel B).

En el segundo trimestre el peso se apreció frente al dólar, pero mantiene niveles aún superiores a los registrados antes de la pandemia. El peso se depreció frente al

⁸ 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 los Estados Unidos. Datos al 10 de julio.

⁹ De acuerdo con el FXJPEMCI index, 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. Datos al 10 de julio.

dólar en el primer trimestre de 2020, acorde con la caída del precio del petróleo¹⁰, dado el impacto negativo que esto tiene sobre las cuentas fiscales del país y los ingresos en dólares. No obstante, durante el segundo trimestre este comportamiento se revirtió parcialmente, coherente con el debilitamiento global del dólar y soportado, además, en el comportamiento positivo del precio del crudo¹¹ y la oferta de dólares por parte de agentes extranjeros a partir de mayo. La apreciación del peso durante el período se registró a pesar de la rebaja de calificación crediticia por parte de Fitch a principios de abril¹² (Gráfico 2.7). También, esto ocurrió en un entorno de un leve incremento de la aversión al riesgo a finales de junio, como respuesta a los reportes de aumentos en los contagiados en varios países y el impacto económico que esto podría tener sobre la reactivación económica. A pesar de la apreciación del segundo trimestre, la cotización del peso continuó en un nivel superior al registrado antes del Covid-19. Cabe señalar que, previo a la crisis, los descalses del sector real eran bajos, lo que ha permitido enfrentar movimientos significativos e inesperados de la tasa de cambio durante el primer semestre, sin fuertes efectos en los flujos de caja de las empresas por este hecho.

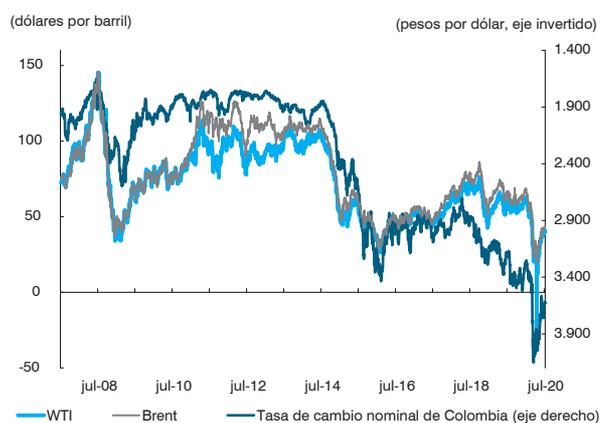
Las tasas de interés de la deuda pública y privada han retornado a niveles similares a los observados a inicios del año. El mercado de deuda pública y privada comenzó el año con un buen comportamiento, acorde con los bonos de los demás países de la región, ante la mayor estabilidad del entorno geopolítico internacional y el menor temor de que las protestas locales organizadas para este año tuvieran un impacto significativo para la acti-

¹⁰ El peso mantuvo una fuerte correlación con el precio del petróleo: la correlación entre el Brent y la tasa COP/USD fue de -0,98 en el primer trimestre y -0,91 durante el segundo trimestre y hasta el 10 de julio.

¹¹ Entre el 31 de marzo de 2020 y el 10 de julio de 2020 el precio del petróleo Brent aumentó 64,1% y el del WTI 98%.

¹² El 1 de abril de 2020 Fitch Ratings redujo la calificación de Colombia de BBB a BBB- y mantuvo la perspectiva en “negativa”.

Gráfico 2.7
Tasa de cambio nominal y precio del petróleo

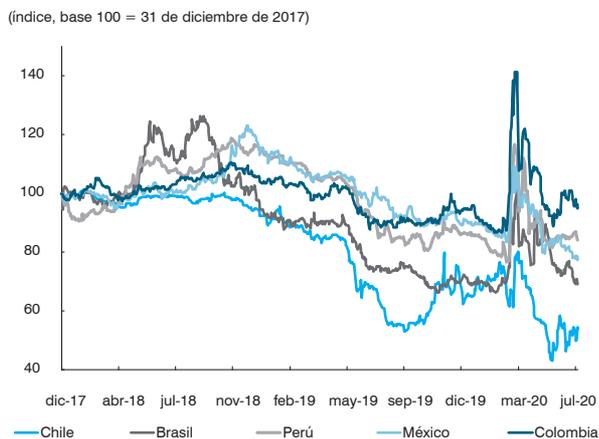


Fuente: Bloomberg.

vidad económica local. Posteriormente, los títulos de deuda pública (TES) y privada se desvalorizaron de manera importante durante marzo, al igual que los títulos emitidos en los demás países de la región, como consecuencia del aumento de la percepción global de riesgo ante las preocupaciones sobre las consecuencias económicas de la expansión del Covid-19 (Gráfico 2.8). Estas desvalorizaciones se vieron acentuadas en Colombia por la fuerte caída de los precios del petróleo. Luego de este aumento importante de las tasas de los bonos locales¹³, estas volvieron rápidamente a niveles similares a los observados a inicios del año, de acuerdo con lo observado en los demás países de la región. Este comportamiento se explica principalmente por la menor aversión al riesgo como consecuencia de las expectativas de una apertura gradual de la mayoría de las economías, y la recuperación parcial de los precios de los bienes básicos, incluido el petróleo. La intervención del Banco mediante

¹³ 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.

Gráfico 2.8
Índices de tasas de interés en algunas economías emergentes



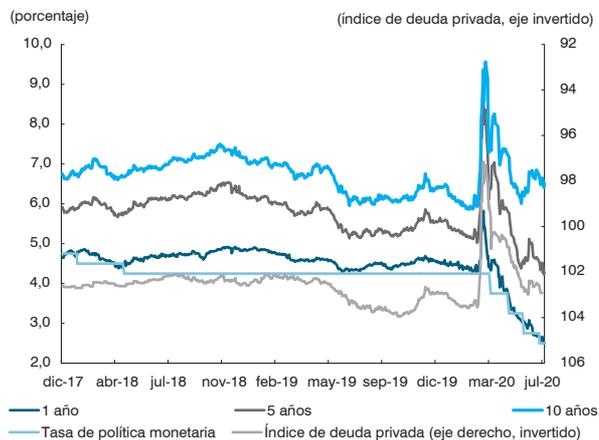
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC; cálculos del Banco de la República.

compras de títulos de deuda pública y privada también contribuyó a la rápida recuperación del mercado de deuda. Esta recuperación ha sido más rápida en los títulos de corto plazo, cuyas tasas se encuentran en niveles inferiores a las observadas antes de marzo debido a las expectativas y posterior materialización de recortes de la tasa de política monetaria por parte del Banco. Por el contrario, las tasas de largo plazo aún se encuentran por encima de las observadas a inicios del año debido a la incertidumbre frente al futuro de la situación de las cuentas fiscales, las fuentes de financiamiento del Gobierno y su impacto sobre la calificación crediticia del país (Gráfico 2.9).

En el segundo trimestre del año los flujos de portafolio en el mercado de contado de deuda pública se recuperaron frente a las fuertes salidas registradas en el primer trimestre¹⁴. En el mercado de renta variable hubo fuertes salidas de los inversionistas extranjeros en el primer trimestre que

¹⁴ En el segundo trimestre se registraron compras netas por USD 219,5 m, frente a las ventas netas de USD 599,1 m del primer trimestre del año.

Gráfico 2.9
Tasas cero cupón TES en pesos por plazo, índice de deuda privada y tasa de política monetaria



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

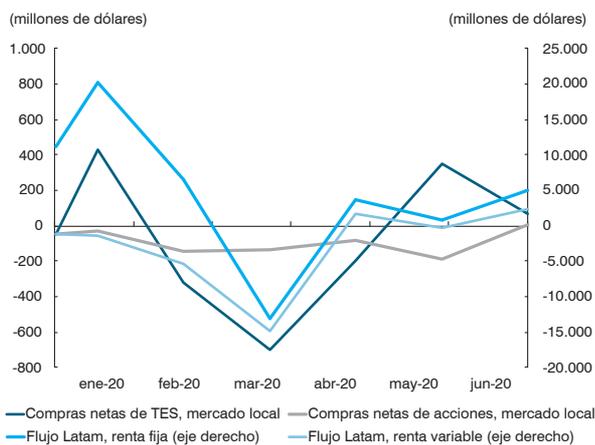
se moderaron en el segundo¹⁵. En el caso de los flujos dirigidos a la deuda pública local, las mayores ventas netas de TES se registraron en febrero y marzo¹⁶. No obstante, en abril disminuyeron las salidas de estos agentes, y en mayo y junio se observaron compras netas¹⁷, lo cual fue acorde con la recuperación de los flujos de inversión de portafolio hacia los demás países de la región en renta fija (Gráfico 2.10). En el caso del mercado accionario, las mayores ventas netas de extranjeros se observaron en mayo. Sin embargo, en junio se registró una ligera recuperación de los flujos de inversión de portafolio hacia este mercado. Con todo esto, en el primer semestre del año los inversionistas extranjeros vendieron en neto TES y acciones en el mercado de contado por USD 379,6 m y USD 580,0 m, respectivamente.

¹⁵ Las ventas netas en el primer y segundo trimestres correspondieron a USD 313,2 m y USD 266,8 m, respectivamente.

¹⁶ Meses en los que vendieron en neto USD 323,2 m y USD 703,6 m, respectivamente.

¹⁷ En abril las ventas netas fueron por USD 201,0 m, al tiempo que en los meses de mayo y junio compraron en neto USD 352,4 m y USD 68,1 m, respectivamente.

Gráfico 2.10
Flujos netos mensuales de inversión de portafolio hacia Colombia y Latinoamérica^{a/}



a/ Cifras preliminares para los últimos 3 meses, publicadas el 1 de julio del 2020.
Fuentes: Banco de la República e IIF.

Durante el segundo trimestre continuó la fuerte demanda por TES a futuro de los inversionistas extranjeros, superando las compras netas observadas en el mercado de contado. La posición compradora de los inversionistas extranjeros por deuda pública local a través de contratos NDF¹⁸ aumentó en COP 4.410 mm entre enero y junio de 2020, registrándose los mayores incrementos en los meses de abril (COP 1.810 mm) y mayo (COP 1.678 mm). Además, el saldo de compras netas NDF de TES denominados en pesos por parte de los agentes extranjeros a los intermediarios del mercado cambiario (IMC) se ubicó alrededor de los COP 7 b hacia finales de mayo, alcanzando su máximo histórico¹⁹. Lo anterior reflejó el interés de estos agentes

¹⁸ Un contrato *forward* es un instrumento financiero derivado en el que las partes se comprometen a comprar o vender un activo en el futuro, en este caso un TES, a un precio fijado en la fecha de negociación del contrato. Este instrumento les permite a los inversionistas del exterior tomar posiciones en TES sin necesidad de comprar directamente el activo.

¹⁹ Específicamente, el 27 de mayo la posición compradora de los inversionistas extranjeros en TES pesos mediante NDF se ubicó en COP 6.808 mm.

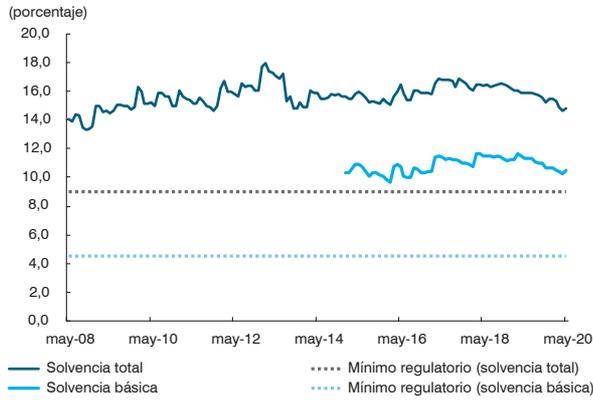
de continuar invirtiendo en el mercado de deuda pública local, pero reduciendo su exposición a las variaciones de la tasa de cambio.

2.3.2 Intermediación financiera de los establecimientos de crédito

Los choques negativos en las condiciones macroeconómicas encontraron a los establecimientos de crédito, en términos agregados, en una situación de solidez patrimonial y adecuada liquidez. Para los primeros meses de 2020 los establecimientos de crédito presentaban indicadores agregados de solvencia (Gráfico 2.11, panel A) y liquidez (Gráfico 2.11, panel B) muy por encima de los mínimos regulatorios. Posteriormente, estos niveles de solvencia y liquidez no han mostrado deterioro, lo cual responde principalmente a las medidas adoptadas por el Banco de la República, la SFC y el Gobierno Nacional. En el caso de las compañías de financiamiento y las corporaciones financieras, se han observado incluso fuertes mejoras de sus indicadores de liquidez. Adicionalmente, en el *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre de 2020 se presentó un ejercicio de estrés que sometía al sistema financiero a un escenario hipotético que incluía una fuerte y persistente reducción en la actividad económica y altas tasas de desempleo. Este análisis consiste en una evaluación cuantitativa de la resiliencia de los establecimientos de crédito ante un escenario extremo e hipotético y, de esta manera, no constituye pronóstico alguno sobre la evolución de las condiciones macroeconómicas ni el desarrollo del sistema financiero. Los resultados de este ejercicio sugieren que, a pesar de que se presentaría un decrecimiento en la rentabilidad y en la oferta de crédito a la economía, para lo que resta del año el sistema continuaría exhibiendo indicadores agregados de solvencia por encima de los mínimos regulatorios. De acuerdo con los resultados, hacia 2021 (de mantenerse una situación económica extrema) se observarían impactos más fuertes sobre la solvencia de los establecimientos de crédito. En cualquier caso, los re-

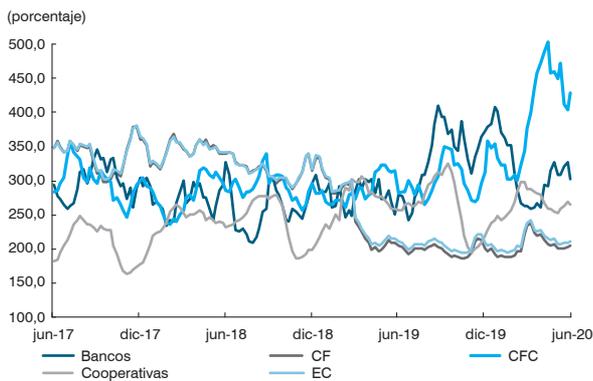
Gráfico 2.11
Indicadores agregados de solvencia y liquidez

A. Indicadores de solvencia



Nota: la solvencia técnica (básica) se define como la razón entre el patrimonio técnico (básico ordinario) y los activos ponderados por nivel de riesgo (a los que se añade el riesgo de mercado multiplicado por un factor de 100/9). El indicador de riesgo de liquidez (IRL) se define como la razón entre los activos líquidos ajustados por liquidez de mercado y los requerimientos netos de liquidez a un horizonte de treinta días.

B. Indicador de riesgo de liquidez a 30 días por tipo de entidad



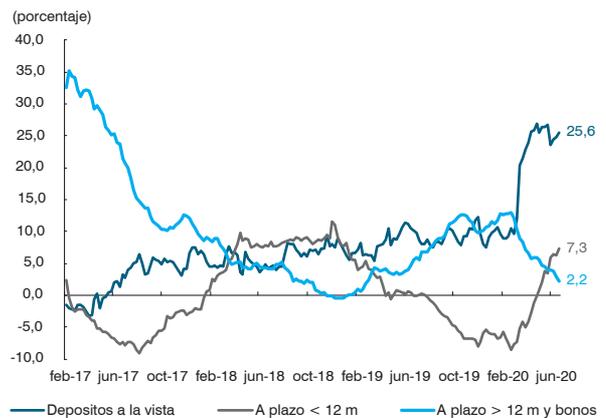
CF: corporaciones financieras; CFC: compañías de financiamiento comercial; EC: establecimientos de crédito.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

sultados de un ejercicio de este estilo pueden cambiar y actualizarse a medida que evoluciona la situación macroeconómica.

Ante la incertidumbre sobre las condiciones de la economía a corto y mediano plazos, se incrementó la aversión al riesgo y

la preferencia por liquidez. Con la fuerte desvalorización que presentaron diversos activos financieros locales durante marzo, aumentó de forma significativa la preferencia del público por depósitos a la vista y efectivo (Gráfico 2.12). Estos activos tienen un rendimiento bajo o nulo, pero tienen menor riesgo en términos de pérdida del principal. Así, durante marzo, los depósitos a la vista en los establecimientos de crédito, principalmente cuentas corrientes y de ahorro, aumentaron cerca del doble de lo que se incrementaron durante todo 2019²⁰. Posteriormente, las variaciones se moderaron. Con este cambio de nivel, al cierre de junio la variación anual de los depósitos a la vista se ubicó en 25,6% (22,9% real). Para el efectivo en poder del público la subida fue más gradual, pero no por eso menos significativa. Al cierre de junio el efectivo registró un crecimiento anual del 31,6% (28,7% real)²¹ (véase sombreados 1 y 4).

Gráfico 2.12
Saldos de depósitos a la vista y a plazo (variación anual)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (formato 281); cálculos del Banco de la República.

²⁰ Durante marzo el saldo de los depósitos a la vista subió COP 32.959,4 mm, comparado con COP 16.598,3 mm en 2019.

²¹ Al cierre de junio el saldo del efectivo en poder del público fue superior en COP 12.258,1 mm al registrado al cierre de febrero. Durante todo 2019 el efectivo subió COP 10.673,6 mm.

La oferta por depósitos a la vista se incrementó de forma significativa y su tasa de interés se redujo. Asociado con la pandemia y el incremento en la incertidumbre, el fuerte y repentino aumento en los depósitos a la vista obedeció a un movimiento en las preferencias del público, el cual ofrece sus recursos a las instituciones financieras (Gráfico 2.13). Por tal razón, la tasa a la que los establecimientos de crédito remunerar los depósitos de ahorro cayó rápidamente, en especial la de los clientes distintos a personas naturales. Si bien con corte a junio la disminución en la tasa de interés de los depósitos de ahorro es menor a la de la tasa de intervención (40 pb inferior al promedio de marzo vs. 150 pb en la tasa de política, sin tener en cuenta la reducción adicional en esta para el último día del mes), ha sido mucho más pronunciada que las registradas en otros episodios de cambio en la postura de política monetaria.

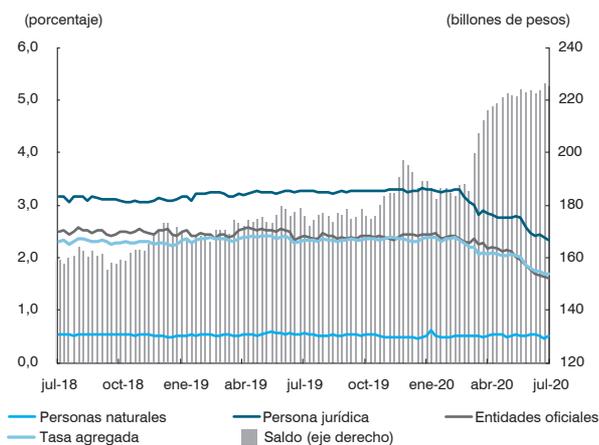
Para los certificados de depósito a término (CDT) las tasas han empezado a caer tras las reducciones en la tasa de interés de política, pero se mantiene la preferencia por depósitos a corto plazo. Antes de la crisis,

los saldos de depósitos a plazo superior a un año (CDT y bonos) presentaban crecimientos anuales superiores al 10% (6,1% real) (Gráfico 2.12). Con el choque, la oferta de recursos a largo plazo se redujo de forma considerable, al tiempo que aumentaba la de depósitos a la vista o a plazos más cortos (menores a un año, gráficos 2.12 y 2.14). Si bien al comienzo de la crisis las tasas de interés de los CDT mostraron una alta volatilidad, terminaron disminuyendo al finalizar el segundo trimestre. Con corte a junio la tasa de interés total de estos depósitos fue menor en 68 pb a la registrada en promedio en marzo²². No obstante, las captaciones de CDT siguen concentradas en plazos menores a seis meses, y en especial en el plazo de noventa días (Gráfico 2.14).

La demanda de créditos por parte de las empresas, en especial de las grandes, aumentó de forma considerable al inicio de la crisis. Lo anterior, como reflejo de la incertidumbre sobre la evolución de sus flujos de caja durante la cuarentena y sobre las condiciones de financiamiento en los meses siguientes. La cartera comercial en pesos creció sustancialmente entre marzo y mayo. En esos meses su saldo aumentó más del doble de lo registrado durante todo 2019²³. Los desembolsos de esta modalidad al inicio de la crisis se concentraron en el segmento preferencial, es decir, en empresas que, en las circunstancias actuales, pueden tener un menor riesgo. Sin embargo, en las últimas semanas se ha observado una desaceleración de los desembolsos en este segmento (Gráfico 2.15).

Los desembolsos de crédito dirigidos a los hogares y a las microempresas cayeron de forma significativa. Desde mediados de 2018 y hasta el inicio de la crisis la cartera de consumo había jalonado el crecimiento del balance de los establecimientos de crédito

Gráfico 2.13
Tasa de interés y saldo de los depósitos de ahorro ordinario activos



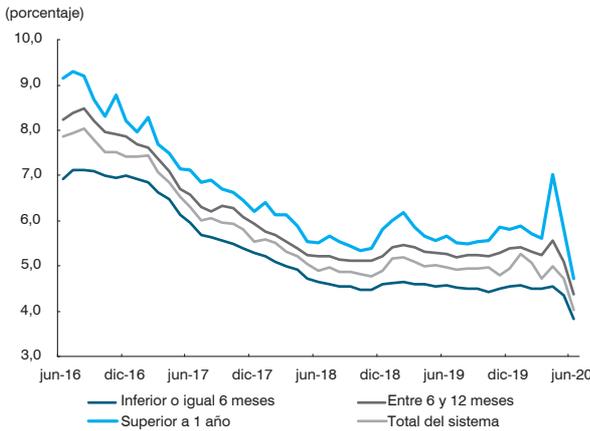
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (formato 441); cálculos del Banco de la República.

²² Para los distintos plazos se observaron reducciones similares: 66 pb para los CDT de plazo menor a seis meses, 85 pb para el plazo entre seis meses y un año, y 89 pb para el plazo superior a un año.

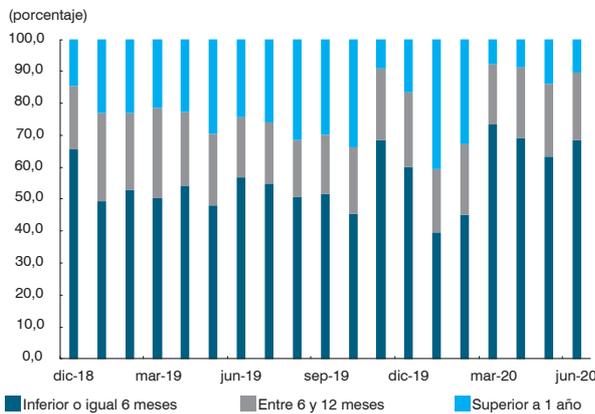
²³ Entre marzo y mayo el saldo de la cartera bruta comercial en moneda legal aumentó COP 19.819,2 mm, mientras que en todo 2019 subió COP 8.317,7 mm.

