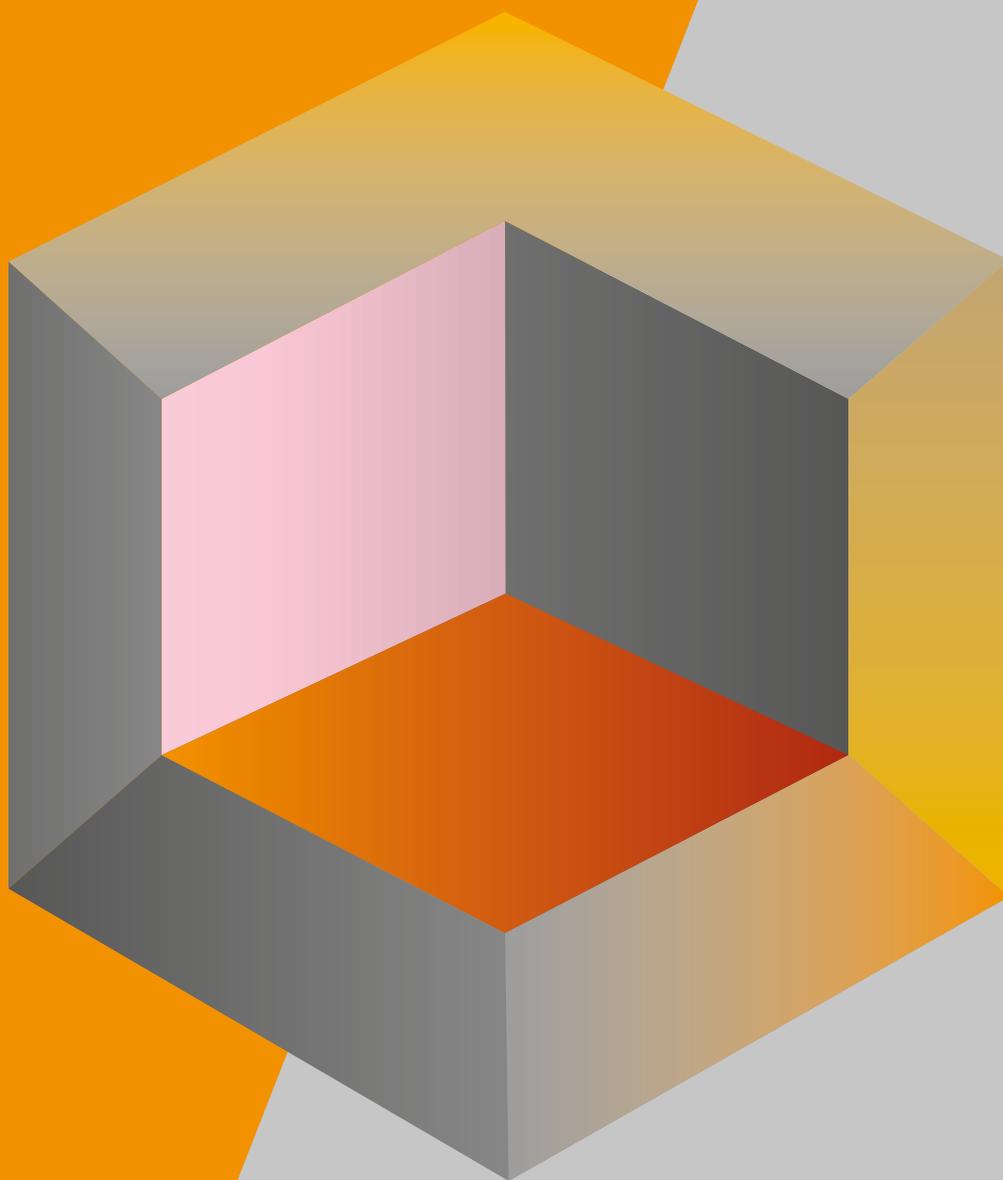

INFORME DE LA
JUNTA DIRECTIVA
AL CONGRESO DE
LA REPÚBLICA

ISSN-1657-799X



07/
2024



Julio de 2024

INFORME DE LA
JUNTA DIRECTIVA
AL **CONGRESO DE**
LA REPÚBLICA

Banco de la República
Bogotá, D. C., Colombia

ISSN - 1657 - 799X



JUNTA DIRECTIVA

Presidente

Ricardo Bonilla González
Ministro de Hacienda y Crédito Público

Directores

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

Gerente General

Leonardo Villar Gómez



Bogotá, agosto 2 de 2024

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

Estimados señores:

La Junta Directiva del Banco de la República, de conformidad con lo previsto en el artículo 5° de la Ley 31 de 1992, presenta a consideración del Honorable Congreso de la República su *Informe al Congreso* en el cual se presentan los resultados macroeconómicos del primer semestre de 2024 y las perspectivas para lo que resta del año. En dicho entorno se presenta la evolución reciente de la inflación y las decisiones tomadas por parte de la Junta Directiva del Banco. Adicionalmente, se describe la evolución de los mercados financieros locales y de crédito, el balance externo del país, la composición de las reservas internacionales y su rendimiento, la situación financiera de la Entidad y sus proyecciones, y la evolución de los pagos en la economía colombiana.

Con un atento saludo,



**Leonardo Villar Gómez
Gerente General**

Contenido

Introducción 9

1. Resumen ejecutivo 11

Recuadro 1: Designación del Banco de la República como administrador del Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo del Sistema de Protección Social Integral para la Vejez 19

2. Entorno macroeconómico 27

2.1 Evolución y perspectivas del entorno macroeconómico internacional 27

2.2 Evolución y perspectivas de la actividad económica y el mercado laboral 33

2.3 Evolución y perspectivas de la situación fiscal 39

Sombreado 1: Economía regional 42

3. Inflación y decisiones de política monetaria 47

3.1 Evolución y perspectivas de la inflación 47

3.2 Decisiones de política monetaria 49

Recuadro 2: Determinantes de la velocidad de ajuste de la TPM 52

4. Evolución y perspectivas de los mercados financieros y de crédito 55

4.1 Intermediación financiera de los establecimientos de crédito 55

4.2 Mercados financieros locales 66

4.3 Exposición al riesgo de mercado del sistema financiero y evolución del portafolio de las instituciones financieras no bancarias 70

Sombreado 2: Base monetaria y M3 73

Recuadro 3: Suministro de liquidez por parte del Banco de la República, 2023-2024 77

5. Balance externo y reservas internacionales 85

5.1 Evolución y perspectivas de la balanza de pagos de Colombia 85

5.2 Reservas internacionales 88

Sombreado 3: Participación del Banco de la República en el Banco de Pagos Internacionales 95

6. Situación financiera del Banco de la República 97

6.1 Estado de situación financiera del Banco de la República (balance general) 97

6.2 Estado de resultados (PyG) 99

7. Los pagos en la economía colombiana 104

7.1 Uso del efectivo y otros instrumentos de pago 104

7.2 Avances en torno al sistema de pagos inmediatos 105

7.3 Panorama global de la moneda digital de banca central (MDBC) 106

Sombreado 4: Pertinencia y riesgos de emitir una moneda digital de banco central (MDBC) en Colombia 109

Anexo: Políticas de administración del portafolio de inversión de las reservas internacionales 111

Índice de gráficos

Gráfico 2.1 Crecimiento económico mundial **27**
Gráfico 2.2 Precio internacional del petróleo **28**
Gráfico 2.3 IPC total e IPC excluyendo alimentos y energía **29**
Gráfico 2.4 Inflación total al consumidor **29**
Gráfico 2.5 Tasa de interés de política monetaria en algunas economías **30**
Gráfico 2.6 Tasa de interés de política monetaria *ex post* **31**
Gráfico 2.7 Indicadores de percepción de riesgo en los mercados financieros internacionales **32**
Gráfico 2.8 Flujos de portafolio hacia economías emergentes por parte de no residentes **32**
Gráfico 2.9 Producto interno bruto **33**
Gráfico 2.10 Población ocupada por dominios geográficos **37**
Gráfico 2.11 Empleo por posición ocupacional: agregado nacional **37**
Gráfico 2.12 Tasa global de participación por dominios geográficos **38**
Gráfico 2.13 Tasa de desempleo por dominios geográficos **38**
Gráfico 2.14 Índice de vacantes de diferentes fuentes **38**