Gráfico 2.14
Tasas y captaciones de depósitos a término

A. Tasa de CDT según plazo



B. Participación de las captaciones de CDT según plazos (promedios de datos diarios)

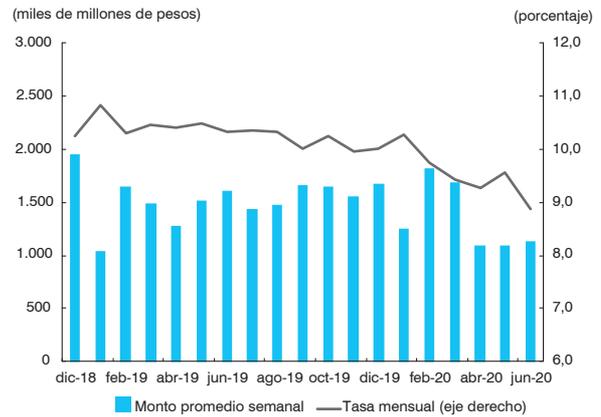


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (formato 441); cálculos del Banco de la República.

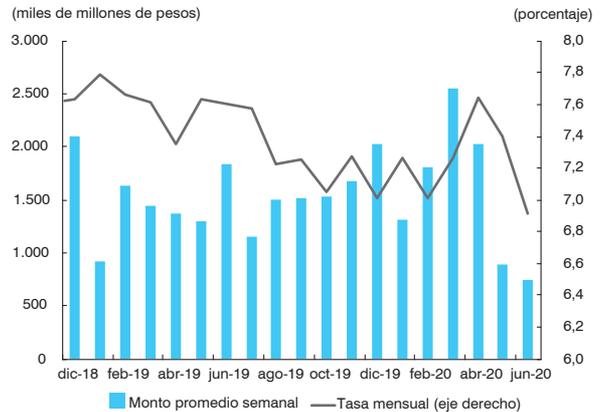
(Gráfico 2.16). Esto cambió de forma abrupta a partir de la última semana de marzo, cuando los desembolsos de este tipo de créditos (incluidas las tarjetas de crédito a personas naturales) se redujeron a menos de la mitad del nivel observado en los primeros dos meses del año. Con esto, el saldo de la cartera de consumo empezó a caer, y su variación anual pasó del 17% (12,6% real) en las primeras semanas de marzo al 9,8% (6,7% real) en junio. En cuanto a la cartera hipotecaria, también se ha

Gráfico 2.15
Tasas^{a/} y desembolsos de crédito comercial

A. Créditos comerciales ordinarios



B. Créditos comerciales preferenciales



a/ Tasas mensuales promedio ponderado por monto.

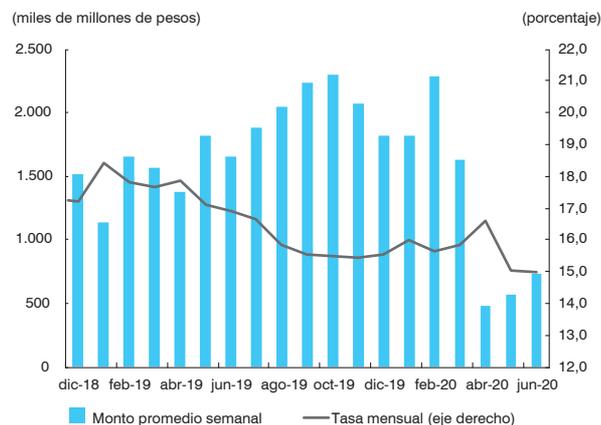
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (formato 088); cálculos del Banco de la República.

desacelerado, pero de forma menos pronunciada que la de consumo. Para el microcrédito la reducción en los desembolsos en el segundo trimestre fue aún más significativa. A partir de mayo se observa una ligera recuperación en los desembolsos de estas modalidades.

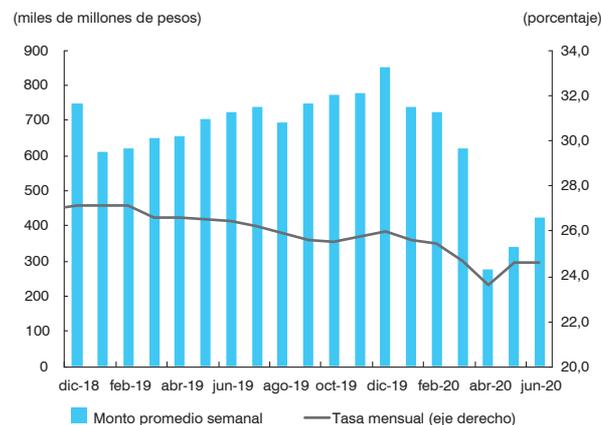
Con respecto a las tasas de interés de los créditos, a finales de junio la mayoría de ellas han registrado caídas y se encuentran en niveles menores o similares a los observados previos a la pandemia. En la última semana

Gráfico 2.16
Tasas^{a/} y desembolsos de créditos a los hogares y a las microempresas

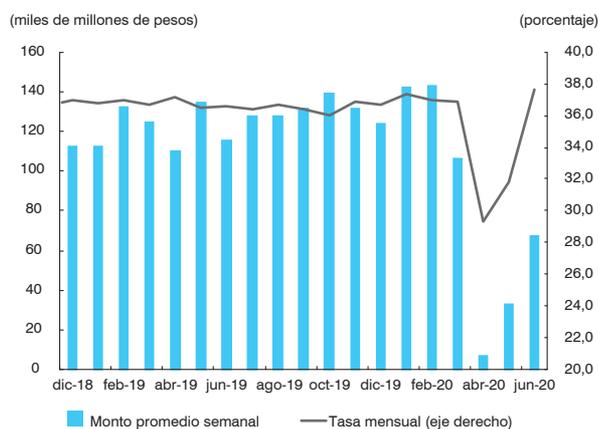
A. Créditos de consumo



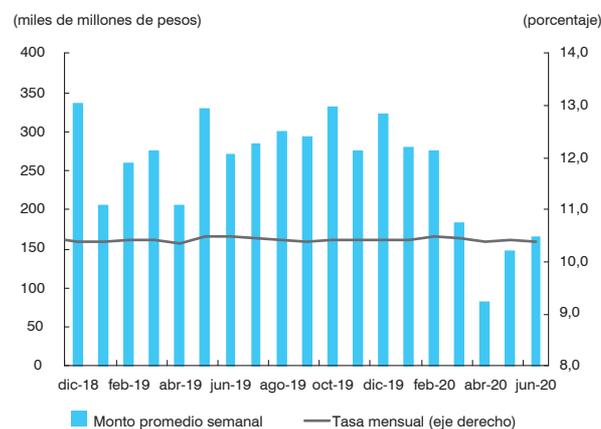
B. Tarjeta de crédito personas



C. Microcréditos



D. Adquisición de vivienda (no VIS)



a/ Tasas mensuales promedio ponderado por monto.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (formato 088); cálculos del Banco de la República.

de marzo y la primera de abril la fuerte caída en los desembolsos de los créditos distintos del comercial estuvo acompañada de movimientos abruptos en sus tasas de interés²⁴. Ello ocurre,

²⁴ Por ejemplo, en el caso de tarjetas de crédito, en abril se registró el menor número de transacciones desde que se dispone de dicha información (mayo de 2002) y la tasa cayó 107 pb en el mes; para microcrédito, los desembolsos en ese mes fueron equivalentes solo al 5% del promedio de 2019 y la tasa se redujo 747 pb.

en parte, porque cuando el total de desembolsos es bajo, los cambios en la participación de las diferentes entidades que ofrecen estos tipos de préstamos y en los plazos a los que se realizan las operaciones afectan de forma más significativa las tasas agregadas. A partir de mayo se observó menos volatilidad en las tasas de interés, a pesar de que los desembolsos permanecieron en un nivel considerablemente más bajo que el previo al inicio de la crisis. Con corte a

junio, las tasas de interés de la mayoría de las modalidades de crédito se ubican en niveles inferiores a los registrados en febrero y marzo²⁵, con excepción de los créditos de consumo mediante libranzas, los créditos comerciales de tesorería y los microcréditos²⁶.

En la coyuntura actual pueden estar ocurriendo movimientos tanto en la oferta como en la demanda de crédito. Los datos recientes muestran una reducción importante en los desembolsos promedio semanal en todas las modalidades, principalmente en consumo, en relación con lo observado antes de la crisis. Para esta modalidad, incluyendo tarjeta de crédito, la reducción en los montos desembolsados y en las tasas sugiere que el efecto más fuerte es la contracción de la demanda²⁷. En el caso de los créditos hipotecarios, la caída en los desembolsos junto con la casi nula transmisión de la reducción en la tasa de política muestra que también podría haber una contracción en la oferta. Para la cartera comercial, en la submodalidad de preferencial, el incremento significativo en los desembolsos al inicio de la crisis sugiere una mayor demanda en ese momento. Para la submodalidad de comercial ordinario, en marzo también se presentaron desembolsos altos, pero con descensos en las tasas de interés, lo que indicaría una mayor oferta en ese

segmento, que puede haberse revertido en las semanas que siguieron.

La naturaleza de los choques dificulta la transmisión de las reducciones en la tasa de interés de política a las tasas de interés de los créditos. De acuerdo con lo observado en episodios anteriores, disminuciones en la tasa de interés de intervención se transmiten a las tasas de interés de los créditos de manera completa en el transcurso de un año. Asimismo, las tasas de interés de los depósitos reaccionan más rápido que las de los créditos ante cambios en la tasa de intervención, lo cual, como se mencionó, ya empezó a suceder. Contrario a lo registrado hasta el momento, la transmisión a las tasas de los créditos a los hogares tarda más que a las de los créditos a las empresas²⁸. En general, la transmisión de las decisiones de política monetaria a las tasas de interés de los préstamos supone un funcionamiento adecuado del mercado de crédito (a diferentes plazos) y una sensibilidad importante de las decisiones de consumo e inversión a variaciones en el costo del crédito y del dinero. Estos factores pueden estar siendo perturbados en las condiciones impuestas por los choques que enfrenta la economía actualmente y estarían afectando la transmisión de la tasa de política hacia las tasas de crédito. Por estos motivos, la respuesta inmediata de la política monetaria ha sido el suministro adecuado de fondos líquidos a los intermediarios financieros, complementada con la provisión de garantías por parte del Gobierno Nacional a los nuevos préstamos ofrecidos por aquellos.

A la reducción en el costo de fondeo se contraponen el aumento en el riesgo en varios tipos de préstamos, por lo que los programas del Gobierno resultan fundamentales y

²⁵ Frente a febrero (previo al inicio de la crisis) con corte a junio la tasa de interés de los créditos comerciales preferenciales fue menor en 10 pb, la de los créditos comerciales ordinarios 87 pb, la de consumo 62 pb, tarjeta de crédito de personas naturales (sin consumos a un mes ni avances) 125 pb y la de adquisición de vivienda no VIS 10 pb. Frente a marzo, previo al cambio en la postura de política monetaria, y con corte a junio, la tasa de interés promedio de comercial preferencial se ubicó 35 pb por debajo, la de comercial ordinario 56 pb, la de créditos de consumo 83 pb, tarjeta de crédito de personas naturales (sin consumos a un mes ni avances) 8 pb y adquisición de vivienda no VIS 7 pb.

²⁶ Frente a febrero y con corte a junio la tasa de consumo a través de libranza subió 4 pb, la de comercial tesorería 149 pb y la de microcrédito 69 pb. Frente a marzo, la de consumo mediante libranza subió 9 pb, la de comercial tesorería 5 pb y la de microcrédito 78 pb.

²⁷ En el caso de libranzas no se observa alguna transmisión en las tasas de interés, lo que sugiere que también hay una reducción de la oferta.

²⁸ Hay varios factores que intervienen en la transmisión, dentro de los cuales se destacan: el tipo de crédito, los plazos ofrecidos, la presencia de tasas límite (usura y máxima remuneratoria) y las condiciones económicas del país. Para más detalle véase Chavarro, X.; Cristiano, D.; Gómez, J.; González, E.; Huertas, C. (2015). "Evaluación de la transmisión de la tasa de interés de referencia a las tasas de interés del sistema financiero", Borradores de Economía, núm. 874, Banco de la República.

complementarios para potenciar las acciones tomadas por el Banco de la República. El riesgo de crédito tiende a retrasar la transmisión de la tasa de interés de política en la medida en que encarece la actividad de intermediación. En esta oportunidad el incremento en dicho riesgo puede ser significativo, con varios de los sectores económicos que permanecerán cerrados por un período que dependerá de la evolución de la pandemia, y con un aumento del desempleo que puede ser prolongado. Varios de los programas que ha implementado el Gobierno hasta el momento (mencionados en la sección 2.2), aminoran en alguna medida el riesgo para los intermediarios financieros, por lo que pueden contribuir, además, a la mejor transmisión de las reducciones de la tasa de política monetaria.

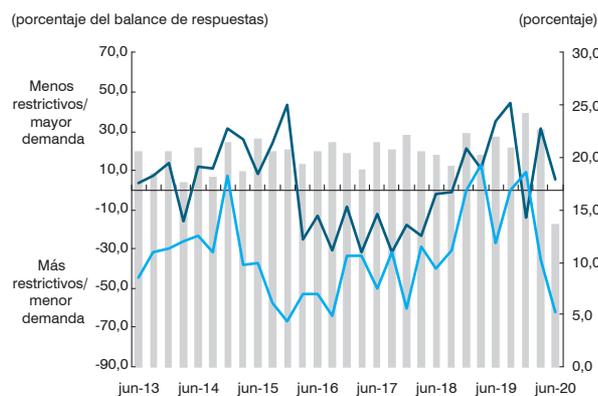
Las entidades financieras perciben disminuciones en la demanda de crédito de los hogares y aumentos en la de crédito comercial. En materia de perspectivas, de acuerdo con la *Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia* del Banco de la República de junio de 2020, las entidades financieras per-

ciben reducciones en la demanda de crédito en el pasado reciente para las modalidades de consumo, vivienda y microcrédito, y aumentos (aunque débiles) para la de comercial. Al tiempo, las percepciones de las entidades apuntan a una oferta de crédito más restrictiva para el crédito a las firmas y a los hogares (Gráfico 2.17). Estas percepciones son consistentes con una menor dinámica de los mercados de crédito, asociada con la desaceleración súbita de la economía colombiana, que se refleja en la caída en los desembolsos a partir de abril.

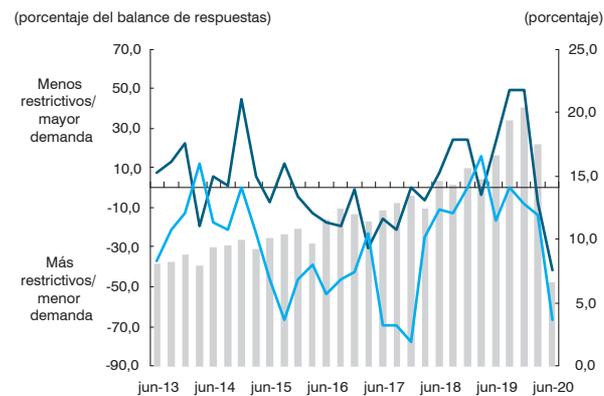
A mayo las tasas de crecimiento de la cartera vencida y riesgosa se mantenían bajas. No obstante, estas podrían deteriorarse en el segundo semestre del año. Las tasas de crecimiento de la cartera vencida y riesgosa continuaron bajas, con una tendencia decreciente que exhibían desde mediados de 2018. De esta manera, los choques macroeconómicos de la emergencia actual encontraron al sistema financiero saliendo de una fase de alta materialización de riesgo de crédito que se experimentó entre 2016 y 2018 (Gráfico 2.18). En

Gráfico 2.17
Percepción de la demanda de crédito para los establecimientos de crédito
y cambio en las exigencias para el otorgamiento de nuevos créditos
(balance y variaciones anuales)

A. Comercial



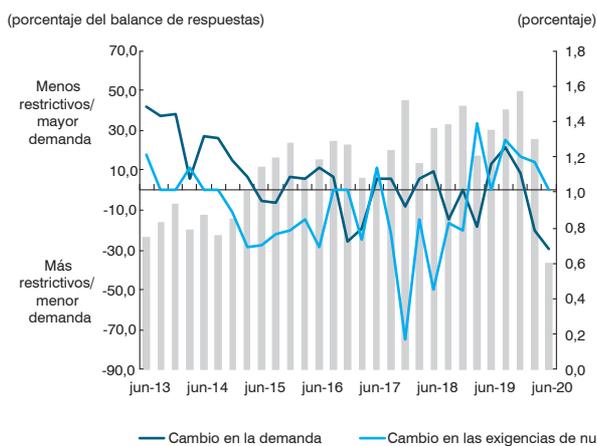
B. Consumo



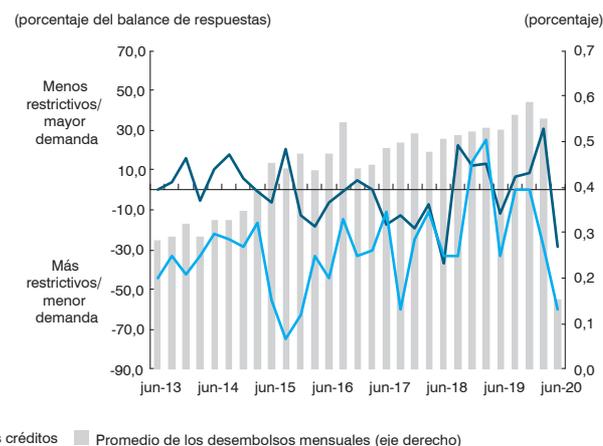
— Cambio en la demanda — Cambio en las exigencias de nuevos créditos ■ Promedio de los desembolsos mensuales (eje derecho)

Gráfico 2.17 (continuación)
Percepción de la demanda de crédito para los establecimientos de crédito
y cambio en las exigencias para el otorgamiento de nuevos créditos
(balance y variaciones anuales)

C. Vivienda



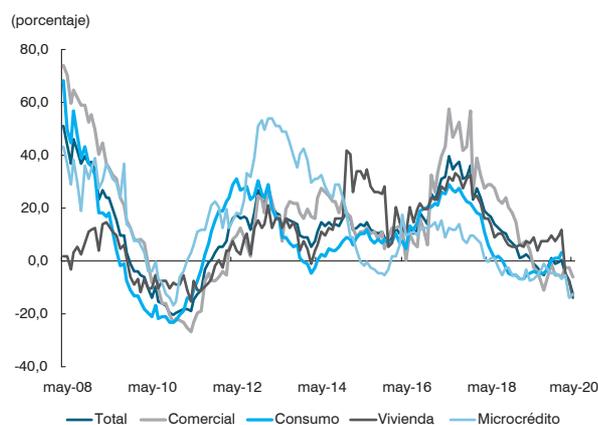
D. Microcrédito



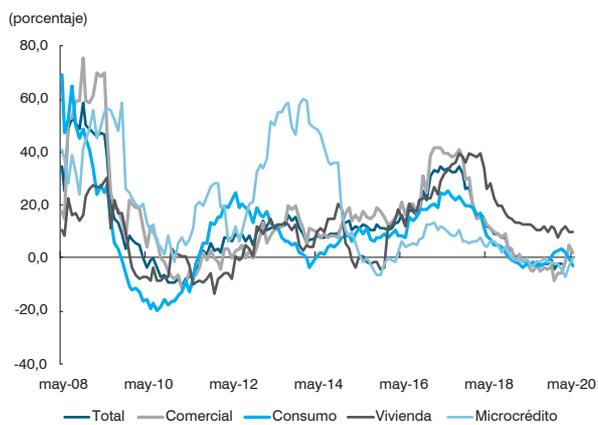
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.18
Crecimiento de la cartera riesgosa y vencida

A. Cartera vencida



B. Cartera riesgosa



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

el corto plazo la evolución de la calidad de la cartera estará determinada por los efectos de la desaceleración de la economía y de las disposiciones establecidas por la SFC con el fin de aliviar la carga financiera de los deudores y flexibilizar algunos requerimientos de super-

visión²⁹. A principios de junio estos beneficios habían cubierto a créditos que ascienden

²⁹ Estas disposiciones fueron decretadas en las circulares externas 007 y 014 de 2020 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

aproximadamente a dos quintas partes del volumen total. Este volumen de cartera está compuesto principalmente por la modalidad comercial y de consumo; sin embargo, con respecto al saldo total de cada modalidad, las carteras de vivienda y consumo son las que más se han acogido a estas medidas (Gráfico 2.19).

2.4 Evolución de la actividad económica, el mercado laboral y la balanza de pagos

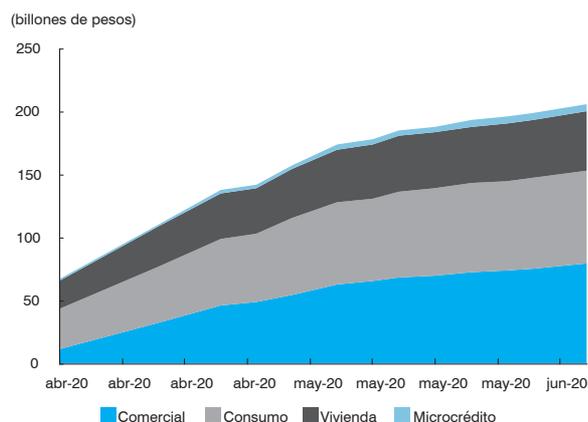
La evolución de la pandemia y las medidas sanitarias necesarias para enfrentarla, establecidas por el Gobierno Nacional y los gobiernos locales, han generado un deterioro inevitable y sin precedentes de la actividad económica y del mercado laboral del país, tanto por su rapidez como por su magnitud. A esto se suma la caída en el ingreso nacional debido a los menores ingresos externos. Se espera que la apertura gradual de la economía, las medidas fiscales contracíclicas y las acciones de política monetaria contribuyan a la recuperación de la actividad económica.

2.4.1 Actividad económica

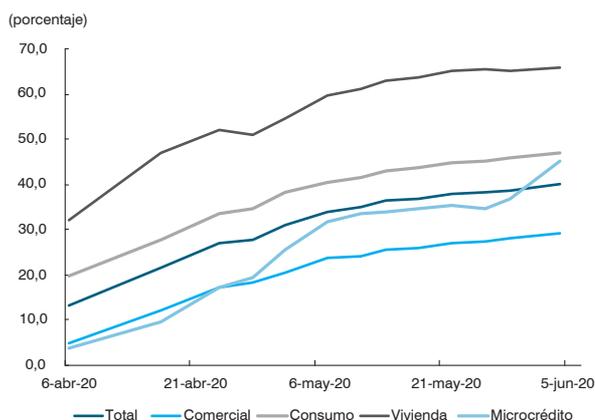
La economía colombiana inició el año con un dinamismo importante, que apuntaba a un crecimiento superior al 3%, apoyado en la demanda interna. Así lo hacían prever los buenos resultados de diversos indicadores de actividad económica disponibles a enero y febrero, como las ventas al por menor y las matrículas de vehículos, los cuales presentaron crecimientos anuales iguales o superiores a los observados en 2019, sugiriendo un consumo privado dinámico. Igualmente, una importante expansión de las importaciones de bienes de capital (en pesos constantes) anunciaba un buen comportamiento de la inversión en maquinaria y equipo. Estas tendencias resultaron corroboradas por las mediciones más amplias efectuadas por el DANE con el indicador de seguimiento a la economía (ISE), el cual mostró una tasa de crecimiento anual del 3,3% (con series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario) el primer bimestre del año, en promedio (Gráfico 2.20). El ISE mostraba, además, que un amplio conjunto de ramas de la producción mantenía una dinámica de crecimiento importante.

Gráfico 2.19
Cartera acogida a los períodos de gracia por modalidad

A. Saldo

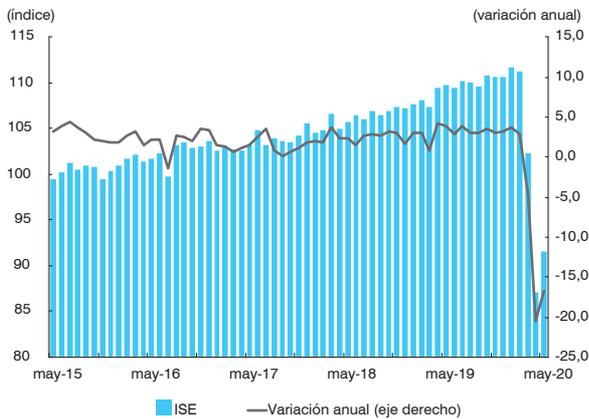


B. Participación sobre la cartera total de cada modalidad



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

Gráfico 2.20
Indicador de seguimiento a la economía (ISE)
(desestacionalizado y corregido por efectos calendario)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Sin embargo, como sucedió en la mayoría de los países del mundo, la aparición del Covid-19 en marzo derivó en una abrupta contracción de la actividad económica, que era imposible de anticipar. Para ese mes, el ISE del DANE registró un retroceso significativo (-4,8%, con series desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario) que contrastó con los crecimientos de los dos meses anteriores (Gráfico 2.20). Aunque la caída se concentró en la segunda quincena del mes, coincidiendo con la imposición de la cuarentena estricta decretada por el Gobierno Nacional y los gobiernos locales, algunas cifras de alta frecuencia, como las de la demanda de energía y las de transacciones comerciales con tarjetas débito y crédito, indican que en algunas ramas las caídas comenzaron a principios de marzo, sugiriendo un recogimiento espontáneo de los consumidores. De acuerdo con estimaciones del equipo técnico del Banco, las medidas de aislamiento social (voluntarias e impuestas) habrían llevado durante los últimos nueve días de marzo a una reducción de cerca del 30% en el nivel del producto, frente a condiciones normales.

Dado lo anterior, en el primer trimestre de 2020 se presentó un crecimiento muy

bajo, que no se registraba desde hace más de una década, y bastante inferior a lo que los indicadores sectoriales insinuaban en los primeros dos meses del año. De acuerdo con el DANE, con series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario, el PIB del primer trimestre se expandió un 0,4% frente al mismo período del año anterior, y registró una variación trimestral anualizada del -9,2%. Por el lado de la demanda, la fuerte desaceleración del PIB obedeció principalmente al pronunciado deterioro de las exportaciones y de la formación bruta de capital (Cuadro 2.1). Pese a que el consumo privado se desaceleró, este mostró un crecimiento anual positivo. Las cifras dentro de este agregado sugieren que en marzo el choque del Covid-19 produjo una recomposición del gasto de los hogares a favor de los bienes no durables y en contra de los demás componentes del gasto. Este fenómeno, que se ha presentado en muchos países, sería consecuencia de las menores posibilidades de compra en los otros segmentos de consumo debido al cierre de mercados. Por su parte, la formación bruta de capital retrocedió, principalmente por la inversión en maquinaria y equipo y por el residuo (que corresponde a la suma no detallada entre discrepancia estadística y variación de inventarios según la información del DANE). La inversión en vivienda también cayó mientras que la de obras civiles mantuvo un buen dinamismo (según las cifras de oferta). Por ramas, el Covid-19 y otros factores produjeron las contracciones más marcadas en construcción (-7,5%), la explotación de minas y canteras (-4,6%), las actividades artísticas y de recreación (-3,2%), y la industria manufacturera (-2,1%) (Cuadro 2.2). Por el contrario, el sector agropecuario tuvo un comportamiento sobresaliente que acompañó el aumento de la demanda de consumo no durable.

Puesto que la evolución de la pandemia y las medidas sanitarias más estrictas para su contención se habrían concentrado en abril y mayo, el segundo trimestre presentaría la mayor contracción de la actividad económica en el año. Las decisiones del

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

	2019				2019	2020
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.
Gasto de consumo final	4,1	4,3	4,7	4,5	4,4	3,4
Gasto de consumo final de los hogares	3,9	4,2	4,9	4,7	4,5	3,9
Bienes no durables	3,8	4,2	5,9	5,9	5,0	13,2
Bienes semidurables	4,1	5,0	6,5	7,2	5,7	(4,5)
Bienes durables	6,2	9,0	3,6	7,3	6,5	6,7
Servicios	3,4	4,3	4,3	3,7	3,9	(1,0)
Gasto de consumo final del Gobierno General	4,0	5,3	4,1	3,7	4,3	3,5
Formación bruta de capital	1,8	4,7	5,4	3,9	4,0	(2,1)
Formación bruta de capital fijo	6,0	6,7	4,3	0,2	4,3	(1,0)
Vivienda	(4,7)	(7,4)	(7,0)	(10,6)	(7,4)	(6,6)
Otros edificios y estructuras	7,7	3,2	7,1	(0,7)	4,2	3,3
Maquinaria y equipo	14,9	23,0	12,7	5,0	13,9	(1,9)
Recursos biológicos cultivados	2,0	4,5	1,5	(5,5)	0,5	1,3
Productos de propiedad intelectual	1,4	1,3	2,5	5,3	2,6	1,7
Demanda interna	4,3	4,0	5,3	3,8	4,3	1,5
Exportaciones	3,7	6,5	1,6	(1,3)	2,6	(5,8)
Importaciones	8,2	9,3	11,1	4,0	8,1	0,7
PIB	2,6	3,6	3,4	3,4	3,3	0,4

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gobierno Nacional y de las administraciones locales llevaron a cierres completos de muchos sectores productivos durante abril y los primeros días de mayo (véase Sombreado 2). Desde mediados de ese mes algunos sectores, en particular la construcción, la industria y el comercio, se han abierto paulatinamente, pero persistieron fuertes restricciones sobre ramas como turismo, hotelería, restaurantes, y actividades artísticas y de entretenimiento. Dado lo anterior, el equipo técnico estima que la variación anual del PIB durante el segundo trimestre habría sido cercana al -16%, lo que representa una caída sin precedentes desde que se tienen registros trimestrales de la actividad económica. Algunos analistas del mercado estiman reducciones del PIB similares o algo menores para el mismo período. Por el

lado de la oferta, se registrarían contracciones en la mayoría de las grandes ramas de actividad económica, con las notables excepciones de la agropecuaria, sobre la cual no se impusieron limitaciones para operar, y la de administración pública, educación y salud. Por el lado de la demanda, se estima que las mayores contribuciones a la caída anual del PIB habrían provenido de las reducciones del consumo privado, especialmente de servicios, y de la inversión. Asimismo, se habrían registrado fuertes retrocesos en las exportaciones e importaciones reales. El consumo público habría sido el único componente de la demanda que creció en el segundo trimestre, como resultado de los esfuerzos del Estado para contener y mitigar los efectos de la pandemia y de las medidas de aislamiento social.

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

	2019				2019	2020
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	-0,5	0,6	2,4	5,0	1,9	7,9
Explotación de minas y canteras	5,1	2,1	1,2	-0,1	2,0	-4,6
Industria manufacturera	0,5	2,2	1,8	1,9	1,6	-2,1
Electricidad, gas y agua	2,7	3,0	2,9	2,6	2,8	4,0
Construcción	-4,2	0,9	-3,9	-0,4	-2,0	-7,5
Edificaciones	-4,7	-5,8	-13,8	-9,9	-8,6	-18,0
Obras civiles	9,8	11,6	12,1	9,3	10,7	7,4
Actividades especializadas para la construcción	1,2	-0,3	-6,8	-4,7	-2,8	-11,6
Comercio, reparación, transporte y alojamiento	3,1	5,0	6,1	5,1	4,8	-0,1
Información y comunicaciones	3,4	3,4	-0,1	0,4	1,7	1,4
Actividades financieras y de seguros	6,6	4,2	7,8	4,2	5,7	2,3
Actividades inmobiliarias	2,6	3,2	3,1	2,9	3,0	2,6
Actividades profesionales, científicas y técnicas	3,1	3,8	4,1	3,6	3,7	2,9
Administración pública y defensa, educación y salud	4,1	5,0	5,0	5,4	4,9	3,2
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación	4,1	3,2	4,0	2,4	3,4	-3,2
Subtotal valor agregado	2,3	3,6	3,2	3,4	3,1	0,6
Impuestos menos subsidios	3,7	4,0	5,1	5,5	4,6	1,4
PIB	2,6	3,6	3,4	3,4	3,3	0,4

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La flexibilización de las medidas de aislamiento social con el paulatino control de la epidemia, sumada al impacto positivo de las políticas monetarias y fiscales, deberían permitir una recuperación gradual de la actividad económica durante el segundo semestre del presente año. Se espera que en la segunda mitad del año se presente una recuperación de la actividad en aquellos sectores productivos cuyas restricciones empezaron a ser levantadas desde mediados del segundo trimestre. Se prevé que otros sectores cuya apertura es más tardía, como turismo, hotelería, restaurantes, y actividades artísticas y de entretenimiento, entren en plena operación durante el cuarto trimestre. Con ello, el PIB debería aumentar en niveles durante la segun-

da mitad de 2020, aunque seguiría registrando variaciones anuales negativas pero menores que las previstas para el segundo trimestre. En este período la demanda interna debería recuperarse gradualmente, impulsada por una reactivación del consumo privado desde niveles muy bajos, por lo que aquí también el crecimiento anual seguiría siendo negativo. La recuperación también estaría sostenida por el consumo público, el cual continuaría siendo dinámico el resto del año. Aunque la inversión también mejoraría en la segunda mitad del año, se estima que lo haga a un menor ritmo que el consumo. El aumento paulatino del nivel de la demanda interna se traduciría en un incremento equivalente de las importaciones. Respecto a las exportaciones,

estas deberían aumentar también, exhibiendo un crecimiento anual cada vez menos negativo, que se explicaría por la recuperación de la demanda externa. La recuperación gradual de la actividad económica será facilitada por una política monetaria que hoy en día es históricamente expansiva y por el impulso de las políticas fiscales. Dado lo anterior, el equipo técnico del Banco de la República estima que el crecimiento económico en todo 2020 se ubicaría en un rango entre -10,0% y -6,0%, lo que implicaría una ampliación importante de los excesos de capacidad productiva de la economía o brecha del producto (de -0,6% en 2019 a un rango entre -7,0% y -5,0% en 2020). La amplitud del rango del pronóstico refleja la incertidumbre sobre la magnitud del choque recibido en el segundo trimestre y sobre las medidas adicionales de confinamiento para enfrentar la evolución futura de la pandemia.

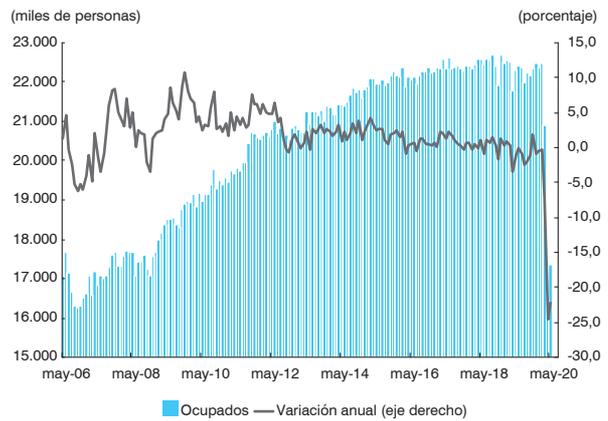
2.4.2 Mercado laboral

La pandemia produjo un deterioro sin precedentes del empleo rural y urbano en Colombia, que afectó de manera similar al segmento asalariado como al no asalariado. Acorde con las series mensuales desestacionalizadas³⁰, en abril el número de ocupados registró una contracción anual en el total nacional y en las trece ciudades del 24,5% (5,3 millones de empleos) y 27,9% (3 millones de empleos), respectivamente. Estas caídas han sido las más grandes en la historia de las series y significaron la pérdida de cerca de la cuarta parte del nivel de empleo previo a la crisis (Gráfico 2.21). A pesar de que en mayo se continuaron registrando contracciones anuales en el empleo tanto para el total nacional (-22,1%) como para las trece ciudades (-22,5%), la

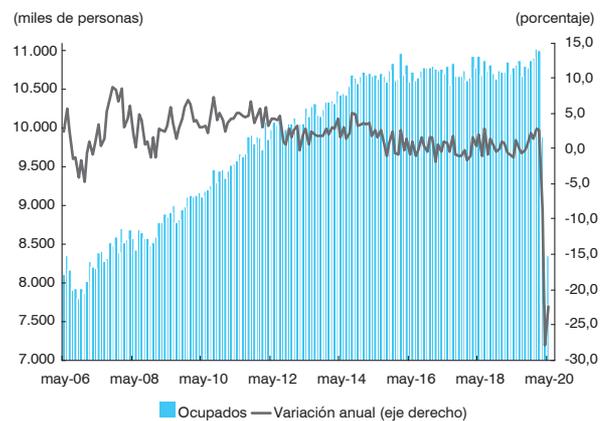
³⁰ Las series del mercado laboral presentan estacionalidad, es decir, sus valores son sistemáticamente más altos o bajos, dependiendo del mes del año. Este fenómeno debe aislarse mediante técnicas estadísticas para poder hacer comparaciones entre meses del mismo año. Por tal razón, la información presentada en esta sección corresponde a las series sin dichos efectos calendario, conocidas como series desestacionalizadas.

Gráfico 2.21
Comportamiento de los ocupados
(series mensuales desestacionalizadas)

A. Total nacional



B. Trece principales áreas metropolitanas



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

flexibilización de la movilidad y la reapertura de algunas ramas de actividad económica permitieron un leve repunte de la ocupación en ambos dominios geográficos (930.366 y 639.741 empleos en el total nacional y las trece ciudades, respectivamente) frente a los muy bajos niveles de abril. Cabe señalar que la destrucción de empleos se ha dado de manera generalizada, tanto en las zonas urbanas como en las rurales, y que, a pesar de la mayor rigidez del segmento asalariado, la afectación es

similar en la ocupación asalariada respecto a la no asalariada.

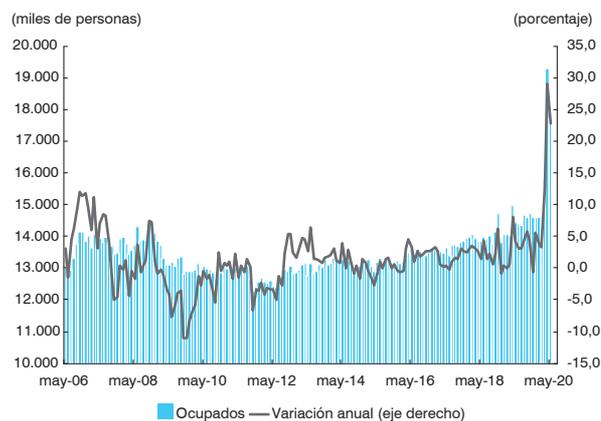
Buena parte del empleo destruido fue absorbido por la inactividad, dada la imposibilidad de buscar empleo por las restricciones de movilidad. Este hecho atenuó las alzas de las tasas de desempleo, que aun así fueron históricas. La caída del empleo estuvo acompañada por la imposibilidad de buscar activamente trabajo, dadas las restricciones a la movilidad, lo que llevó a un aumento histórico de la inactividad. En abril los inactivos registraron un incremento del 29,0% (4,3 millones de inactivos) en el total nacional y del 34,1% (2,1 millones de inactivos) en las trece ciudades. En mayo ese aumento de los inactivos se frenó, por lo que en ambos dominios geográficos se observó un retroceso mensual de la inactividad (Gráfico 2.22). El incremento de la población inactiva permitió que no toda la contracción de la ocupación se reflejara en el desempleo, por lo que la tasa de desempleo (TD) no aumentó en todo lo que cayó la tasa de ocupación (TO)³¹. Aun así, la TD registró guarismos históricamente altos, los mayores desde que se tienen datos mensuales (2001). Las TD desestacionalizadas nacional y urbana de mayo se ubicaron en 21,2% y 24,6% (Gráfico 2.23, panel A), respectivamente, mientras que para el trimestre móvil (marzo-mayo) estas fueron del 17,6% y 20,3% (Gráfico 2.23, panel B).

Simulaciones del Banco de la República, condicionadas a las previsiones de la actividad económica, sugieren un fuerte deterioro de la tasa de desempleo nacional promedio para todo 2020. La información disponible del mercado laboral a mayo mos-

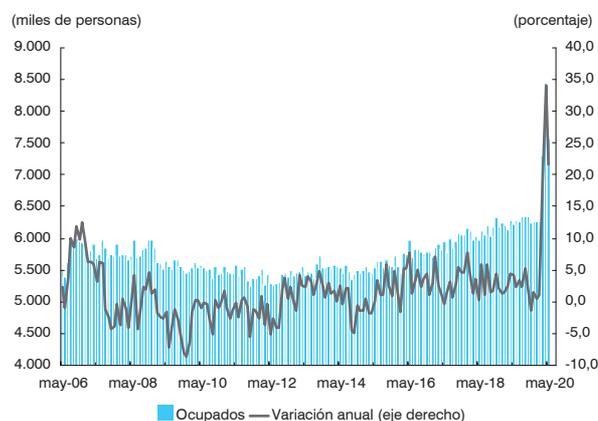
³¹ La TD se define como la relación entre las personas que están buscando trabajo y la población económicamente activa (PEA). El comportamiento de la TD está influenciado por la interacción entre la oferta y la demanda de trabajo, las cuales están definidas por la tasa global de participación (TGP) y 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: $TD = \frac{TGP-TO}{TGP}$.

Gráfico 2.22
Comportamiento de los inactivos
(series mensuales desestacionalizadas)

A. Total nacional



B. Trece principales áreas metropolitanas

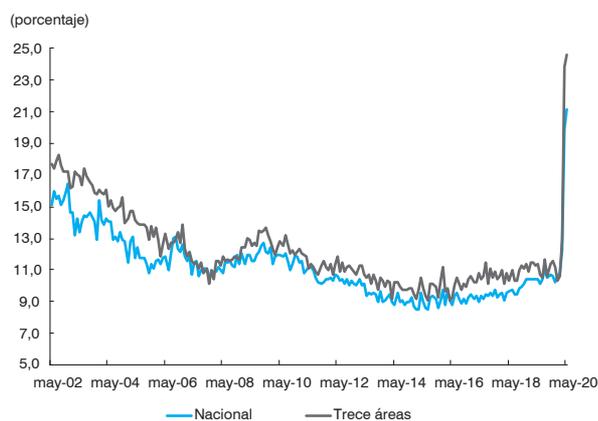


Fuente DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

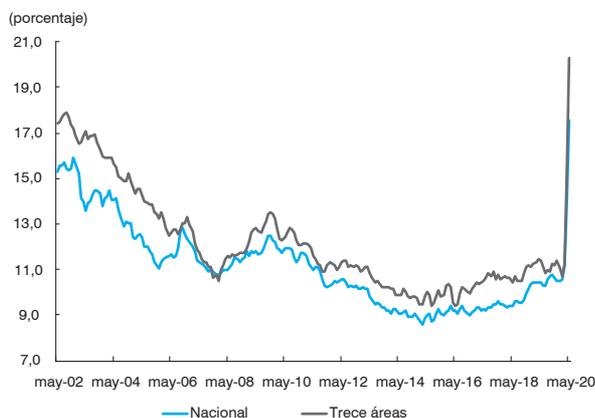
tró que la caída de la ocupación y la participación habría tocado fondo en abril, dado el leve repunte de ambos agregados en el margen. Se prevé que en junio y el segundo semestre del año continúe de manera gradual la recuperación de la ocupación, impulsada principalmente por el segmento no asalariado, puesto que el empleo asalariado tarda más en crearse. Las simulaciones realizadas por el equipo técnico estiman que la TD nacional estaría en promedio entre el 16,5% y el 19,0% para todo 2020, un intervalo que se revisó al alza frente a

Gráfico 2.23
Tasa de desempleo por dominios
(series desestacionalizadas)

A. Mensual



B. Trimestre móvil



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

las previsiones iniciales³², por la inclusión tanto de las cifras más recientes del mercado laboral como de las peores perspectivas en materia de actividad económica. Es importante resaltar que una buena parte de la rapidez con la que se reactive la economía dependerá de la recuperación del mercado laboral, la cual per-

³² Véase el Reporte de Mercado Laboral núm. 14 del Banco de la República, en el que se estimaba, previo a conocerse la afectación de la pandemia, una TD para todo 2020 entre 15,0% y 17,0% por cuenta de esta.

mitiría aumentos en el ingreso disponible de los hogares y, por tanto, un mayor dinamismo en su consumo.

Dada la holgura prevista para el mercado laboral durante 2020, no existirían presiones inflacionarias vía costos salariales. El choque de la pandemia involucró un deterioro generalizado y sin precedentes en el mercado laboral colombiano, reflejado no solo en indicadores de cantidades, tales como la TD y los índices de vacantes, sino también en métricas de precios, esto es, en los ingresos laborales. La información proveniente de la encuesta de hogares mostró importantes caídas en los ingresos medianos por hora de los no asalariados en abril, mientras que las encuestas sectoriales de abril también mostraron un fuerte retroceso de los índices de salarios. Todo lo anterior sugiere un mercado laboral muy holgado, en donde no se observarían presiones inflacionarias vía costos salariales en lo que resta del año.

2.4.3 Balanza de pagos

En el primer trimestre de 2020 la cuenta corriente en dólares y como proporción del producto se redujo frente al mismo período del año anterior. Las cambiantes condiciones económicas y financieras propiciadas por la pandemia del Covid-19 se reflejaron en una menor demanda interna, debilidad de los socios comerciales y la significativa reducción de los precios del petróleo. Lo anterior propició una reducción del déficit corriente en el primer trimestre de 2020 que se estimó en 3,7% del PIB trimestral, frente al 4,5% observado en el mismo período de 2019. La reducción de las utilidades de las empresas con capital extranjero y los mayores ingresos por remesas de trabajadores fueron los principales determinantes de la contracción del déficit externo, parcialmente mitigado por un leve aumento del déficit en la balanza comercial de bienes y servicios (véase Sombreado 3).

En el primer trimestre de 2020 la inversión extranjera directa continuó siendo la principal fuente de financiamiento ex-

terno. El menor déficit corriente del país tuvo como contrapartida menores necesidades de financiamiento, puesto que entre enero y marzo de 2020 la cuenta financiera registró entradas netas de capital por USD 2.378 m (3,3% del PIB trimestral) inferiores a lo observado un año atrás cuando totalizaron USD 3.306 m (4,2% del PIB trimestral). A pesar de los choques externos e internos mencionados, la IED continúa siendo la principal fuente de financiamiento externo (USD 3.589 m, 5,0% del PIB trimestral), en particular aquellos recursos orientados hacia las empresas cuya actividad se concentra en la provisión de servicios públicos al mercado interno. Sin embargo, cabe señalar que disminuyeron los ingresos de capital hacia la mayoría de las actividades económicas, en especial los del sector mineroenergético. Adicionalmente, las demás fuentes de financiamiento tuvieron un comportamiento mixto, dado que el endeudamiento externo reportó desembolsos netos por USD 1.229 m, en contraste con las liquidaciones netas de la inversión de portafolio (USD 453 m).