Diagrama S1.1 PIB real departamental, 2023 **42**

Gráfico S1.1 PIB departamental, 2023 **43**

Gráfico S1.2 Pulso Económico Regional **44**

Gráfico 3.1 IPC e IPC sin alimentos ni regulados **48**

Gráfico 4.1 Tasa de política monetaria, tasa interbancaria (TIB) e IBR **55**
Gráfico 4.2 Tasas de interés de los CDT y de los depósitos de ahorro **55**
Gráfico 4.3 Tasas de interés de los créditos **56**
Gráfico 4.4 Crecimiento real anual de la cartera bruta de los establecimientos de crédito **57**
Gráfico 4.5 Deuda a ingreso disponible de los hogares **58**
Gráfico 4.6 Ahorro bruto de los hogares y sus componentes **58**
Gráfico 4.7 Endeudamiento del sector corporativo privado, por cobertura cambiaria, inversión extranjera directa (IED) y comercio exterior del deudor (porcentaje del PIB) **59**
Gráfico 4.8 Crecimiento real anual de la cartera vencida **59**
Gráfico 4.9 Indicador de calidad por mora (ICM) **60**
Gráfico 4.10 Indicador de cubrimiento **61**
Gráfico 4.11 Saldo de provisiones **62**
Gráfico 4.12 Rentabilidad del activo (ROA) agregado de los EC **63**
Gráfico 4.13 Indicadores de solvencia a nivel agregado **64**
Gráfico 4.14 Depósitos a la vista y CDT **65**
Gráfico 4.15 CFEN de los EC, antes y después del cambio regulatorio temporal de septiembre de 2023 **66**
Gráfico 4.16 Comportamiento del mercado cambiario de la región **67**
Gráfico 4.17 Prima de riesgo para algunas economías de la región **67**
Gráfico 4.18 Índice de tasas de interés en algunas economías de la región **68**
Gráfico 4.19 Tasas cero cupón TES en pesos por plazo, índice de deuda privada y tasa de política monetaria **68**
Gráfico 4.20 Compras netas acumuladas por año de los inversionistas extranjeros en el mercado al contado de TES **69**
Gráfico 4.21 Compras netas acumuladas por tipo de inversionista extranjero en el mercado al contado de TES **69**
Gráfico 4.22 Compras netas acumuladas por año de los fondos de pensiones y cesantías en el mercado al contado de TES **69**
Gráfico 4.23 Crecimiento real anual del activo de las instituciones financieras no bancarias **70**
Gráfico 4.24 ROA de las instituciones financieras no bancarias **71**
Gráfico 4.25 Activo y aportes netos de los fondos de inversión colectiva sin pacto de permanencia **71**
Gráfico 4.26 IRL de los fondos de inversión colectiva sin pacto de permanencia **72**

Gráfico S2.1 Base monetaria, efectivo y reserva bancaria **74**

Gráfico S2.2 Base monetaria y efectivo **74**

Gráfico S2.3 M3 y depósitos **75**

Gráfico S2.4 Depósitos a la vista y a plazo **75**

Gráfico S2.5 Depósitos y agregados monetarios **76**

Gráfico R3.1 Oferta y demanda de base monetaria **80**
Gráfico R3.2 Posición del Banrep y diferencia del IBR *overnight* frente a la TPM (promedio móvil de 20 días) **81**
Gráfico R3.3 Evolución de la diferencia entre la IBR-TPM, compra y venta de TES del BR y monto adjudicado en operaciones repo **82**
Gráfico R3.4 Efectivo en poder del público **83**
Gráfico R3.5 Reserva requerida **83**
Gráfico R3.6 Saldo y volatilidad de los depósitos de la DGCPN en el Banco de la República **84**

Gráfico 5.1 Composición de las reservas internacionales **89**
Gráfico 5.2 Composición del portafolio de inversión por sectores **90**
Gráfico 5.3 Distribución de las inversiones por calificación crediticia **91**
Gráfico 5.4 Composición cambiaria del portafolio de inversión **91**
Gráfico 5.5 Duración del portafolio de inversión **91**
Gráfico 5.6 Acuerdos recientes de la línea de crédito flexible (LCF) **93**