Para todo 2020 se espera una disminución anual del déficit de la cuenta corriente en dólares y como porcentaje del producto. El impacto negativo del Covid-19 sobre el consumo y la inversión privada llevarían a una corrección del déficit en la cuenta corriente, dinámica a la que también contribuiría la depreciación del peso esperada para el año. Estos factores propiciarían una caída de las importaciones de bienes y servicios, así como de las utilidades de las empresas con participación extranjera. Estas últimas también se verían afectadas por la menor rentabilidad de las firmas petroleras y mineras. Por su parte, la disminución de los precios del petróleo y del carbón, el menor crecimiento de los socios comerciales, la reducción de las remesas de trabajadores y las menores exportaciones de servicios turísticos, entre otros elementos, limitarían el ajuste externo del país. Con todo lo anterior, se estima que el déficit de la cuenta corriente para todo 2020 sería menor, en dólares y como proporción del producto,

al registrado el año anterior (4,3%), aunque la incertidumbre al respecto es alta y sin precedentes, lo que se refleja en un amplio intervalo para este pronóstico (entre -5% y -2% del PIB). De esta forma, la reducción del déficit en la cuenta corriente sería el reflejo de una menor dinámica esperada de la demanda interna debida al choque de la pandemia. Vale la pena mencionar que Colombia continuaría con acceso permanente a los mercados internacionales para el financiamiento del déficit en la cuenta corriente. La inversión extranjera directa se vería afectada por el entorno económico, pero seguiría siendo una fuente importante de recursos externos, a lo que se sumarían los capitales asociados a préstamos y bonos dirigidos al sector público.

2.5 Evolución de la inflación

Las presiones bajistas sobre los precios, producto de la caída de la demanda agregada y de los alivios en precios implementados por el Gobierno, han superado los efectos alcistas originados por las restricciones de oferta (debido al cierre de varios sectores económicos). Esto se ha visto reflejado en un descenso de la inflación total y básica, cuyos pronósticos y expectativas se sitúan por debajo de la meta del 3%.

La tendencia creciente que traía la inflación al consumidor a comienzos del año (entre enero y marzo) se corrigió con el impacto generado por el fenómeno de la pandemia. En efecto, la inflación anual al consumidor, que durante el primer trimestre no descendió, situándose en 3,86% en marzo, cayó fuertemente en el segundo trimestre, cerrando en junio en 2,19%. En general, los resultados estuvieron muy por debajo de los previstos hasta hace unos meses por el mercado y el equipo técnico del Banco de la República, y se situaron en el nivel más bajo desde 2014. Un comportamiento similar se observó en la inflación básica (aproximada como la inflación

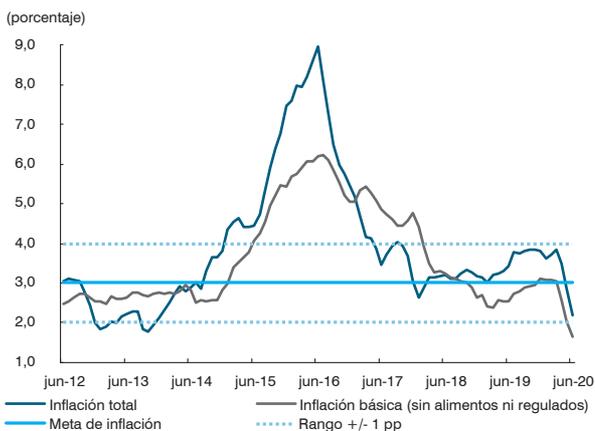
anual sin alimentos ni regulados), la cual pasó de 3,04% en marzo a solo 1,66% en junio, empujada por caídas en las variaciones anuales de los índices de precios al consumidor (IPC) de transables y no transables (Gráfico 2.24 y Cuadro 2.3). Desde abril se ha observado una disminución sustancial en el ritmo de ajuste de los precios e incluso reducciones en los niveles de un amplio conjunto de ítems. Estas reducciones han sido especialmente marcadas en el caso del IPC de regulados, pero también se han empezado a observar en alimentos, los cuales al comienzo de la cuarentena registraron aumentos, bien sea por problemas climáticos o por la recomposición del gasto de los hogares.

Además de la fuerte contracción de la demanda, el fenómeno del Covid-19 ha llevado a que las autoridades decreten alivios importantes en precios que explican buena parte del descenso de la inflación y que, hasta la fecha, han compensado las presiones alcistas derivadas de las restricciones de oferta. Excepto por los alimentos, la demanda de los hogares ha caído fuertemente en el caso de la mayoría de los bienes y servicios que se transan en los mercados del país. Este factor, unido al cierre mismo de los mercados debido a las medidas de aislamiento social preventi-

vo decretadas por el Gobierno Nacional y las autoridades locales, ha limitado los ajustes de precios e incluso ha conducido a reducciones en donde las transacciones han sido posibles. A estas presiones bajistas se sumaron los diferentes alivios, en su mayoría transitorios, sobre los precios al consumidor decretados por las autoridades nacionales o territoriales para sostener el poder adquisitivo de los hogares. Entre estos cabe destacar el congelamiento de los cánones de los arriendos y de las tarifas de servicios públicos³³, la disminución del precio de los combustibles en cerca de COP1.300, efectiva desde mediados de marzo, y la eliminación o rebaja transitoria del impuesto al valor agregado (IVA) a un grupo de bienes y servicios, y del impuesto al consumo (del 8%) de los restaurantes, aunque en este último caso su efecto se sentiría en el segundo semestre del año. La demanda y los alivios en precios, junto con los cierres de los mercados, habrían impedido que la depreciación del tipo de cambio acumulada en la primera mitad del año se reflejara en la inflación. De acuerdo con cálculos realizados por el equipo técnico, se estima que cerca de un punto porcentual de la reducción de la inflación anual al consumidor en el segundo trimestre obedeció a los alivios señalados.

Para el resto del año se espera que la debilidad de la demanda y los amplios excesos de capacidad productiva, junto con los alivios de precios decretados por el Gobierno, mantengan la inflación por debajo de la meta. La inflación anual total al consumidor presentaría un descenso adicional en los próximos meses, cerrando el año en un rango entre 1,0% y 2,0%. Para la inflación básica, medida como el IPC sin AR, se espera una disminución que podría ser más marcada pero con un valor que se ubicaría para diciembre en un rango entre 1,0% y 2,0%. Las principales presiones a la baja se originarían en la debilidad

Gráfico 2.24
Índice de precios al consumidor (IPC)
(variación anual)



Fuentes: DANE y Banco de la República.

³³ Hace referencia a pagos diferidos a varios meses, aumento de los subsidios a los estratos de ingreso bajos de la población e incluso pago de los recibos, como se presentó en Manizales.

Cuadro 2.3
Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica
(variación anual)

Descripción	Ponderaciones nuevo IPC ^{a/}	Dic-18	Dic-19	Ene-20	Feb-20	Mar-20	Abr-20	May-20	Jun-20
Total	100	3,18	3,80	3,62	3,72	3,86	3,51	2,85	2,19
Sin alimentos ^{b/}	76,16	3,48	3,37	3,30	3,30	3,18	2,55	1,84	1,18
Transables	19,16	1,09	2,24	2,49	2,51	2,47	2,06	1,33	0,61
No transables	42,31	3,79	3,49	3,33	3,34	3,29	2,78	2,34	2,13
Arriendos	25,16	3,42	2,68	2,70	2,68	2,60	2,47	2,29	2,07
Indexados ^{c/}	9,08	5,43	5,01	4,87	5,03	4,98	4,83	4,74	4,63
Afectados por tipo de cambio ^{d/}	6,99	3,29	4,55	3,59	3,52	3,55	1,19	-0,59	-0,89
Resto ^{e/}	1,08	-0,42	2,78	3,23	2,82	3,19	2,56	1,90	1,61
Regulados	14,69	6,37	4,48	4,25	4,22	3,78	2,50	1,05	-0,78
a. Servicios públicos	6,69	7,47	6,02	4,90	5,93	5,68	4,67	2,25	0,12
b. Combustible	2,91	7,28	1,90	2,31	1,81	-1,24	-4,87	-7,20	-10,82
c. Transporte	5,09	4,76	3,92	4,50	3,37	4,08	3,76	4,04	3,61
Alimentos ^{f/}	23,84	2,43	5,20	4,66	5,05	5,99	6,53	6,04	5,35
Perecederos	3,15	8,88	8,66	4,11	5,36	9,79	10,00	6,61	2,52
Procesados	11,90	-0,08	5,04	5,42	6,01	6,46	7,71	7,86	7,75
Comidas fuera del hogar	8,79	3,68	4,18	3,84	3,65	3,92	3,59	3,38	3,26
Indicadores de inflación básica ^{g/}									
Sin alimentos		3,48	3,37	3,30	3,30	3,18	2,55	1,84	1,18
Núcleo 20		3,23	3,42	3,36	3,25	3,31	2,97	2,55	2,28
IPC sin perecederos, ni combustibles ni servicios públicos		2,76	3,46	3,60	3,59	3,70	3,58	3,34	2,98
Inflación sin alimentos ni regulados		2,64	3,10	3,07	3,08	3,04	2,56	2,03	1,66
Promedio indicadores inflación básica		3,03	3,34	3,33	3,31	3,31	2,91	2,44	2,03

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

d/ Muebles del hogar, turismo, servicios de T. V. 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.

de la demanda y la existencia de importantes excesos de capacidad productiva. Estos factores no solo ejercen una influencia a la baja directa sobre los precios sino también una indirecta al amortiguar o compensar eventuales presiones alcistas, como la depreciación del tipo de cambio. Así, la depreciación en prin-

cipio no debería transmitir presiones alcistas importantes en lo que resta del año. Por otro lado, se seguirán presentando disminuciones de precios debidas a los alivios de impuestos indirectos y otras medidas, que en principio son de carácter transitorio y tendrían efectos bajistas de corta duración sobre la inflación

anual³⁴. En el momento en que estos alivios expiren pueden producirse aumentos en los precios y en la inflación. La magnitud de estos aumentos dependerá del estado de la demanda y del grado de apertura de los diferentes mercados. La baja inflación para lo que resta del año también obedece al comportamiento esperado para el precio de los alimentos, cuya variación anual deberá seguir cayendo toda vez que se espera un clima favorable y una demanda débil. De igual manera, los regulados cerrarían el año con un ajuste anual muy bajo o tal vez negativo, en especial gracias a la reducción ya señalada en el precio de los combustibles.

Debe advertirse que, en las circunstancias actuales, la medición de la inflación puede presentar sesgos importantes que dificultan su análisis y amplían la incertidumbre sobre su evolución futura. Una primera dificultad surge del cierre parcial o total de los mercados. Esta situación hace que para muchos bienes y servicios no se generen precios o que sea imposible o muy difícil su recolección. Una segunda dificultad tiene que ver con la fuerte recomposición ocurrida en el gasto de los consumidores, al haber aumentado significativamente la participación de las compras de alimentos y salud, y disminuido las del resto de bienes y servicios. Esto último no se vería reflejado en la estructura de ponderaciones fijas que tienen los índices de precios. En consecuencia, al igual que sucede en la mayoría de los países que están enfrentando las medidas de aislamiento, los sesgos en la medición de la inflación pueden ser importantes. A lo anterior se suma el carácter transitorio del grueso de los alivios de precios decretados por el Gobierno, que, además, enfrenta incertidumbre en su transmisión efectiva al IPC, tanto en la aplicación de estos como

en su reversión, debido a las dificultades en la medición y a las decisiones de los agentes.

3. Reservas internacionales

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

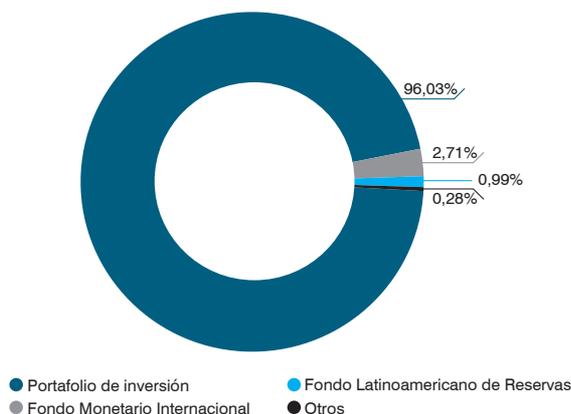
A junio de 2020 las reservas internacionales netas aumentaron USD 3.456,3 m frente al saldo registrado en diciembre de 2019 debido, principalmente, a la compra de reservas internacionales y a la rentabilidad positiva obtenida en lo corrido del año. Al 30 de junio las reservas internacionales

³⁴ Por el momento, los decretos relacionados con dichos alivios han contemplado su finalización en junio (para el caso de los alivios sobre los arriendos), julio (planes de celular y dos días sin IVA), agosto (fin de la emergencia sanitaria, productos de higiene), diciembre de 2020 (impoconsumo y turismo) y diciembre de 2021 (tiquetes aéreos).

netas totalizaron USD 56.623,5 m³⁵. El aumento en el período se explica principalmente por la compra de divisas por USD 2.000 millones y por el rendimiento de las reservas internacionales, que, al cierre de junio de 2020, excluyendo el componente cambiario, fue del 3,16% (USD 1.736,8 m). El factor más importante que explica el rendimiento de las reservas es la valorización de los bonos como resultado de la caída en las tasas de interés.

El principal componente de las reservas internacionales es el portafolio de inversión. Este portafolio corresponde a las inversiones en instrumentos financieros en el mercado internacional y al oro físico certificado (95,61% y 0,42% de las reservas, respectivamente). En el Gráfico 3.1 se presenta la composición de las reservas internacionales.

Gráfico 3.1
Composición de las reservas internacionales brutas (información al 30 de junio de 2020)



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

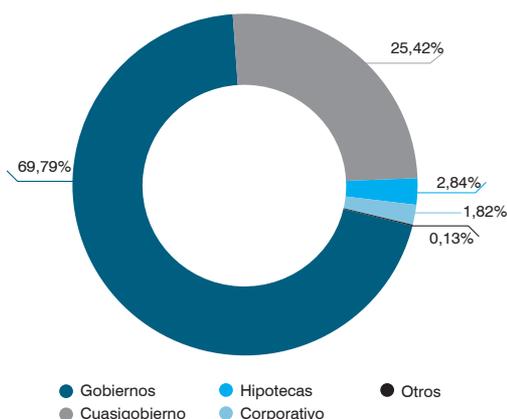
Fuente: Banco de la República.

³⁵ 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 56.629,16 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron USD 5,66 m.

3.1 Composición del portafolio de inversión³⁶

A junio de 2020 el portafolio de inversión estaba invertido principalmente en títulos emitidos por gobiernos y entidades relacionadas con gobiernos (cuasigobiernos). En el Gráfico 3.2 se observa la composición del portafolio de inversión a junio de 2020, cuando alrededor del 95,21% estaba invertido en emisiones de dichas entidades.

Gráfico 3.2
Composición del portafolio de inversión por sectores (información al 30 de junio de 2020)



Fuente: Banco de la República.

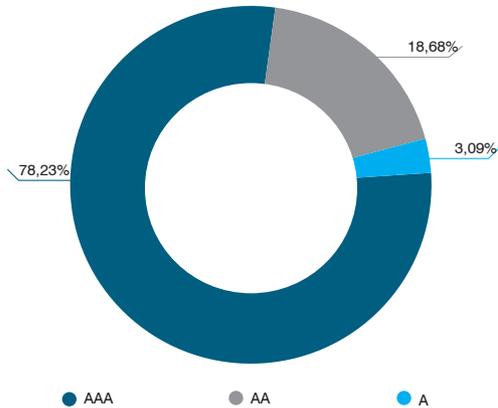
La composición del portafolio por calificación evidencia la alta calidad crediticia de los activos en que se invierte el portafolio. El Gráfico 3.3 muestra que el 78,23% del portafolio se encuentra invertido en instrumentos con calificación AAA y el 18,68% en AA. El Banco utiliza como referencia la menor calificación otorgada por al menos dos de las tres principales agencias calificadoras (S&P, Moody's y Fitch Ratings).

El portafolio de inversión está compuesto por monedas que se caracterizan por contar con altos volúmenes diarios de

³⁶ Los gráficos en esta sección se calculan sobre el monto del portafolio de inversión, excluyendo el oro.

Gráfico 3.3

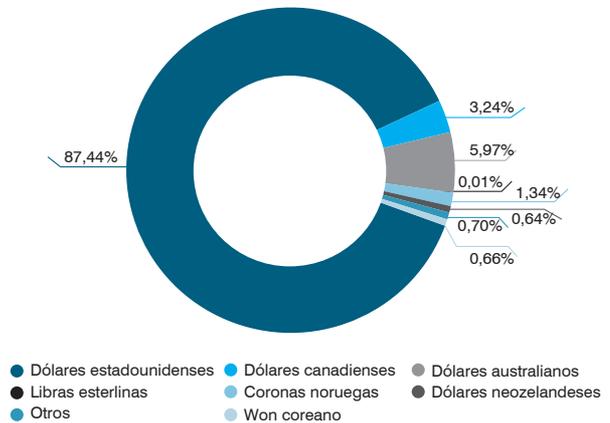
Distribución de las inversiones por calificación crediticia (información al 30 de junio de 2020)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 3.4

Composición cambiaria del portafolio de inversión (información al 30 de junio de 2020)



Fuente: Banco de la República.

negociación y pertenecer a países con altas calificaciones crediticias, siendo el dólar de los Estados Unidos la moneda con mayor participación. El Gráfico 3.4 muestra la composición cambiaria que tenía el portafolio de inversión al 30 de junio de 2020. El dólar de los Estados Unidos tiene la mayor participación en las reservas internacionales de Colombia, debido a que la mayor parte de las transacciones comerciales y financieras del país con el resto del mundo se realizan en esta moneda. También se permiten inversiones en las siguientes monedas: dólares canadiense, australiano y neozelandés; la corona sueca, la libra esterlina, el franco suizo, el euro, el yen, la corona noruega, el renminbi, el dólar hongkonés, el dólar singapurense y el won coreano³⁷.

3.2 Rentabilidad de las reservas

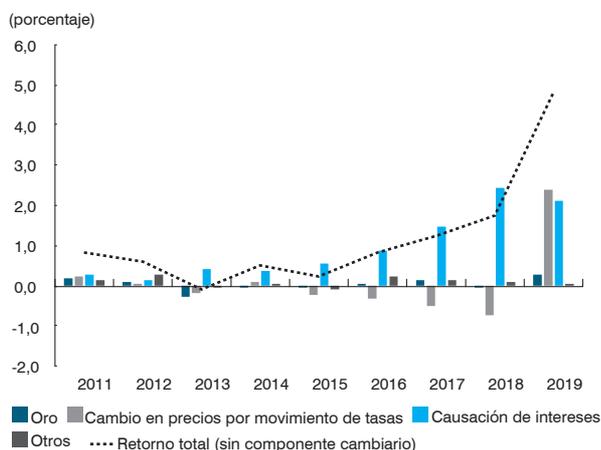
La rentabilidad de las reservas depende principalmente de dos factores: el de intereses y el

de valorización. El primero corresponde a los intereses recibidos de los instrumentos en los cuales se invierte, y el factor de valorización, al cambio en los precios de los títulos por movimientos en la tasa de interés. Este segundo factor se da porque existe una relación inversa entre el precio de los bonos y las tasas de interés, es decir, el precio de los bonos se reduce a medida que las tasas de interés aumentan y viceversa.

La tasa de rendimiento de las reservas se ha acelerado desde finales de 2018 como resultado de la valorización de los títulos ante la disminución de las tasas de interés de los principales países desarrollados. Como puede verse en el Gráfico 3.5, entre 2015 y 2018 se presentó un incremento gradual en la rentabilidad de las reservas internacionales. Esta tendencia se dio principalmente por el aumento progresivo de la tasa de interés de política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos, lo cual permitió que las inversiones recibieran intereses más elevados (factor intereses). No obstante, a partir de finales de 2018 la rentabilidad se ha incrementado de manera acelerada como resultado de la valorización de los títulos ante la disminución de las tasas de interés (factor valorización). Este movimiento de

³⁷ 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.

Gráfico 3.5
Rentabilidad histórica de las reservas internacionales
por componentes



Fuente: Banco de la República.

las tasas se dio después de que la Reserva Federal de los Estados Unidos cambiara en poco tiempo su política monetaria, pasando de un ciclo gradual de incremento de tasas de interés a un período intensivo de reducciones más grandes y frecuentes; inicialmente por la desaceleración económica global y las tensiones en el comercio internacional, y más recientemente por los efectos de la pandemia global.

En el primer semestre de 2020 la rentabilidad de las reservas fue alta (3,16%)³⁸ y es probable que se reduzca en lo que resta del año. Este alto rendimiento se explica principalmente por el factor de valorización después de que las tasas de interés en los principales mercados internacionales cayeran a niveles cercanos a cero como consecuencia de las medidas tomadas por los bancos centrales a raíz del Covid-19. En particular, la Reserva Federal, mediante su política monetaria, ha suministrado liquidez a los mercados financieros con reducciones en sus tasas de interés de re-

³⁸ Esta rentabilidad se obtiene al dividir la rentabilidad observada por el promedio del valor de las reservas netas el 31 de diciembre de 2019 y el 30 de junio de 2020. Desde 2015 se excluye el impacto del efecto cambiario en la rentabilidad de las reservas.

ferencia y su programa de compra de activos. Lo anterior como respuesta a la contracción económica, el aumento de la tasa de desempleo y el incremento de la incertidumbre generada por la evolución de la pandemia sobre el panorama de recuperación económica. En el futuro próximo se esperan menores rendimientos de las reservas internacionales teniendo en cuenta el bajo nivel de las tasas de interés al que se encuentran invertidos los activos del portafolio.

3.3 Medidas para fortalecer la liquidez internacional

3.3.1 Renovación de la línea de crédito flexible

El 1 de mayo de 2020 el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) aprobó la renovación de la línea de crédito flexible (LCF) por un monto de USD 10.800 millones (DEG 7.849,6 millones, equivalentes al 384% de la cuota de Colombia). Este nuevo acuerdo reemplaza el acuerdo anterior aprobado el 25 de mayo de 2018 por el 384% de la cuota, que equivalía en su fecha de aprobación a USD 11.400 millones (DEG 7.848 millones), y que vencía en mayo de 2020. Al igual que en el caso anterior, la línea fue solicitada con carácter precautorio, considerándola como una herramienta útil para afrontar situaciones críticas de balanza de pagos. Este nuevo acuerdo ayudará al país a gestionar los riesgos externos en un contexto de alta incertidumbre y elevada volatilidad, reforzando la confianza en los mercados y sirviendo de salvaguarda frente a los riesgos externos.

El Directorio Ejecutivo resaltó los sólidos marcos de política económica del país y las acciones oportunas que tomaron las autoridades para mitigar los efectos de la pandemia del Covid-19 y del descenso dramático de los precios del petróleo. De acuerdo con el informe publicado por el organismo, el régimen de inflación objetivo creíble bajo un marco de flexibilidad cambiaria, la adecuada supervisión y regulación del sector financiero, y una política fiscal responsable han permitido

al país suavizar el impacto de los choques externos. Además, el Directorio Ejecutivo señaló que las medidas tempranas adoptadas por las autoridades para mitigar la propagación de la pandemia tanto en el frente monetario como en el macroprudencial y fiscal serán de esencial apoyo para atravesar la crisis sanitaria.

La LCF es un instrumento del FMI al cual únicamente acceden países con marcos sólidos de política monetaria, fiscal y financiera; así como un historial favorable de desempeño económico. Este instrumento está diseñado para proveer una línea de crédito con un financiamiento amplio, anticipado y flexible. La LCF es un cupo de crédito que, a discreción del país, puede usarse por uno o dos años con una evaluación sobre el derecho de acceso al cabo del primer año³⁹. Esta línea no tiene un límite máximo establecido⁴⁰ y le permite al país tener acceso inmediato a los recursos del FMI. Adicionalmente, el monto puede ser incrementado durante la vigencia del acuerdo siempre que el país continúe cumpliendo con los criterios de calificación. La línea puede ser utilizada para manejar necesidades potenciales o actuales de financiamiento derivadas de cualquier problema de balanza de pagos. Si un país decide usar la línea, los recursos harían parte de la posición de liquidez internacional del país y el pago de los recursos tomados en préstamo se realizaría entre los 3¼ a 5 años de efectuado el desembolso⁴¹.

Esta línea de crédito es contingente, de acceso inmediato y de carácter no condicional. La LCF tiene tres características básicas: 1) es de carácter contingente, lo que significa que su propósito es cubrir la materialización de riesgos externos extremos; 2) el acceso a los recursos es inmediato, por lo cual están dis-

ponibles para los países que la hayan suscrito (actualmente México, Perú, Chile y Colombia cuentan con una LCF vigente), y 3) es un instrumento no condicional, lo cual significa que los países acceden a la línea por sus condiciones previas y que no existen compromisos al momento de usar el instrumento.

Colombia ha tenido acceso a esta línea desde su creación en 2009 y hasta el momento no ha necesitado utilizarla. El país ha dado a la línea un carácter precautorio, considerándola como una herramienta útil para fortalecer la capacidad de la economía para enfrentar choques externos. Además, un beneficio importante de la LCF es la señal que envía al mercado sobre el manejo prudente de la economía y su capacidad de reacción ante un evento de crisis, haciéndola menos vulnerable a ataques especulativos. Dada la naturaleza temporal del instrumento, se considera que su acceso depende de la evolución de las condiciones externas y de la vulnerabilidad del país a dichos choques. En ese sentido, las autoridades colombianas han manifestado que en la medida en que los riesgos disminuyan, la necesidad de acceder al instrumento debería reducirse en el futuro.

3.3.2 Acceso a facilidad de repos con la Reserva Federal y compra de reservas internacionales

El 20 de abril el Banco de la República obtuvo acceso a la facilidad de repos con la Reserva Federal (FIMA, por su sigla en inglés). En estas transacciones los titulares de cuentas FIMA (bancos centrales y otras autoridades monetarias internacionales con cuentas en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York) intercambian sus bonos del Tesoro de los Estados Unidos custodiados en la Reserva Federal por dólares estadounidenses, con el compromiso de volver a comprar los títulos al día siguiente, junto con intereses. El principal beneficio que tiene para el Banco de la República acceder a la facilidad FIMA es poder disponer de liquidez en dólares estadounidenses, sin tener que vender definitivamente los activos de los

³⁹ Modificación realizada el 30 de agosto de 2010. Antes la línea de crédito podía tener un plazo de seis meses o de un año con una revisión del derecho de acceso del país al cabo de los seis primeros meses.

⁴⁰ Inicialmente la LCF tenía un límite implícito de acceso de 1.000% de la cuota del país en el FMI.

⁴¹ Cada desembolso se reintegra en ocho cuotas trimestrales iguales a partir de los 3¼ años posteriores a la fecha de cada desembolso.

portafolios de las reservas internacionales, lo cual mitiga el riesgo de liquidez. El Banco de la República usaría esta facilidad solamente en caso de que, habiendo decidido vender dólares en el mercado de contado, el mercado de compra y venta de títulos del Tesoro presentara en ese momento una muy baja liquidez.

El Banco de la República aumentó las reservas internacionales mediante la compra directa de USD 2.000 m al Gobierno Nacional. Con el objetivo de aumentar las reservas internacionales y tomando en cuenta las monetizaciones de dólares previstas por el Gobierno Nacional, el Banco de la República compró USD 2.000 m mediante la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional del Ministerio de Hacienda y Crédito Público el 4 de mayo de 2020 a la TRM vigente ese día.

3.4 Indicadores de reservas

De acuerdo con el modelo de estimación de necesidades de liquidez en moneda extranjera ante un escenario adverso a un horizonte de un año, las reservas internacionales, junto con la recientemente renovada LCF, son superiores a los niveles requeridos. En junio de 2018 el Banco de la República estableció una nueva metodología para estimar las necesidades de liquidez de moneda extranjera ante un escenario adverso de la economía colombiana, en un horizonte de un año. Esta metodología sigue la misma línea que la razón de cobertura de liquidez (LCR, por su sigla en inglés) propuesta dentro del marco de supervisión de Basilea III para los bancos, la cual establece que los activos líquidos deben ser suficientes para cubrir las necesidades de liquidez dentro de un plazo predeterminado y teniendo en cuenta un escenario estresado⁴². Según la metodología, las reservas internacionales deben cubrir al menos la proyección del déficit en la cuenta corrien-

te más las amortizaciones de la deuda externa durante los próximos doce meses. A junio las reservas internacionales cubrieron estos rubros en su conjunto. Además, las reservas internacionales, junto con la LCF del FMI, cubren dichas necesidades de financiamiento externo y salidas factibles de capitales de residentes y no residentes.

Adicionalmente, indicadores complementarios para evaluar las reservas internacionales señalan niveles adecuados para el país. El FMI propone una métrica de nivel adecuado de reservas que intenta cubrir los principales riesgos sobre la balanza de pagos observando variables macroeconómicas⁴³ en períodos de presión en el mercado cambiario. La metodología del FMI propone cubrir un porcentaje fijo de cada variable que es igual para todas las economías con tipo de cambio flexible. Este indicador se usa con fines informativos porque en el caso colombiano tiene la debilidad de tratar de estimar salidas de flujos durante períodos de crisis en un lapso en el cual no se han experimentado crisis⁴⁴. Una métrica alternativa⁴⁵ adapta los porcentajes a las características propias de la economía colombiana e incluye las remesas para capturar el impacto de un colapso de la demanda externa. El FMI sugiere que una economía mantiene un nivel de reservas adecuado si la razón se ubica en el intervalo de 1,0 a 1,5 o superior. Según estas métricas, Colombia mantiene un nivel de reservas adecuado.

⁴³ El primer riesgo está asociado a una pérdida de acceso al financiamiento externo y es capturado por la deuda de corto plazo. El segundo, está asociado a una pérdida de confianza en la moneda local y es capturado por un agregado monetario (M2). El tercero se asocia a una reversión de los flujos de capital que financian el déficit en la cuenta corriente y es capturado por los pasivos de portafolio de la posición de inversión internacional. Por último, se incorpora el volumen de exportaciones para capturar un posible colapso de la demanda externa. FMI (2015). "Assessing Reserve Adequacy: Specific Proposals".

⁴⁴ La estimación para Colombia toma datos desde que empezó el régimen de flotación cambiaria.

⁴⁵ Gómez y Rojas (2013). "Assessing Reserve Adequacy: The Colombian Case", Borradores de Economía, núm. 781, Banco de la República.

⁴² Para más información sobre la metodología, véase el sombreado "Nueva metodología para determinar el nivel adecuado de reservas internacionales" del Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República de marzo de 2019.

4. Situación financiera del Banco de la República

En el primer semestre de 2020 se presentó una conjunción excepcional de circunstancias favorables para la utilidad del Banco, similar a la observada en 2019, y que difícilmente se repetirán simultáneamente en el futuro. Lo anterior resultó en una utilidad del Banco que ascendió a COP 6.934 mm en el primer semestre de 2020, explicada por el rendimiento de las reservas internacionales, producto de la valorización del portafolio de inversiones y del oro. Además, el crecimiento de la demanda de dinero incrementó los ingresos por operaciones de regulación monetaria.

Adicionalmente, la JDBR adoptó medidas excepcionales para enfrentar la pandemia del Covid-19, las cuales fueron un factor determinante en el crecimiento y en la composición de los activos a junio de 2020, frente a diciembre de 2019 (25,6%).

4.1 Estado de situación financiera del Banco de la República (balance general)⁴⁶

En lo corrido del año al cierre de junio, el balance del Banco se expandió de forma sig-

⁴⁶ En esta sección se muestran las partidas según criterio económico, mas no contable. Frente a los estados financieros presentados a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la Contaduría General de la Nación, las diferencias son: primero, los activos descuentan el valor de los pasivos asociados con operaciones de compra de portafolio de reservas internacionales sobre las cuales aún no se ha efectuado el pago (en los estados financieros del Banco esto se registra como un mayor valor del activo y como una exigibilidad de reservas internacionales en el pasivo); segundo, en los activos y pasivos de esta sección se incluye la moneda metálica en circulación, la cual no forma parte de la información contable del balance general del Banco, y tercero, otras reclasificaciones de cuentas de menor valor. En este sentido, los valores del activo y del pasivo presentados en este informe (COP 267.621 mm y COP 166.754 mm, respectivamente) difieren de los registrados en los estados financieros al 30 de junio de 2020 (COP 288.924 mm y COP 188.057 mm, respectivamente).

nificativa, en gran parte como resultado de las medidas implementadas para enfrentar los efectos de la pandemia del Covid-19. Al cierre de junio de 2020 los activos del Banco registraron un saldo de COP 267.621 mm, superior en COP 55.205 mm (26,0%) al observado en diciembre de 2019 (Cuadro 4.1). Lo anterior es el reflejo de las acciones de la JDBR encaminadas a estabilizar mercados claves como el cambiario y los de títulos de deuda pública y privada.

El aumento del activo se explica, principalmente, por el incremento de las reservas internacionales y del portafolio de inversiones en moneda nacional (TES y títulos de deuda privada). El saldo en pesos de las reservas internacionales brutas aumentó en COP 38.458 mm, producto de la variación positiva por ajuste de cambio originada en la depreciación del peso frente a las monedas de reserva (COP 24.272 mm), de la compra de divisas al Gobierno Nacional realizada en mayo⁴⁷ (USD 2.000 m, equivalentes a COP 7.865 mm) y del rendimiento de las reservas internacionales (COP 6.083 mm). Para el portafolio de inversiones en moneda nacional el incremento fue de COP 13.083 mm, explicado principalmente por las compras de títulos de deuda privada y deuda pública realizadas por el Banco como parte de las medidas que tomó para enfrentar los efectos negativos de la pandemia⁴⁸. Desde marzo, el Banco adquirió en total bonos y CDT emitidos por establecimientos de crédito por COP 8.717 mm en valor nominal (de los cuales a junio se habían vencido COP 1.030 mm) y TES por COP 2.836 mm⁴⁹. Además de lo anterior, el saldo de las operaciones de liquidez transitoria (repos de expansión) fue superior en COP 2.875 mm al observado al cierre de diciembre de 2019.

⁴⁷ Véase <https://www.banrep.gov.co/es/banco-republica-aumenta-las-reservas-internacionales-mediante-compra-directa-usd-2000-millones#gsc.tab=0>

⁴⁸ Véase sección 2.2 de este Informe.

⁴⁹ Entre enero y febrero había adquirido TES por COP 2.000 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, 2019		Junio, 2020		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	212.416	100,0	267.621	100,0	55.205	26,0
Reservas internacionales brutas	174.257	82,0	212.715	79,5	38.458	22,1
Aportes en organismos y entidades internacionales	9.349	4,4	10.291	3,8	942	10,1
Inversiones	15.221	7,2	28.304	10,6	13.083	86,0
TES	15.221	7,2	20.540	7,7	5.319	34,9
Títulos de deuda privada	0	(7.764	2,9	7.764	0,0
Pactos de reventa: apoyos transitorios de liquidez	8.600	4,0	11.475	4,3	2.875	33,4
Otros activos netos	4.988	2,3	4.835	1,8	(153)	(3,1)
Pasivo y patrimonio	212.416	100,0	267.621	100,0	55.205	26,0
Pasivo	135.888	64,0	166.754	62,3	30.866	22,7
Pasivos en M/E que afectan reservas internacionales	19	0,0	21	0,0	2	11,7
Base monetaria	112.454	52,9	114.940	42,9	2.486	2,2
Efectivo	75.101	35,4	81.705	30,5	6.604	8,8
Reserva	37.352	17,6	33.235	12,4	(4.118)	(11,0)
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	55	0,0	2.784	1,0	2.729	4.963,1
Otros depósitos	120	0,1	134	0,1	14	11,8
Gobierno Nacional (Dirección del Tesoro Nacional M/N)	12.200	5,7	36.652	13,7	24.452	200,4
Obligaciones con organismos internacionales	11.041	5,2	12.224	4,6	1.183	10,7
Otros	0	-	0	-	0	0,0
Patrimonio total	76.528	36,0	100.867	37,7	24.339	31,8
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Superávit	70.149	33,0	94.436	35,3	24.287	34,6
Liquidación CEC	521	0,2	521	0,2	0	0,0
Ajuste de cambio	69.315	32,6	93.587	35,0	24.272	35,0
Inversión en activos para actividad cultural y donaciones	313	0,1	329	0,1	15	4,9
Otros resultados integrales	(343)	(0,2)	(212)	(0,1)	130	(38,0)
Resultados	7.149	3,4	6.934	2,6	(215)	(3,0)
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0	-	0	-	0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	7.149	3,4	6.934	2,6	(215)	(3,0)
Resultados acumulados - efecto cambio en políticas contables	(347)	(0,2)	(242)	(0,1)	105	(30,2)
Resultados acumulados proceso de convergencia a NIIF	(92)	(0,0)	(61)	(0,0)	31	(33,3)

Fuente: Banco de la República.

El pasivo se incrementó principalmente por los depósitos en pesos del Gobierno Nacional en el Banco. Al 30 de junio de 2020 los pasivos ascendieron a COP 166.754 mm, superiores en COP 30.866 mm (22,7%) a los registrados al finalizar 2019. Los depósitos en pesos del Gobierno Nacional⁵⁰ en el Banco aumentaron COP 24.452 mm, de los cuales COP 6.998 mm corresponden al traslado de las utilidades del Banco de la vigencia 2019 y COP 7.865 mm a la compra de USD 2.000 m que realizó el Banco al Gobierno en mayo. Además, en el pasivo se incrementaron los depósitos remunerados no constitutivos de encaje (COP 2.729 mm) y la base monetaria (COP 2.486 mm).

El patrimonio aumentó principalmente por la cuenta de ajuste en cambio. Al cierre de junio de 2020 el patrimonio tuvo un saldo de COP 100.867 mm, mayor en COP 24.339 mm (31,8%) con respecto a la cifra de diciembre de 2019. Esto se explica principalmente por el aumento de la cuenta de ajuste de cambio (COP 24.272 mm), que fue la contrapartida del aumento del saldo en pesos de las reservas internacionales brutas mencionado anteriormente. El resultado del ejercicio al cierre de junio de 2020 fue de COP 6.934 mm.

4.2 Estado de resultados (PyG)

4.2.1 Cierre a junio de 2020

Durante el primer semestre de 2020, la utilidad del Banco de la República ascendió a COP 6.934 mm, producto de ingresos por COP 8.194 mm y egresos por COP 1.260 mm (Cuadro 4.2). Frente a lo observado en el período enero-junio de 2019, se presentaron aumentos anuales de los ingresos de COP 2.236 mm (37,5%) y de los egresos de COP 175 mm (16,1%).

Los ingresos observados durante 2020 se explican principalmente por el rendimiento de las reservas internacionales, el rendimiento de los títulos en moneda nacional en poder del Banco (TES y deuda privada) y la utilidad en las operaciones de regulación cambiaria. El rendimiento de las reservas internacionales ascendió a COP 6.083 mm⁵¹, superior en COP 907 mm al resultado observado en el primer semestre de 2019. Lo anterior fue producto de la caída de las tasas de interés de los bonos del Gobierno de los Estados Unidos durante lo corrido del año, lo que ocasionó una valorización de los activos que componen el portafolio de reservas internacionales, y del aumento en el precio internacional del oro (Cuadro 4.3 y Gráfico 4.1). Por su parte, el rendimiento de los títulos en moneda nacional en poder del Banco fue de COP 808 mm (COP 573 mm por TES y COP 234 mm por títulos de deuda privada), mayor en COP 498 mm frente al obtenido en el período enero-junio de 2019. En el caso de los ingresos por TES, en el primer semestre de 2020 su valor fue superior en COP 264 mm frente al observado un año atrás, producto de un mayor saldo promedio de estos títulos en poder del Banco por las compras realizadas durante el último año. En el caso de los ingresos por títulos de deuda privada, el valor por COP 234 mm fue el resultado de las compras de estos títulos por parte del Banco, la cual se realizó por primera vez en 2020. La utilidad por operaciones de regulación cambiaria ascendió a COP 726 mm, como resultado de diferenciales de tasas de cambio de algunos contratos *forward* (NDF) a favor del Banco (COP 712 mm)⁵² y de operaciones *swaps* realizadas en marzo que ya vencieron en mayo pasado (COP 14 mm).

⁵¹ Dentro de este rendimiento se destaca la valoración por cambios en precio por COP 4.029 mm, de lo cual COP 2.978 mm corresponden a rendimientos realizados.

⁵² De este valor, COP 711 mm corresponden a utilidades sobre contratos NDF que ya vencieron al corte de junio de 2020. En particular la TRM para la liquidación de estos contratos fue inferior a la tasa de cambio pactada en ellos.

⁵⁰ Estos depósitos son constituidos mediante la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional en el Banco de la República. Incluyen los depósitos remunerados y otros depósitos, como la cuenta cajero.

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

	Observado a junio		Variaciones anuales	
	2019	2020	Absoluta	Porcentual
I. Total ingresos (A + B + C)	5.958	8.194	2.236	37,5
A. Ingresos monetarios	5.784	8.040	2.256	39,0
1. Intereses y rendimientos	5.769	7.772	2.003	34,7
Reservas internacionales	5.175	6.083	907	17,5
Operaciones de otros títulos deuda pública o privada	0	234	234	n. a.
Portafolio de inversión de regulación monetaria (TES)	309	573	264	85,4
Operaciones activas de regulación monetaria (repos)	284	156	(128)	(45,1)
Operaciones de regulación cambiaria	0	726	726	n. a.
2. Diferencias en cambio	6	268	262	4.517,0
3. Otros ingresos monetarios	9	0	(9)	(98,9)
B. Moneda metálica emitida	62	44	(18)	(28,7)
C. Ingresos corporativos	112	110	(2)	(1,8)
II. Total gastos (A + B + C + D)	1.085	1.260	175	16,1
A. Gastos monetarios	697	840	143	20,5
1. Intereses y rendimientos	608	753	144	23,7
Depósitos remunerados al Gobierno Nacional	606	449	(158)	(26,0)
Depósitos de operaciones pasivas de regulación monetaria	2	55	53	2.236,8
Operaciones de regulación cambiaria	0	249	249	n. a.
2. Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior	15	22	7	42,4
3. Comisión de compromiso de crédito flexible con el FMI	41	49	7	17,4
4. Diferencias en cambio	31	16	(16)	(50,0)
5. Otros gastos monetarios	0	0	0	17,9
B. Billetes y monedas	78	85	7	9,4
C. Gastos corporativos	310	335	25	8,1
1. Gastos de personal	205	215	10	5,1
2. Gastos generales	56	56	(0)	(0,7)
3. Otros corporativos	49	64	15	30,2
Disponibilidad presupuestal flexible	0	0	0	n. a.
D. Gastos pensionados	0	0	0	n. a.
III. Resultado del ejercicio (I - II)	4.873	6.934	2.061	42,3

n. a.: no aplica.

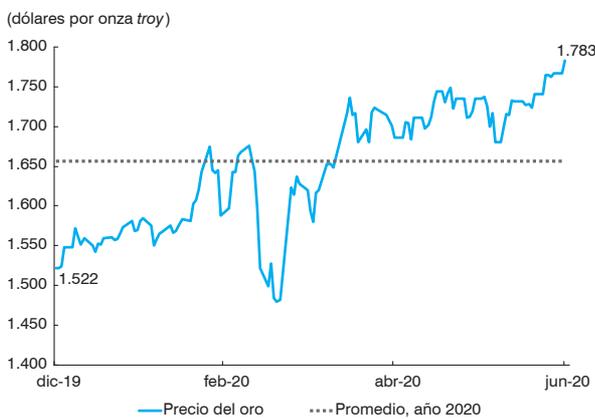
Fuente: Banco de la República.

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

	Observado a junio	
	2019	2020
Rendimientos	5.175	6.083
Portafolio de inversión	4.867	5.667
Causación de intereses	1.464	1.638
Valoración a precios de mercado	3.403	4.029
Oro	253	360
Organismos y entidades internacionales	56	55

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 4.1
Precio internacional del oro



Fuente: Bloomberg.

Por su parte, los egresos se explican principalmente por la remuneración de los depósitos del Gobierno Nacional. La remuneración de los depósitos del Gobierno Nacional fue de COP 449 mm durante el primer semestre de 2020, inferior en COP 158 mm al valor registrado en igual período de 2019, como resultado de un menor saldo promedio y de una menor tasa de remuneración. En cuanto a los egresos corporativos, estos ascendieron a COP 335 mm, con un incre-

mento anual de COP 25 mm (8,1%, equivalente a 4,4% en términos reales), de los cuales: 1) los gastos de personal, COP 215 mm, aumentaron 5,1% anual (1,5% real); 2) los gastos generales, COP 56 mm, registraron una variación anual de -0,7% (-4,1% real), y 3) los otros gastos corporativos, COP 64 mm, presentaron un incremento anual de 30,2% (25,7% en términos reales). La reducción en los gastos generales obedeció, principalmente, a la disminución de egresos relacionados con la actividad cultural y de divulgación del Banco, de encuestas y estudios especiales, y de mantenimientos, reparaciones y adecuaciones, debido a la emergencia generada por el Covid-19 que ha resultado en una menor ejecución por estos conceptos⁵³. El crecimiento del rubro “otros gastos corporativos” obedeció principalmente a la donación de la Casa Bolívar en la ciudad de Cartagena al Ministerio de Cultura, a la administración del Fondo de Ahorro y Estabilización (Fideicomiso FAE)⁵⁴ y al mayor gasto por concepto de contribuciones y afiliaciones⁵⁵. Por otra parte, las pérdidas en la valoración de algunos contratos *forward* (NDF), que presentaron diferenciales de tasas con resultados negativos para el Banco, junto con el componente *forward* de las operaciones *swaps* realizadas en marzo pasado, ascendieron a COP 249 mm (COP 136 mm y COP 113 mm, respectivamente).

⁵³ En el caso de la actividad cultural, la prestación de servicios ha continuado vía medios digitales.

⁵⁴ El aumento de este concepto obedeció a que en 2020 se tuvo la operación de los contratos de cuatro portafolios en administración, mientras que en el primer semestre de 2019 el inicio de estos contratos se realizó gradualmente. Además, este gasto se vio afectado por el mayor valor de la tasa de cambio del primer semestre de 2020 frente al mismo período de 2019.

⁵⁵ Principalmente a la Superintendencia Financiera de Colombia, como resultado del aumento de los activos diferentes de reservas internacionales.

4.2.2 Proyección para 2020

Para 2020 se proyecta una utilidad de COP 7.089 mm, similar al resultado registrado en 2019⁵⁶ (Cuadro 4.4). Esto sería producto de ingresos que se estiman en COP 9.381 mm y de egresos de COP 2.292 mm.

Al igual que en el cierre del mes de junio de 2020, se prevé que los principales componentes de los ingresos sean el rendimiento de las reservas internacionales, el rendimiento de los títulos en moneda nacional en poder del Banco (TES y deuda privada) y la utilidad por las operaciones de regulación cambiaria. Se proyectan rendimientos de reservas internacionales por COP 6.245 mm, resultado principalmente de la valoración de las reservas internacionales por cambio en precios, producto de la caída de las tasas de interés de los bonos en los que se encuentra invertido el portafolio de reservas, y del aumento en el precio internacional del oro⁵⁷. Los ingresos por intereses de títulos en moneda nacional en poder del Banco se estiman en COP 1.472 mm (COP 1.141 mm en TES y COP 331 mm en títulos de deuda privada), superiores a los observados en 2019 como resultado de las compras realizadas por parte del Banco. La utilidad de las operaciones de regulación cambiaria se proyecta en COP 759 mm

que, como se mencionó, la mayor parte corresponde a operaciones vencidas al cierre de junio de 2020.

Se estima que los principales componentes de los egresos sean la remuneración de los depósitos del Gobierno y los gastos corporativos. La remuneración de los depósitos del gobierno se proyecta en COP 815 mm, inferior en COP 414 mm frente a la observada en 2019, como resultado tanto del menor saldo promedio como de la menor tasa de interés de remuneración. Los costos por emisión y puesta en circulación de especies monetarias se proyectan en COP 251 mm⁵⁸ y los gastos corporativos en COP 725 mm, con incrementos anuales de 7,6% y de 12,7%, respectivamente. El incremento de este último rubro obedece principalmente a “otros gastos corporativos”, por las mismas razones descritas para el comportamiento del primer semestre de 2020. En el caso de las operaciones de regulación cambiaria, se estiman pérdidas por COP 230 mm, producto principalmente del resultado ya realizado en algunos contratos NDF que arrojaron diferenciales de tasa con resultados negativos para el Banco y del componente *forward* de las operaciones *swaps* realizadas en marzo pasado, cuyo resultado registró una pérdida por COP 113 mm. ☺

⁵⁶ La utilidad de 2019 ascendió a COP 7.149 mm. El valor de la utilidad en el presupuesto aprobado para 2020 fue COP 1.300 mm.

⁵⁷ La proyección supone que el precio internacional del oro al cierre de diciembre de 2020 es igual al observado a finales de junio del mismo año.

⁵⁸ Incluye los gastos de distribución y divulgación.

Cuadro 4.4
Proyección del estado de resultados del Banco de la República, 2020
(miles de millones de pesos)

	Observado 2019	Proyección 2020	Variaciones anuales	
			Absolutas	Porcentuales
I. Total ingresos (A + B + C)	9.447	9.381	(66)	(0,7)
A. Ingresos monetarios	8.975	8.937	(38)	(0,4)
1. Intereses y rendimientos	8.926	8.697	(230)	(2,6)
Reservas internacionales	7.638	6.245	(1.393)	(18,2)
Portafolio de inversión de regulación monetaria (TES)	756	1.141	385	51,0
Operaciones de otros títulos deuda pública o privada	0	331	331	n. a.
Operaciones activas de regulación monetaria (repos)	533	221	(312)	(58,5)
Operaciones de regulación cambiaria	0	759	759	n. a.
2. Diferencias en cambio	35	240	205	592,6
3. Otros ingresos monetarios	14	0	(14)	(99,3)
B. Moneda metálica emitida	221	227	6	2,5
C. Ingresos corporativos	251	218	(34)	(13,4)
1. Comisiones: servicios bancarios y negocios fiduciarios	190	201	11	5,7
2. Otros ingresos corporativos	62	17	(45)	(72,3)
II. Total gastos (A + B + C + D)	2.299	2.292	(6)	(0,3)
A. Gastos monetarios	1.421	1.306	(115)	(8,1)
1. Intereses y rendimientos	1.235	1.118	(117)	(9,4)
Depósitos remunerados al Gobierno Nacional	1.229	815	(414)	(33,7)
Depósitos operaciones pasivas de regulación monetaria	6	73	68	1.196,5
Operaciones de regulación cambiaria	0	230	230	n. a.
2. Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior	39	44	5	13,8
3. Comisión de compromiso de crédito flexible con el FMI	88	103	15	16,8
4. Diferencias en cambio	13	20	7	53,8
5. Otros gastos monetarios	47	22	(25)	(53,5)
B. Billetes y monedas	233	251	18	7,6
C. Gastos corporativos	644	725	81	12,7
1. Gastos de personal	416	447	30	7,3
2. Gastos generales	122	145	23	18,6
3. Otros corporativos	105	130	25	23,5
4. Disponibilidad presupuestal flexible	0	4	4	n. a.
D. Gastos de pensionados	1	10	9	918,5
III. Resultado del ejercicio (I - II)	7.149	7.089	(60)	(0,8)

n. a.: no aplica.

Fuente: Banco de la República.

Sombreado 1 Base monetaria y M3

El choque de preferencia por liquidez y las medidas que tomó la JDBR para suministrar liquidez a la economía se reflejaron en el comportamiento de los agregados monetarios en el primer semestre del año, y más específicamente a partir de marzo. Al cierre de junio la base monetaria se ubicó en COP 114.940 mm, con un crecimiento anual del 20,4% (17,8% real), muy por encima del registrado en los primeros dos meses del año¹. En niveles, la base monetaria tuvo un incremento de COP 13.334 mm entre el cierre de febrero, antes del inicio de la crisis financiera, y el cierre de junio².

Desde el punto de vista de la oferta, las medidas que tomó el Banco para suministrar liquidez a la economía constituyen la principal fuente de expansión de la base monetaria. Entre marzo y junio las compras de títulos privados y públicos³ generaron un aumento de este agregado monetario por COP 11.504 mm, y las compras de divisas al Gobierno implicaron mayores disponibilidades por COP 7.865 mm, que impactarán la base monetaria en la medida en que el Gobierno realice pagos. Además de esto, en marzo el Banco entregó al Gobierno las utilidades de la vigencia 2019 por COP 6.998 mm, los cuales también se irrigarán al público en el momento en que el Gobierno haga sus pagos en pesos. Las operaciones de liquidez, al cierre de junio, fueron superiores a las registradas en febrero en COP 8.368 mm. Por el contrario, el principal factor contraccionista fue el incremento de los depósitos del Gobierno en el Banco por COP 13.705 mm, de los cuales, como se mencionó, COP 14.863 mm se explican por la venta de divisas al Banco y los recursos de

las utilidades de la vigencia de 2019, por lo cual directamente no implicaron una menor disponibilidad de recursos en la economía (Gráfico S1.1).

Desde el punto de vista de la demanda, tanto el efectivo en poder del público como la reserva bancaria se aceleraron de forma significativa a partir de marzo. En el caso del efectivo, su crecimiento alcanzó el 33,4% (30,5% en términos reales) al cierre de junio, el máximo de los últimos veinte años. Para la reserva bancaria, el súbito aumento de los depósitos a la vista, cuyo coeficiente de encaje es mayor que el de los depósitos a plazo, implicó, inicialmente un incremento considerable en la reserva requerida. Además, en los momentos de mayor volatilidad de los mercados, los establecimientos de crédito incrementaron su exceso de reserva (o reserva voluntaria). La reducción en los coeficientes de encaje que estableció la JDBR el 14 de abril⁴, y que tenían efecto sobre las disponibilidades desde mitad de mayo, compensaron en buena medida estos efectos, al generar una disminución de cerca del 30% en la reserva requerida. Además, poco a poco se ha reducido el sobreencaje. Con esto, a partir de mediados de mayo el crecimiento de la reserva bancaria bajó notablemente (Gráfico S1.2).

El fuerte aumento del efectivo en poder del público, junto con el incremento significativo que registraron los depósitos en los establecimientos de crédito a partir de marzo, se reflejaron en el M3. Este agregado se aceleró de forma sustancial y a finales de junio mostró una variación anual de 17,6% (15,1% en términos reales) (Gráfico S1.3).

¹ Al cierre de enero el crecimiento anual fue del 13,4% (9,4% real) y al cierre de febrero del 13,7% (9,6% real).

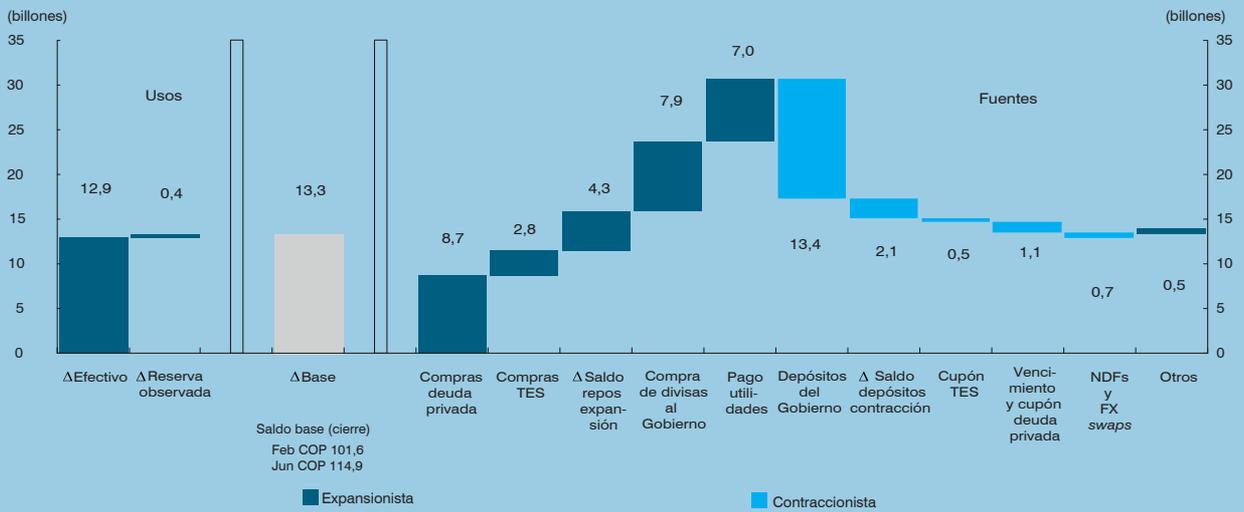
² Frente al cierre de diciembre de 2019, la base monetaria aumentó COP 2.486 (COP 6.604 mm el efectivo y disminuyó COP 4.118 mm la reserva bancaria).

³ Entre enero y febrero, además, el Banco había realizado compras de TES por COP 2.000 mm.

⁴ Véase <https://www.banrep.gov.co/es/banco-republica-inyecta-liquidez-permanente-economia-mediante-reduccion-del-encaje-y-refuerza-su>

Gráfico S1.1

Variación de la base monetaria por usos y por fuentes (30 de junio de 2020 vs. 29 de febrero de 2020)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico S1.2

Base monetaria y sus componentes
(variación porcentual anual, promedio móvil de 8 semanas)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico S1.3

M3 y sus componentes
(variación porcentual anual)



Fuente: Banco de la República.

Sombreado 2

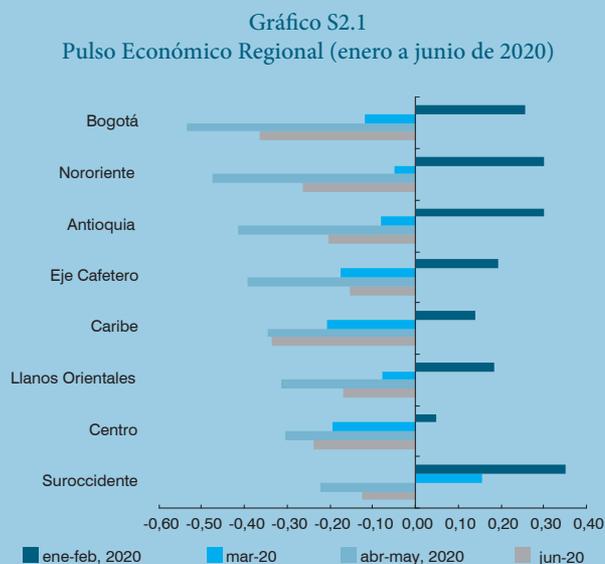
Pulso Económico Regional: enero a junio de 2020

El presente análisis de la economía regional durante el período enero-junio de 2020 se realiza con la información del Pulso Económico Regional del Banco de la República, el cual se construye para ocho regiones de Colombia que agrupan diferentes departamentos del país¹. El indicador se elabora a partir de sondeos mensuales que se realizan a empresarios y directivos sobre las percepciones de los resultados de su actividad económica en el comparativo anual, y de información estadística disponible. El Pulso Económico Regional, además, recopila las principales explicaciones a los comportamientos descritos por las mismas fuentes del sondeo, los cuales fueron fundamentales para este análisis de la coyuntura actual.

La actividad económica de todas las regiones de seguimiento en Colombia mostró un buen arranque en el primer bimestre del año, impulsado por la demanda interna (Gráfico S2.1). Durante enero y febrero su crecimiento estuvo jalonado inicialmente por el desempeño de la agrupación de comercio. Antioquia, Suroccidente y Bogotá mostraron los mejores resultados del sector, reflejo de una demanda interna creciente, con rubros como alimentos, línea electrodigital y vehículos, entre los más favorecidos. Asimismo, la actividad hotelera exhibió buenos resultados en todas las regiones, especialmente en Antioquia, con uno de los mejores panoramas históricos ante el reconocimiento de Medellín como destino turístico nacional e internacional. Cabe

¹ Regiones: Antioquia, Suroccidente (Valle del Cauca, Cauca, Nariño), Caribe (Bolívar, Atlántico, Córdoba, Cesar, Magdalena, La Guajira, Sucre y San Andrés), Nororiente (Santander, Norte de Santander, Boyacá), Eje Cafetero (Caldas, Quindío, Risaralda), Centro (Tolima, Huila, Caquetá), Llanos Orientales (Meta, Casanare), Bogotá (Bogotá, Cundinamarca). El seguimiento a la actividad económica de la región Bogotá inició en 2019, y se encuentra en proceso de fortalecimiento.

Para consultar información metodológica véase el Recuadro 2 del *Informe al Congreso* de julio de 2019, disponible en el siguiente vínculo: <http://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/9732/informe-congreso-julio-2019.pdf?sequence=8>.



Nota: niveles del pulso por encima de cero significan un crecimiento anual y niveles por debajo de cero significan una caída (no corresponden a variaciones porcentuales). El seguimiento a la actividad económica de la región Bogotá inició en 2019 y se encuentra en proceso de fortalecimiento.

Fuente: Banco de la República.

resaltar la expansión del comercio en la región Nororiente, a pesar de haber tenido un período de comparación alto en febrero de 2019, cuando se realizó el concierto Aid Live Venezuela, que incrementó el consumo y la llegada de turistas. En otras regiones el buen resultado de este sector se dio en un entorno de apertura de nuevos establecimientos y estrategias comerciales de descuentos y promociones.

En este primer bimestre la buena dinámica de las regiones también se fundamentó en el resultado de la industria y el sector agropecuario, excepto en los Llanos Orientales, donde cayó el primer sector, y en la región Centro, donde se contrajo el segundo. En cinco de las ocho regiones el incremento de la producción manufacturera estuvo impulsado por la elaboración de alimentos y bebidas ante una demanda interna en aumento, destacándose especialmente en el Suroccidente y Nororiente. Adicionalmente,

sobresalió la fabricación de farmacéuticos en el Suroccidente y la incursión en nuevos mercados en Nororiente, posicionando a estas dos regiones como las de mayor crecimiento en la industria durante el primer bimestre. Le siguieron Antioquia, con incrementos en la fabricación de químicos, papel y cartón, y el Eje Cafetero, en metalmecánica y fabricación de equipo de transporte y maquinaria. En cuanto a los Llanos Orientales, la caída de su industria se relacionó con la escasez de materias primas para la elaboración de biodiésel y aceite vegetal, y las menores ventas de la molinería de arroz.

Distinto a lo sucedido en la industria, los Llanos Orientales mostraron el mejor resultado del sector agropecuario durante el primer bimestre, debido a una mayor área sembrada en meses anteriores, promovida por buenos precios y también por la alta demanda en el rubro pecuario, subsector que igualmente se destacó en Nororiente y el Eje Cafetero. Otros territorios con favorable dinámica del sector agropecuario fueron Suroccidente y Antioquia, apalancados por la demanda externa de azúcar, y de banano y flores, respectivamente. Por el contrario, la región Centro inició el año con disminución en el sector agropecuario, debido a la menor producción de café, afectada por el verano en la floración y calidad del grano; aunado al anticipo del período de recolección que se realizó a finales de 2019 ante los buenos precios del momento. En otras regiones cafeteras, como Nororiente, Suroccidente, Antioquia y el Eje Cafetero, también se redujo la producción de café, lo que aminoró el crecimiento del subsector agrícola.

En contraste con lo anterior, el desempeño favorable de principio de año se interrumpió en marzo en todas las regiones, al presentar un descenso anual en la mayoría de ellas, así como una desaceleración importante en el crecimiento del Suroccidente (Gráfico S2.1). La contracción general se dio por la suspensión de actividades en la mayoría de los sectores económicos, ocasionada por la llegada de la pandemia del coronavirus y las correspondientes medidas gubernamentales de confinamiento de la población implementadas a mediados de marzo. En todas las regiones el sector de mayor impacto

por su rápida y pronunciada caída fue transporte, como consecuencia de las restricciones implementadas en la movilidad terrestre y aérea. Así, los Llanos Orientales, Nororiente, Centro y el Caribe, que presentaron un resultado modesto del sector al inicio del año, cerraron el primer trimestre con los mayores efectos negativos en el transporte.

De manera similar, en la mayoría de los territorios la pandemia afectó la comercialización de vehículos y la actividad hotelera, que presentaron resultados negativos en marzo. El comercio interno también cayó en tres de las ocho regiones: Caribe, Eje Cafetero y Llanos Orientales, a pesar de las mayores ventas en alimentos de gran consumo, farmacéuticos, y artículos de aseo y de bioseguridad, motivadas por el aprovisionamiento de los hogares en el inicio de la cuarentena. En las demás regiones el mejor comportamiento en estos rubros les permitió registrar un crecimiento anual, aunque con menor ritmo.

Por su parte, dos de las regiones industriales, Suroccidente y el Caribe, adicional a los Llanos Orientales, reportaron resultados positivos para la producción industrial en marzo; en las demás regiones el efecto negativo de los cierres totales o parciales de las plantas fue más fuerte que el aumento en la producción de bienes básicos. En particular, lo que jalonó la dinámica de la manufactura del Suroccidente fue una demanda creciente de alimentos y bebidas, productos de aseo personal y del hogar, farmacéuticos y agroinsumos. En el Caribe sobresalió la fabricación de químicos y, en los Llanos Orientales la molinería de arroz.

Por otro lado, las dificultades de movilidad para la población y el transporte de carga por la emergencia sanitaria propiciaron en el mes un efecto negativo en el sector agropecuario para seis de las ocho regiones, excepto Suroccidente y Nororiente. En el componente agrícola influyó esencialmente la escasez de mano de obra y condiciones climatológicas desfavorables en algunos casos. Particularmente, en Antioquia y la región de Bogotá la mayor afectación se presentó en los cultivos de flores ante la cancelación de pedidos por el cierre de fronteras; mientras que

en el Centro y los Llanos Orientales el mayor impacto negativo se dio en la línea pecuaria.

Durante el período abril-mayo de 2020 se acentaron en todos los territorios del país las reducciones anuales observadas en marzo, al mostrar las mayores contracciones en lo que va del año y sin precedentes en la historia (Gráfico S2.1). En todas las regiones el sector transporte profundizó su caída con la reducción en la movilidad de pasajeros, salvo para fines humanitarios, y por menores operaciones de la actividad comercial e industrial. De manera similar, en los diferentes territorios el cierre del comercio profundizó el deterioro originado desde marzo, con mayor impacto en las regiones del Caribe, el Eje Cafetero y los Llanos Orientales. A su vez, la ocupación hotelera y la comercialización de vehículos se mantuvieron en un nivel crítico en las diferentes zonas del país. La venta de alimentos y artículos de aseo se ralentizó por el aprovisionamiento anticipado de los hogares, mientras que las demás categorías continuaron su descenso, a pesar de los esfuerzos de los comerciantes por utilizar medios digitales y domiciliarios, entre otros.

Regiones como Bogotá, Antioquia, Nororiente y el Eje Cafetero revelaron en el bimestre abril-mayo el mayor descenso anual en su industria. En general, una baja demanda caracterizó el declive de la producción manufacturera en todos los territorios del país, adicional al exceso de inventarios, particularmente en Bogotá y el Suroccidente. El cierre de plantas fue la principal causa de la caída de la producción fabril en Antioquia, Nororiente y el Eje Cafetero; pese a ello, el descenso de Antioquia fue ligeramente compensado por algunas empresas manufactureras de confecciones y textiles que se redireccionaron a la fabricación de tapabocas y trajes para uso médico, y por la fabricación de productos químicos para elaboración de artículos de bioseguridad. Esta última agrupación continuó jalonando la industria en el Caribe.

A pesar de este panorama, en junio todas las regiones del país frenaron la profunda caída de su actividad económica. La reapertura gradual de varios sectores desde finales de mayo y las nuevas medidas de política económica tomadas contribuyeron a dicho comportamiento. La industria manufacturera, aunque continuó en terreno negativo por bajos niveles de demanda, mostró una reducción menos acentuada ante la progresiva normalización de la actividad, a excepción de Caribe y Centro, donde las agrupaciones de químicos y alimentos en la primera, y confección en la segunda, profundizaron el descenso. El transporte, pese a las continuas restricciones de movilidad, pero favorecido por la reactivación de algunos sectores económicos, aminoró su caída en todos los territorios del país, gracias al comportamiento de la modalidad terrestre, principalmente de carga, que exhibió cierta recuperación, en particular para el Eje Cafetero y Llanos Orientales.

En cuanto al comercio, a excepción de Bogotá, las regiones mantuvieron resultados negativos en junio. Las limitaciones en la movilidad de la población y una débil demanda, posiblemente asociada al aumento del desempleo, no permitieron mayores cambios en dicho sector. No obstante, fue menor la caída en el segmento de venta de vehículos nuevos y creció el comercio de electrodomésticos y productos de tecnología beneficiados por el día sin IVA. En el sector agropecuario, que mejoró resultados, se destacó la actividad agrícola de Antioquia, Suroccidente y Centro, las cuales continuaron en terreno positivo dada una oferta favorecida por propicias condiciones climatológicas; por el contrario, en regiones como Caribe y Eje Cafetero el rubro pecuario afectó negativamente el sector, aunque su descenso se redujo al igual que en la mayoría de las regiones.

Sombreado 3

Balance externo de Colombia en el primer trimestre de 2020

Durante el primer trimestre de 2020 la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registró un déficit de USD 2.712 millones (m), inferior en USD 817 m al de un año atrás (Cuadro S3.1). Como proporción del PIB trimestral, se estima que el déficit fue del 3,7%, menor en 0,8 puntos porcentuales (pp) frente al estimado un año atrás. El menor déficit corriente se encuentra en sintonía con el debilitamiento de la demanda interna, los menores precios de exportación y la crisis económica de los socios comerciales. En primer lugar, la desaceleración del gasto de los hogares y el decrecimiento de la formación bruta de capital fijo, con variaciones anuales de 3,8% y -6,7%, respectivamente, se reflejan tanto en la reducción de las importaciones de bienes y servicios como en el empeoramiento de las ventas de las empresas con inversión extranjera directa (IED). Por su parte, los menores precios y producción del crudo explican, en su mayoría, la caída de las exportaciones de bienes, más que proporcional a la observada en las importaciones. Estos factores, sumados a la desaceleración de los principales socios comerciales, se habrían reflejado en el deterioro de la balanza comercial de bienes, el cual aumentó USD 103 m con respecto a un año atrás y, en menor medida, en la balanza de servicios, la cual aumentó USD 55 m. En contraste, disminuyeron los egresos netos del rubro de renta de los factores (USD 667 m), y aumentaron los ingresos netos por transferencias corrientes en USD 308 m.

Es importante anotar que, aunque la evolución de la cuenta corriente de la balanza de pagos de Colombia muestra una estrecha relación con el comportamiento de la balanza comercial de bienes debido a la elevada participación de las exportaciones e importaciones en el total de ingresos y egresos corrientes del

país¹, adquirió mayor relevancia la dinámica de la renta factorial, a tal grado que se constituyó en la principal fuente del resultado deficitario de la cuenta corriente del país en los primeros tres meses del año en curso.

El menor déficit corriente del país tuvo como contrapartida menores necesidades de financiamiento, puesto que entre enero y marzo de 2020 la cuenta financiera registró entradas netas de capital por USD 2.378 m (3,3% del PIB trimestral) inferiores a lo observado un año atrás, cuando totalizaron USD 3.306 m (4,2% del PIB trimestral) (Cuadro S3.1). A pesar de los choques externos e internos mencionados, la IED continúa siendo la principal fuente de financiamiento externo (USD 3.589 m; 5,0% del PIB trimestral), en particular aquellos recursos orientados hacia las empresas cuya actividad se concentra en la provisión de servicios públicos al mercado interno. Sin embargo, cabe señalar que los ingresos de capital hacia la mayoría de las actividades económicas, en especial el sector mineroenergético, disminuyeron. Adicionalmente, las demás fuentes de financiamiento tuvieron un comportamiento mixto, dado que el endeudamiento externo reportó desembolsos netos por USD 1.229 m, en contraste con las liquidaciones netas de la inversión de portafolio (USD 453 m).

El déficit de la balanza comercial de bienes durante el primer trimestre totalizó USD 2.076 m, con un aumento de USD 103 m (5,2%) con respecto a un año atrás. Este resultado se explica por el monto de exportaciones en USD 9.334 m, con una reducción anual

¹ El análisis de la estructura y de la evolución de los ingresos de la cuenta corriente durante los últimos quince años revela que las ventas externas de mercancías son su principal componente, participando en un rango entre el 70% y 81% del total de ingresos. En cuanto a los egresos corrientes, su componente más importante son las importaciones de bienes, las cuales representaron en promedio el 64% del total de egresos (61,9% en el primer trimestre de 2020).

Cuadro S3.1
Balanza de pagos de Colombia

Cuenta corriente (millones de dólares)	2019 (pr) (ene-mar)	2020 (pr) (ene-mar)	Variación (dólares)
Cuenta corriente (A + B + C)	-3.529	-2.712	817
Porcentaje del PIB	-4,5%	-3,7%	
A. Bienes y servicios	-2.728	-2.886	-157
1. Bienes	-1.973	-2.076	-103
Exportaciones FOB	10.279	9.334	-946
Importaciones FOB	12.253	11.410	-843
2. Servicios	-755	-810	-55
Exportaciones	2.543	2.353	-190
Importaciones	3.298	3.163	-135
B. Renta de los factores	-2.599	-1.932	667
Ingresos	1.844	1.053	-791
Egresos	4.443	2.985	-1.458
C. Transferencias corrientes	1.798	2.106	308
Ingresos	2.026	2.331	305
Egresos	228	225	-2
Cuenta financiera Flujos anuales (millones de dólares)	2019 (pr) (ene-mar)	2020 (pr) (ene-mar)	Variación (dólares)
Cuenta financiera con variación de reservas internacionales (A + B + C + D)	-3.306	-2.378	927
Porcentaje del PIB	-4,2%	-3,3%	
A. Inversión directa (ii-i)	-2.602	-2.321	281
i. Extranjera en Colombia (IED)	3.385	3.589	
Porcentaje del PIB (IED)	4,3%	5,0%	
ii. Colombiana en el exterior	783	1.268	
B. Inversión de cartera (1+2)	-1.307	-521	786
1. Sector público (ii-i)	-263	-588	
i. Inversión extranjera de cartera (a+b)	793	-289	
a. Mercados internacionales (bonos)	500	532	
b. Mercado local (TES)	293	-822	
ii. Inversión de cartera en el exterior	530	-878	
2. Sector privado (ii-i)	-1.044	67	
i. Inversión extranjera de cartera (a+b)	-126	-163	
a. Mercados internacionales (bonos)	0	0	
b. Mercado local	-126	-163	
ii. Inversión de cartera en el exterior	-1.170	-96	
C. Otros flujos de capital sector público + sector privado	-1.748	634	2.382
D. Activos de reserva	2.351	-171	-2.522
Errores y omisiones (E y O)	223	333	110
Memo ítem:			
Cuenta financiera sin variación de reservas internacionales	-5.657	-2.207	3.449
Variación de reservas internacionales	2.351	-171	

(pr): preliminar.

Fuente: Banco de la República.

del 9,2% (USD 946 m) y de importaciones por USD 11.410 m, con una disminución anual del 6,9% (USD 843 m). El descenso exportador se originó principalmente en las menores ventas de petróleo y sus derivados (USD 904 m) y de productos industriales (USD 112 m). En contraste, aumentaron las ventas externas de oro no monetario (USD 96 m), carbón (USD 79 m) y banano (USD 45 m). El menor valor exportado de petróleo crudo se origina por el efecto combinado de la reducción en su precio de exportación (24,7%) y del menor volumen exportado (0,7%). Por su parte, el aumento en las ventas externas de carbón y banano se explica por el alza en sus cantidades vendidas (55,4% y 22,3%, respectivamente) compensado parcialmente por la reducción en sus precios de venta (32,3%, y 2,1%, en su orden). En cuanto a las exportaciones de oro no monetario, su incremento ocurrió por el alza en su precio de exportación (21,3%) y en su volumen exportado (4,8%).

El valor importado de mercancías entre enero y marzo de 2020 sumó USD 11.410 m, con una reducción anual del 6,9% (USD 843 m). Esta disminución fue generalizada y se explica principalmente por la contracción de las importaciones de insumos y de bienes de capital para la industria (USD 334 m, 5,4%), las de equipo de transporte (USD 275 m, 25,6%) y de las compras externas de combustibles y lubricantes (USD 173 m, 17,7%). En cuanto a los términos de intercambio del país, durante el primer trimestre de 2020 disminuyeron 13,1% con respecto al mismo período de 2019 y 12,8% en comparación con el trimestre inmediatamente anterior. Esta dinámica se explica en la reducción de los precios de las exportaciones (16,1% anual y 13,0% trimestral) que no fue compensada totalmente por la disminución ocurrida en los precios de importación (3,4% anual y 0,2% trimestral).

Siguiendo la tendencia de la balanza de bienes, el déficit de la cuenta de servicios aumentó en USD 55 m entre enero y marzo de 2020 (Cuadro S3.1), debido a la mayor reducción de sus exportaciones frente al de los servicios importados. Cabe resaltar que durante el período de análisis las exportaciones e importaciones de viajes y transporte aéreo de pasajeros se vieron

afectadas por los cierres mundiales de aeropuertos y por las medidas de contingencia aplicadas por la pandemia, que conllevó un menor flujo de viajeros movilizados por las aerolíneas. Por el lado de las exportaciones, este efecto se contrae principalmente con los mayores ingresos recibidos por concepto de servicios empresariales, en especial los relacionados con la actividad de *call center*. En cuanto a las importaciones se destacan, adicionalmente, los menores egresos por concepto de fletes, asociados con las menores cantidades importadas, y de servicios técnicos y empresariales.

A diferencia de la dinámica de la balanza comercial, la reducción del déficit de la renta factorial, sumado a los mayores ingresos por remesas de trabajadores, compensaron sobremano el ya mencionado deterioro. Por su parte, en el período de análisis la reducción de los egresos netos por renta factorial (USD 667 m) se origina principalmente en la reducción de las utilidades obtenidas por las empresas con IED (USD 1.153 m). Esta reducción fue generalizada en todos los sectores económicos, destacándose la disminución de las ganancias estimadas para las firmas que operan en las actividades de minas y canteras (USD 308 m), explotación petrolera (USD 277 m), transporte y comunicaciones (USD 199 m), industrias manufactureras (USD 183 m) y servicios financieros y empresariales (USD 110 m). Con relación al rubro de transferencias corrientes, durante el primer trimestre del presente año se recibieron ingresos netos de USD 2.106 m, 17,1% más (USD 308 m) que lo obtenido un año antes, resultado explicado en su mayoría tanto por el monto como por el aumento en las remesas de trabajadores, las cuales ascendieron a USD 1.729 m en el período analizado, con un incremento anual del 14,4% (USD 218 m). Los principales incrementos de ingresos de remesas se observaron en las enviadas desde Estados Unidos, España y Chile y, por otra parte, se redujo el envío de remesas desde Argentina, México, Brasil y Panamá².

² En el primer trimestre de 2020, las remesas desde Chile ascendieron a USD 110 m con un crecimiento anual de 12%, los cuales aportaron el 5% del crecimiento total. Estados Unidos y España aportaron 71% y 12% del crecimiento total, respectivamente.

En cuanto al resultado de la cuenta financiera (Cuadro S3.1), entre enero y marzo de 2020 se registraron entradas netas de capital por USD 2.378 m, inferiores en USD 927 m a lo observado un año atrás. Estas entradas netas se explican por ingresos de capital extranjero (USD 4.365 m), salidas de capital colombiano en el exterior (USD 2.013 m), pagos de residentes a no residentes por concepto de derivados financieros (USD 145 m), y disminución de las reservas internacionales por concepto de transacciones de balanza de pagos (USD 171 m)³. Los errores y omisiones se estimaron en USD 333 m. Estos recursos externos recibidos por el país se originan en la IED (USD 3.589 m) y en el desembolso neto de préstamos y otros créditos externos (USD 1.229 m) y en los desembolsos netos de títulos de deuda de largo plazo colocados en los mercados internacionales (USD 532 m). Estos ingresos fueron compensados parcialmente por las ventas netas de TES en el mercado local por parte de no residentes (USD 822 m) y de las liquidaciones de títulos de renta variable en el mercado local por parte de no residentes (USD 163 m).

Así, en el primer trimestre de 2020 por concepto de IED se recibieron USD 3.589 m (5,0% del PIB trimestral), monto superior en USD 204 m (6,0%) a lo recibido un año antes. La distribución por actividad económica de la IED recibida en este período fue la siguiente: minería y petróleo (30,7%), electricidad (18,6%), servicios financieros y empresariales (13,8%),

industria manufacturera (9,2%), comercio y hoteles (8,0%), transporte y comunicaciones (4,0%), y el resto de los sectores (15,8%). Por su parte, el flujo de inversión directa colombiana en el exterior se estimó en USD 1.268 m, efectuado en su mayoría por empresas mineroenergéticas y del sector eléctrico. Por su parte, entre enero y marzo de 2020 la liquidación de inversión extranjera de cartera totalizó USD 453 m (0,6% del PIB trimestral). Esta fue resultado de las ventas netas de títulos de renta fija (USD 822 m) y renta variable (USD 163 m) en el mercado local por parte de no residentes, compensados parcialmente por los ingresos netos de títulos de deuda de largo plazo colocados en los mercados internacionales (USD 532 m). Las salidas de capital colombiano por este concepto totalizaron liquidaciones netas por USD 973 m y corresponden a las inversiones de cartera liquidadas tanto por el sector público (USD 878 m) como por el sector privado (USD 96 m). Finalmente, por concepto de otros flujos de capital el país recibió desembolsos netos por préstamos y otros créditos por USD 1.229 m, principalmente de corto plazo. El sector privado recibió desembolsos netos por USD 646 m, préstamos contratados especialmente por empresas que operan en el sector privado bancario que utilizaron estos recursos para la compra de activos en el exterior y como capital de trabajo. Por su parte, el sector público recibió desembolsos netos de préstamos por USD 587 m, principalmente de créditos de largo plazo.

³ 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.

Sombreado 4

Comportamiento reciente de la demanda de efectivo

Conforme a la Constitución Política y la Ley 31 de 1992, el Banco de la República ejerce, en forma exclusiva, la función estatal de emitir la moneda legal colombiana. En el ejercicio de esta función, el Banco busca garantizar la provisión de billetes y monedas con la calidad, oportunidad y en las denominaciones que requiere la economía para sus transacciones.

1. Canales de provisión de efectivo

La provisión de efectivo por parte del Banco se realiza mediante los siguientes tres canales de distribución:

- i. Los bancos comerciales, a través de retiros contra su cuenta de depósito (CUD) en el Banco de la República o por operaciones de cambio¹. Las solicitudes de los bancos representan, en promedio, el 92,7% del total anual del efectivo suministrado por la autoridad monetaria.
- ii. Las ventanillas de atención al público del Banco de la República en Bogotá y en las sucursales que cuentan con servicio de tesorería², mediante las cuales se suministran billetes de baja denominación (COP 2.000 y COP 5.000) y moneda metálica a través de operaciones de cambio al comercio, peajes y empresas de transporte, entre otros. Estas operaciones representan, en promedio, el 2,8% del total anual del efectivo suministrado por el Banco.
- iii. Los Centros Complementarios de Efectivo (CCE), que operan en quince ciudades,

en algunas de las cuales no hay sucursal del Banco³. Por medio de este canal se suministra efectivo a los bancos comerciales, al comercio y a otros sectores económicos mediante operaciones de cambio. Las solicitudes de efectivo atendidas por este canal representan, en promedio, el 4,5% del efectivo suministrado anualmente por el Banco de la República.

2. Evolución del efectivo en circulación

El efectivo en circulación es el resultado neto entre el efectivo que el Banco de la República suministra a los agentes económicos por los canales ya descritos y el que recibe, bien sea por las consignaciones de las entidades financieras en sus cuentas de depósito en el Banco de la República o por las operaciones de cambio. Por tanto, el efectivo en circulación es un saldo que cambia diariamente y corresponde a los billetes y monedas que están en poder de las entidades financieras, el sector real y el público.

El Gráfico S4.1 presenta la evolución del saldo del efectivo en circulación a fin de año. En 2019 el valor del efectivo en circulación cerró en COP 91,7 billones (97% billetes y 3% moneda metálica), con una tasa de crecimiento nominal anual del 13,6% con respecto a 2018.

El comportamiento del efectivo en circulación presenta estacionalidades, es decir, cada año algunos meses se caracterizan por tener una alta demanda de efectivo. En el Gráfico S4.2 se puede observar el comportamiento del valor mensual del efectivo en circulación de los años 2018 y 2019, en donde se evidencia que en el último

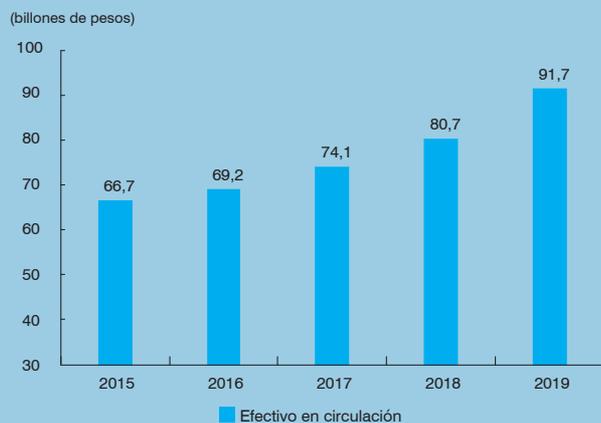
¹ Las operaciones de cambio consisten en el recibo de billetes deteriorados para ser canjeados por billetes nuevos o aptos para circular, con el fin de garantizar la calidad del efectivo en circulación. Estas operaciones también pueden consistir en el recibo de billetes para canjear por moneda metálica.

² Las ventanillas al público del Banco de la República están ubicadas en Bogotá y trece sucursales (Armenia, Barranquilla, Bucaramanga, Cali, Cúcuta, Ibagué, Leticia, Medellín, Montería, Pasto, Quibdó, Riohacha y Villavicencio).

³ Los CCE son fondos de efectivo del Banco administrados por las empresas transportadoras de valores. Actualmente operan 32 CCE distribuidos en quince ciudades, nueve de ellas donde el Banco de la República no presta el servicio de tesorería (Cartagena, Florencia, Manizales, Neiva, Pereira, Popayán, Santa Marta, Sincelejo y Valledupar) y seis donde el Banco de la República sí presta este servicio (Barranquilla, Bogotá, Bucaramanga, Cali, Medellín y Montería).

Gráfico S4.1

Valor nominal del efectivo en circulación a fin de año



Fuente: Banco de la República.

trimestre del año aumenta la circulación por la temporada de fin de año, y en los meses de mitad de año por la temporada de vacaciones y pago de primas semestrales. Por su parte, los primeros meses del año se caracterizan por una reducción en la demanda y por las mayores consignaciones de los bancos comerciales en sus cuentas de depósito en el Banco de la República.

Sin embargo, en el Gráfico S4.2 también se observa que en 2020 el efectivo en circulación ha tenido un comportamiento diferente frente a años anteriores. Desde el mes de marzo se presenta un incremento importante y sostenido de

la demanda de efectivo, de forma tal que el saldo en circulación a cierre de junio fue de COP 99,1 billones, cifra que representa un incremento del 8,1% del valor observado al cierre de 2019 (COP 91,7 b) y del 27,5% con respecto al cierre de junio de 2019 (COP 77,7 b).

En el primer semestre de 2020 el Banco suministró COP 19,7 billones en billetes a la economía, cifra que representa una variación del 62% frente a lo observado en igual período del año anterior (COP 12,2 billones). Los meses de marzo, abril y mayo de 2020 registran los mayores incrementos en la demanda de efectivo, situación que se asocia con la emergencia sanitaria por el Covid-19 (Gráfico S4.3).

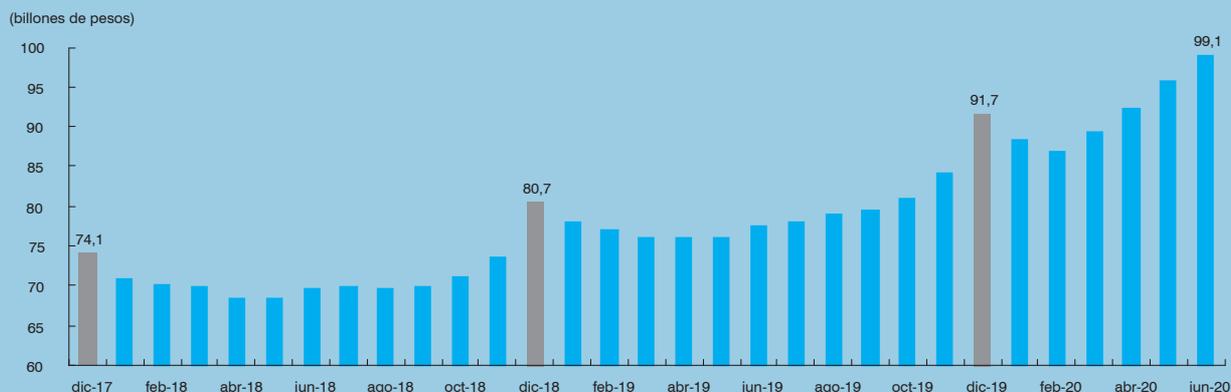
Algunas de las medidas diseñadas por el Gobierno Nacional para proteger a la población vulnerable durante la emergencia económica, social y ecológica han significado transferencias monetarias⁴, que han sido canalizadas a

⁴ Fuente: Presentación “Plan Económico para la atención de la Emergencia Económica, Social y Ecológica”, Ministerio de Hacienda y Crédito Público (junio de 2020), la cual explica, entre otros, las medidas adoptadas por el Gobierno para mitigar los impactos de la emergencia por el Covid-19 en la población más vulnerable, entre estas: 1) giros adicionales y extraordinarios de los programas estatales Familias en Acción, Colombia Mayor, Jóvenes en Acción y devolución del IVA; 2) el programa Ingreso Solidario, y 3) la transferencia económica: mecanismo de protección al cesante.

Consultado en: https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-134564%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

Gráfico S4.2

Valor nominal del efectivo en circulación a fin de mes (billetes y monedas)



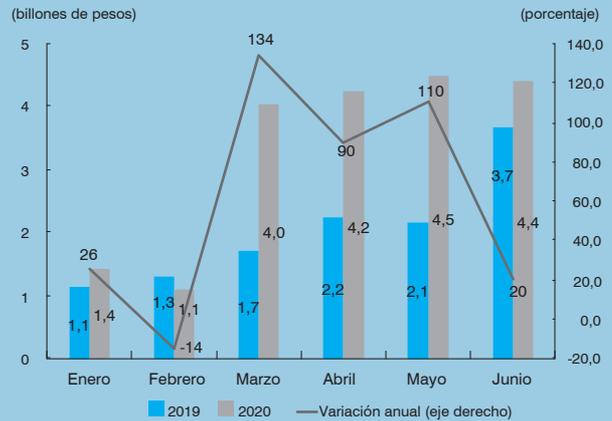
Fuente: Banco de la República.

través de las entidades financieras. Para atender estos requerimientos adicionales los bancos comerciales han incrementado los retiros en efectivo contra sus cuentas de depósito en el Banco de la República.

La demanda de efectivo se ha concentrado principalmente en los billetes de alta denominación (COP 20.000 y COP 50.000) por ser los que más participación tienen en el suministro a través de los cajeros automáticos de los bancos comerciales. El Gráfico S4.4 compara la composición en número de piezas de la circulación de billetes por denominación al cierre de junio de 2019 y de 2020 y sus respectivas participaciones. Se destaca el incremento del número de piezas del billete de COP 50 mil, cuya participación pasó de 47,5% a 51,6%.

Para atender el incremento en la demanda de efectivo, el Banco de la República ha mantenido la operación de sus plantas industriales para la producción de billetes y monedas, organizando un esquema de trabajo por turnos y cumpliendo estrictamente las medidas de bioseguridad establecidas por el Gobierno Nacional. Asimismo, el Banco ha continuado prestando

Gráfico S4.3
Suministro de billetes por parte del Banco de la República
(comparativo mensual enero a junio)

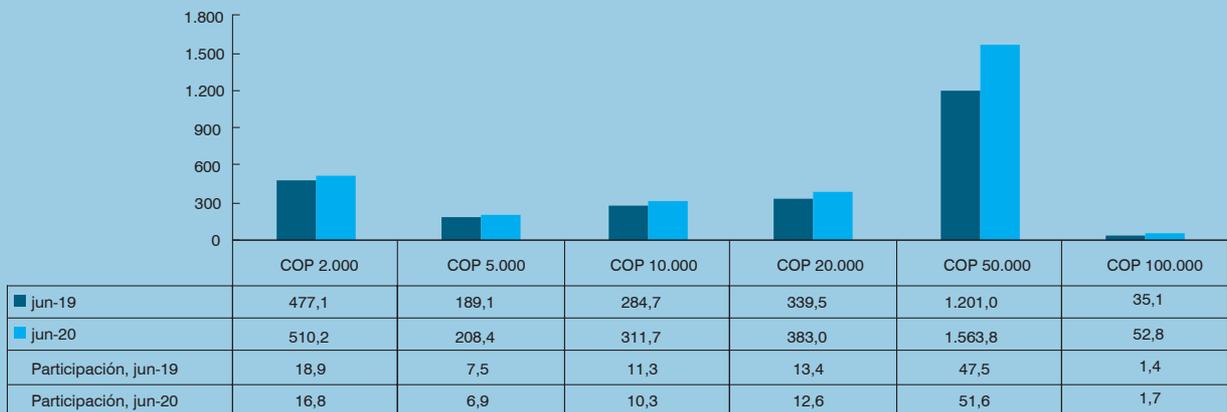


Fuente: Banco de la República.

los servicios de suministro, recibo y clasificación de efectivo a las entidades financieras y de operaciones de cambio al comercio y público en general, en Bogotá, en sus trece sucursales y en los treintaidós CCE.

Gráfico S4.4
Billetes en circulación por denominación
(cierre a junio)

(millones de piezas y participación)



Fuente: Banco de la República.

Sombreado 5

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)¹. 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), equivalente 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”.

Los efectos de la pandemia del Covid-19 y las consecuentes pérdidas sustanciales en los mercados financieros también se reflejaron en unas bajas utilidades netas del organismo. Ante esto, el 30 de junio de 2020 la Junta de Gobernadores del BPI decidió no pagar dividendos a ninguno de sus miembros para el período 2019-2020. En su lugar, y siempre y cuando las condiciones financieras mejoren, se pagaría un dividendo suplementario para el período 2020-2021 compensando el no pago de dividendos de este año. De esta manera, la totalidad de las utilidades correspondientes al período 2019-2020 se destinarán al Fondo General de Reserva y al Fondo Libre de Reserva del BPI.

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. Durante la actual coyuntura asociada a la pandemia del Covid-19, contar con la facilidad de tener discusiones con los demás bancos centrales y con el equipo técnico del BPI ha sido muy útil para aprender de la experiencia internacional en el diseño y uso de las políticas, así como del análisis del entorno internacional.

Desde 2019, el Banco de la República hace parte del Grupo de Gobernanza en Bancos Centrales del BPI (CBGG, por su sigla en inglés), cuyo objetivo es compartir experiencias en torno al diseño, operación y gestión de los bancos centrales, buscando promover las mejores prácticas en estas instituciones. Recientemente, el CBGG ha abordado diversos temas relacionados con la independencia de los bancos centrales, las estrategias de gestión de personal e investigación, la planeación estratégica, el funcionamiento de sus códigos de conducta y las formas de evitar el pensamiento de grupo (*group think*) en la toma de decisiones. A partir de 2018 el Banco también participa en la Reunión de Economías Pequeñas y Abiertas. Las discusiones más recientes incluyeron temas como las respuestas de política económica a la crisis del Covid-19 y los recientes cambios en los flujos globales de capital y sus posibles implicaciones.

Durante 2020 las discusiones de las reuniones de gobernadores de países miembros del BPI han estado enfocadas en diversos temas, tales como los efectos de la pandemia del Covid-19 sobre la economía mundial y las respuestas de política económica que han tomado los países, la transmisión de la política monetaria, los retos para la estabilidad financiera

¹ Esta institución internacional fue creada en 1930 y reúne actualmente a 62 bancos centrales. Su misión consiste en servir a los bancos centrales en su búsqueda por la estabilidad monetaria y financiera, fomentando la cooperación internacional en esas áreas, así como servir como un banco para los bancos centrales miembros. Su sede principal se encuentra en Basilea (Suiza) y cuenta con dos oficinas de representación: una en Hong Kong y otra en Ciudad de México.

global, entre otros. Además, desde abril el BPI empezó a publicar la serie *BIS Bulletins*², en la que presenta documentos analíticos breves sobre los efectos del coronavirus y los desarrollos recientes en los mercados y la economía en general; y la serie *FSI Briefs*³, en la que se publica un conjunto de notas breves sobre temas regulatorios y de supervisión asociados con las respuestas de las autoridades del sector financiero a la crisis de la pandemia.

El BPI está organizado en diversos grupos consultivos que realizan investigación y análisis en áreas como la estabilidad financiera y las operaciones bancarias. El Banco participa en estos grupos mediante el Consejo Consultivo para las Américas (CCA), el cual está conformado por los gobernadores de los bancos centrales del continente americano miembros del BPI⁴. Estos foros fomentan la cooperación internacional y la investigación en asuntos relacionados con las políticas de los bancos centrales y otros temas que inciden en la estabilidad macroeconómica y financiera. De igual forma, 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, y del Grupo Consultivo de Directores de Estabilidad Financiera (CGDFS, por su sigla en inglés). En febrero de 2020 este Grupo publicó el reporte *Stress Testing in Latin America: a Comparison of Approaches and Methodologies*⁵, proyecto de cooperación técnica que fue liderado por el Banco de la República.

En el marco de las actividades coordinadas por el CCA del BPI, 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) organizó en febrero de este año un encuentro sobre marcos de política monetaria y comunicación. En la Conferencia Anual de Investigación del CCA que será sobre la transmisión de la política monetaria y diferentes herramientas, el Banco presentará un trabajo sobre la efectividad de la intervención cambiaria⁶. De igual manera, en abril de 2020 fueron publicados en una edición especial del *Journal of Financial Intermediation* unos trabajos seleccionados de una red del BPI sobre evaluación de políticas macroprudenciales, utilizando datos en el nivel micro⁷. Este número especial incluye un trabajo que evalúa los efectos de las políticas macroprudenciales en Colombia utilizadas entre 2006 y 2009⁸.

En el marco del BIS Innovation Hub, que fue creado por el BPI para incentivar la colaboración internacional en temas de tecnología financiera dentro de los bancos centrales, se creó el Grupo Consultivo sobre Innovación y Economía Digital (CGIDE, por su sigla en inglés), el cual está compuesto por representantes de los bancos centrales de la región. Los primeros proyectos de este grupo 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.

Dada la pandemia del Covid-19, las actividades con el BPI se han ajustado en lo que va corrido de 2020 y la participación del Banco se ha concentrado en diferentes encuentros virtuales. El Banco participó en: 1) la reunión anual de subgobernadores de bancos centrales de países emergentes miembros del BPI,

² La serie está disponible en <https://www.bis.org/bisbulletins/index.htm?m=5%7C439>

³ La serie está disponible en <https://www.bis.org/fsi/fsipapers.htm?m=5%7C440>

⁴ Argentina, Brasil, Canadá, Chile, Colombia, Estados Unidos, México y Perú.

⁵ El documento está disponible en: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap108.pdf>

⁶ El trabajo se titula “Effectiveness of FX intervention and the Flimsiness of Exchange rate Expectations,” y está disponible en: <https://www.banrep.gov.co/en/borrador-1070>

⁷ El número especial se titula *Macprudential Policies in the Americas*, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 42, abril de 2020. Está disponible en: <https://www.sciencedirect.com/journal/journal-of-financial-intermediation/vol/42/suppl/C>

⁸ El trabajo se titula “Evaluating the Impact of Macprudential Policies on Credit Growth in Colombia” y está disponible en: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1042957319300592>

la cual estuvo enfocada en los desarrollos de los mercados financieros, la política monetaria y la estabilidad financiera en las economías emergentes. Para esta reunión, el Banco preparó un trabajo sobre los efectos de la participación extranjera en el mercado local de deuda pública colombiana⁹; 2) la participación en la conferencia de gobernadores del CCA sobre los impactos financieros y económicos del coronavirus, y 3) los seminarios web (*webinars*) realizados por el BPI sobre las lecciones aprendidas ante la respuesta a la emergencia económica del Covid-19, modelos sobre espirales de precios de los activos y amplificación de la

demanda agregada ante el choque del coronavirus. Adicionalmente, el Banco se encuentra trabajando con el BPI en la elaboración de un repositorio de medidas implementadas por los bancos centrales durante la crisis sanitaria.

Por último, en mayo de 2020 el BPI anunció la apertura de la nueva sala de negociación bancaria en su Oficina de Representación para las Américas, que tiene su sede en Ciudad de México. Esta nueva sala complementa a las actuales salas de negociación del BPI en Basilea y Hong Kong, y permitirá al organismo realizar operaciones de reservas internacionales para los bancos centrales de la región.

⁹ La contribución del Banco en esta conferencia se titula “Effects of Foreign Participation in the Colombian Local Public Debt Market on Domestic Financial Conditions” y será publicada próximamente como BIS Paper. La versión preliminar está disponible en: <https://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/9844>



Políticas de administración del portafolio de inversión de las reservas internacionales

De acuerdo con las recomendaciones de buenas prácticas, la administración de las reservas internacionales debe realizarse con base en criterios de liquidez, gestión de riesgos y rentabilidad. En ese sentido, se debe procurar: 1) contar con suficiente liquidez en moneda extranjera; 2) tener políticas estrictas para la gestión de los diferentes riesgos que enfrentan las operaciones, y 3) generar retornos razonables ajustados por riesgo, sujetos a la liquidez y otras restricciones de riesgo¹. A continuación, se explica cómo se aplican estas reglas en la gestión de las reservas internacionales de Colombia.

1. Políticas de gestión de riesgo

El Banco de la República cuenta con un marco de administración de riesgo que identifica y valora los riesgos a los que están expuestas las operaciones, con el fin de mantenerlos en niveles bajos. Algunas de las principales políticas para la administración del riesgo son las siguientes:

Riesgo de liquidez: se invierte en activos financieros que cuentan con demanda permanente en el mercado secundario y se divide el portafolio en tramos. Esto, con el fin de tener la capacidad de convertir los activos de reserva en efectivo de una manera rápida y a bajo costo y para que algunos de los tramos definidos se puedan liquidar más rápidamente.

Riesgo de mercado: se invierte en un limitado grupo de activos elegibles y con límites estrictos de inversión para la duración, la duración de margen, la composición cambiaria y la composición por sectores del portafolio.

Con esto se busca que el valor del portafolio tenga una sensibilidad moderada a movimientos de las tasas de interés en el mercado.

Riesgo crediticio: solamente se invierte en activos que cuenten con altas calificaciones crediticias, dado que estas inversiones tienen una baja probabilidad de incumplimiento en sus pagos. La calificación crediticia mínima para gobiernos y entidades relacionadas con gobiernos es A-. Con respecto a los emisores privados la calificación mínima es A+ para exposiciones a emisores individuales y BBB- (grado de inversión) cuando se invierte a través 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: el impacto del riesgo cambiario se mitiga a través de la cuenta patrimonial “ajuste de cambio” de que trata el numeral 4 del artículo 62 del Decreto 2520 de 1993 (Estatutos del Banco de la República). Esta cuenta aumenta en los años cuando las monedas de reserva se fortalecen frente al peso colombiano, y disminuye en los años en que se debilitan. Por tanto, las variaciones de las monedas no tienen impacto sobre el estado de resultado integral. El Banco de la República, así como la mayoría de los bancos centrales del mundo, tienen monedas diferentes al dólar estadounidense en su composición cambiaria con el fin de cubrir los pagos del país en el exterior, ya que estos se hacen en muchas monedas. Es importante tener en cuenta que

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>

las cotizaciones de las monedas son altamente volátiles y con frecuencia no tienen tendencias definidas en el largo plazo. Esto hace que sea muy difícil pronosticar confiablemente su comportamiento.

Riesgo de contraparte: para mitigar el riesgo de contraparte, las operaciones se liquidan mediante mecanismos pago contra entrega, se requiere que las contrapartes para la negociación de renta fija sean creadoras de mercado y que las contrapartes para la negociación de divisas cuenten con altas calificaciones crediticias. Los mecanismos pago contra entrega buscan que el intercambio de papeles por efectivo o el intercambio de pagos en una operación de divisas se hagan simultáneamente con el fin de eliminar la posibilidad que una de las partes del negocio incumpla. Las contrapartes de divisas deben tener una calificación crediticia mínima de A- si cuentan con un contrato marco ISDA². Si no se cuenta con dicho contrato, la calificación mínima es A+.

2. Tramos del portafolio de inversión

El portafolio de inversión está conformado por tres tramos: el de corto plazo, el de mediano plazo y el tramo de oro.

El tramo de corto plazo tiene como propósito cubrir las necesidades potenciales de liquidez de las reservas en doce meses. En la actualidad este tramo está conformado por el capital de trabajo y un portafolio pasivo. El capital de trabajo es el portafolio al cual ingresan los recursos que provienen de la intervención en el mercado cambiario y sus inversiones se concentran en activos de muy corto plazo denominados en dólares. Dado que el objetivo de este tramo es dar liquidez inmediata para propósitos de intervención en el mercado cambiario, el capital de trabajo está concentrado en depósitos e inversiones que se pueden liquidar en un día con un costo muy bajo. A junio de 2020 el valor

del tramo de corto plazo era USD 37.601,3 m, de los cuales USD 1.482,0 m corresponden al capital de trabajo y USD 36.119,3 m al portafolio pasivo.

El portafolio pasivo es el principal componente del tramo de corto plazo. Este portafolio se caracteriza por tener un plazo y un perfil de rentabilidad esperado superior al del capital de trabajo, una composición cambiaria que busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país y una rentabilidad similar a la de su índice de referencia³. El portafolio pasivo está invertido en múltiples monedas y en instrumentos que son acordes a los de un índice de referencia que se define con las restricciones de que el rendimiento esperado del portafolio, excluyendo el componente cambiario, sea positivo en doce meses con un nivel de confianza del 95% y que el valor esperado de una posible pérdida no supere el 1%.

El tramo de mediano plazo busca aumentar la rentabilidad esperada de las reservas internacionales en el largo plazo, preservando un portafolio conservador, con un perfil de rentabilidad esperado superior al del tramo de corto plazo y al de su índice de referencia. Su objetivo es maximizar la rentabilidad ajustada por riesgo en dólares estadounidenses, la moneda en la cual se valoran las reservas internacionales, para la porción del portafolio que se considera menos probable de utilizar en un plazo de doce meses. De esta forma, se busca el máximo retorno sujeto a las restricciones de que el rendimiento esperado en dólares estadounidenses de este tramo sea positivo con una probabilidad del 95% y que el valor esperado de una posible pérdida no supere el 1% en un horizonte de tres años. Actualmente el tramo de mediano plazo está conformado, en su mayoría, por portafolios de manejo activo que buscan generar una rentabilidad más alta que el índice de referencia⁴. A junio de 2020 el

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

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

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

valor del tramo de mediano plazo ascendía a USD 16.541,3 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 precio se comporta de forma diferente al de los títulos en los cuales se invierten los tramos de corto y mediano plazo. A junio de 2020 el valor de mercado del oro en las reservas ascendía a USD 237,3 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 para los tramos de corto y mediano plazo. Se construyen índices diferentes para cada uno de estos tramos, con el fin de reflejar sus objetivos de inversión. Los índices sirven como marco de referencia para medir la gestión de cada uno de los portafolios. A continuación, se explica la forma como se construyen los dos índices de referencia.

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

⁶ En los mercados de capitales un índice de referencia es 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).

Para construir el índice del tramo de corto plazo⁷ se determina, en primer lugar, una composición cambiaria objetivo. Una vez definida la composición cambiaria, se busca el portafolio que maximiza la rentabilidad ajustada por riesgo⁸ y que cumple con las restricciones de pérdida definidas para este tramo. La composición cambiaria de este índice busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país⁹. 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. A junio de 2020 la composición cambiaria del índice del tramo de corto plazo era 82% dólares de los Estados Unidos, 9% dólares australianos, 5% dólares canadienses, 1% dólares neozelandeses, 2% coronas noruegas y 1% won coreano¹⁰. Las restricciones de pérdida definidas para el tramo de corto plazo son: 1) tener retornos positivos en un horizonte de doce meses con un 95% de confianza, excluyendo el efecto cambiario, y 2) que el valor esperado de una posible pérdida en un horizonte de doce meses no supere 1% del valor del tramo.

Para la construcción del índice del tramo de mediano plazo se sigue un procedimiento

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 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.

⁹ Véase el recuadro “Nueva composición cambiaria del portafolio de reservas internacionales” en el *Informe al Congreso* de marzo de 2012 para una explicación detallada de la metodología de composición cambiaria de las reservas.

¹⁰ El euro no hace parte del grupo de monedas que conforman el índice de referencia. La razón por la que no se encuentra en este grupo es porque tanto las tasas de interés de referencia del Banco Central Europeo, como las de los principales bonos soberanos de corto plazo emitidos en euros, son negativas. El won coreano se incluye en el cambio de índice desde el 29 de noviembre de 2019.

similar con dos diferencias fundamentales: no se impone una restricción de composición cambiaria y las restricciones de pérdida se definen sobre un horizonte más largo. En primer lugar, no se impone una restricción de composición cambiaria, dado que el objetivo de este tramo es maximizar el retorno ajustado por riesgo en dólares estadounidenses. En segundo lugar, las restricciones de tener retornos positivos con un 95% de confianza y de que el valor esperado de una posible pérdida no supere el 1% del valor del tramo se definen sobre un horizonte de tres años, con el fin de reflejar la menor probabilidad de usar los recursos de este tramo en el corto plazo. Al construir el portafolio que maximiza la rentabilidad ajustada por riesgo en dólares, se permiten inversiones en monedas diferentes al dólar.

A junio de 2020 los índices de referencia definidos para ambos tramos tienen un nivel de riesgo de mercado bajo, con una duración efectiva del índice del tramo de corto plazo de 0,93 y del tramo de mediano plazo de 1,77¹¹. El Gráfico A muestra los índices de referencia aprobados para los tramos de corto y mediano plazo¹².

4. Programa de administración externa

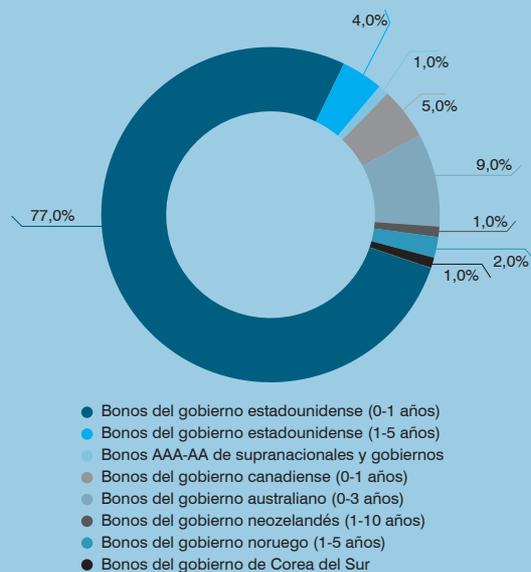
El Banco de la República gestiona directamente el tramo de corto plazo, una porción del tramo de mediano plazo y el tramo del oro. El resto de los recursos del tramo de mediano plazo es gestionado por administradores externos de portafolios. Al finalizar junio de 2020 la porción del portafolio de inversión administrada internamente corresponde a USD 40.139,3 m (73,81% del portafolio de inversión), mientras que el programa de administración externa ascendía a USD 14.240,7 m (26,19% del portafolio de inversión).

¹¹ 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.

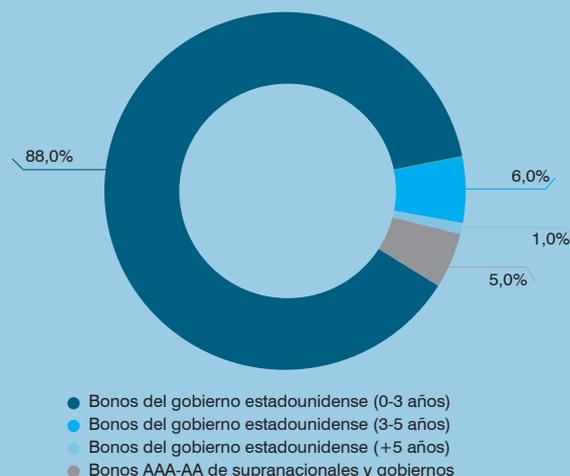
¹² Para los diferentes sectores que componen el índice de referencia se utilizan los índices publicados por ICE Data Indices.

Gráfico A
Composición del índice de referencia
(información al 30 de junio de 2020)

1. Tramo de corto plazo



2. Tramo de mediano plazo



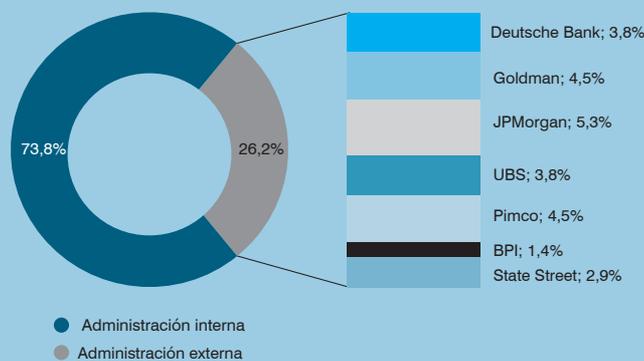
Fuente: Banco de la República.

Los principales propósitos de utilizar administradores externos son generar retornos superiores a los del índice de referencia y mejorar la diversificación del portafolio. En ese sentido, las firmas escogidas para participar en el

programa tienen una alta capacidad de análisis de los mercados financieros y una infraestructura sofisticada que pueden ser aprovechadas en la definición de estrategias de inversión y en la capacitación de los funcionarios del Banco en la gestión de inversiones internacionales, siendo este último otro objetivo del programa de administración externa.

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

Gráfico B
Composición del portafolio de inversión
(información al 30 de junio de 2020)



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

Las inversiones en los fondos administrados por el Banco de Pagos Internacionales (BPI) también se consideran parte del programa de administración externa. A estos fondos solamente tienen acceso los bancos centrales y entidades multilaterales y tienen como propósito hacer inversiones en activos apropiados para las reservas internacionales mundiales, en un esfuerzo cooperativo entre diferentes 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 121,1 m), un fondo de títulos emitidos por el gobierno de China (USD 262,5 m), un fondo de títulos emitidos por el gobierno de Corea (USD 103,7 m) y un fondo de títulos emitidos por corporaciones no financieras (USD 278,1 m).