Diagrama 7.1 Pagos habituales de los colombianos **104**
Gráfico 7.1 Pagos realizados en efectivo **104**
Gráfico 7.2 Tendencias en el uso de los instrumentos de pago electrónicos **104**
Gráfico 7.3 Evolución en etapas de trabajo en la Moneda Digital de Banco Central **107**

Gráfico A1.1 Composición de los índices de referencia de los tramos de corto y mediano plazo **114**
Gráfico A1.2 Administración del portafolio de inversión **115**

Índice de cuadros

Cuadro 2.1 Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto **34**
Cuadro 2.2 Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica **36**

Cuadro R3.1 Mecanismos para manejo de liquidez de diferentes bancos centrales de economías emergentes **79**
Cuadro R3.2 Esquema del balance del Banco de la República **81**

Cuadro 5.1 Balanza de pagos de Colombia **86**

Cuadro 6.1 Estado de la situación financiera del Banco de la República clasificado por criterio económico **98**
Cuadro 6.2 Estado de resultados (PyG) del Banco de la República, enero a junio **100**
Cuadro 6.3 Estado de resultados (PyG) del Banco de la República **102**

Introducción

Durante el primer trimestre de 2024 la actividad económica en Colombia mantuvo la tendencia de recuperación que mostró en el último trimestre de 2023. Luego de la contracción del producto interno bruto (PIB) del 0,7% ocurrida en el tercer trimestre de 2023, aquella variable registró un crecimiento del 0,4% en el cuarto trimestre del año pasado y del 0,9% entre enero y marzo de este año. Si bien este ritmo de crecimiento sigue siendo moderado, los pronósticos del equipo técnico y de diversos analistas apuntan a que este se consolidaría en los próximos meses, para acercarse a su capacidad potencial en 2025. Por otra parte, la tasa de inflación anual avanzó en su proceso de convergencia a la meta durante el primer semestre del año, al disminuir del 9,3% en diciembre al 7,4% en marzo, y estabilizarse alrededor del 7,2% en el segundo trimestre. Asimismo, el desbalance externo del país continuó disminuyendo, al registrarse un déficit de la cuenta corriente del 1,9% del PIB en los primeros tres meses del año, el cual fue inferior al de 2023 (2,5% del PIB), y al observado en el mismo periodo del año anterior (3,7% del PIB). En cuanto a las finanzas públicas, se destaca la importante corrección del desbalance fiscal lograda el año anterior, que se plasmó en una reducción del déficit del Gobierno General del 6,3% al 2,7% del PIB entre 2022 y 2023.

A partir de diciembre de 2023 estos avances en el frente macroeconómico se han acompañado del inicio de un nuevo ciclo de política monetaria, con reducciones progresivas de la tasa de interés. La decisión de emprender este cambio de política surge del consenso alcanzado entre los codirectores de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) en cuanto a que se han creado las condiciones propicias para adoptar una postura de política menos contractiva, como lo confirman la tendencia decreciente que tanto la inflación anual como sus expectativas han mostrado desde abril de 2023, al igual que la corrección del déficit externo hacia un balance más sostenible.

Al tiempo que se identifican estas condiciones favorables, se advierten algunos riesgos importantes para la convergencia de la inflación a su meta del 3%. Entre aquellos se destacan la rigidez a la baja de la inflación en algunos servicios, incluidos los arriendos y las tarifas de energía, como también los riesgos de una depreciación del peso frente al dólar ante las condiciones cambiantes del contexto externo, la incertidumbre que subsiste sobre la política monetaria en Estados Unidos y sobre temas de política pública local. Igualmente, está el riesgo relacionado con los precios de los alimentos, cuya inflación repuntó en mayo y junio debido a los efectos que tuvo el fenómeno de El Niño sobre las cosechas de algunos alimentos percederos. Adicionalmente, si bien las expectativas de inflación muestran una tendencia decreciente en el tiempo, estas se mantienen por encima de la meta para los plazos relevantes en los cuales la JDBR se propone alcanzarla. Por otra parte, el incremento previsto del déficit del Gobierno Nacional Central (GNC) en 2024 podría dificultar la convergencia de la inflación hacia su meta en el plazo en el que la JDBR espera lograrlo.

La existencia de los riesgos mencionados sobre el comportamiento de la inflación exige que la autoridad monetaria sea especialmente cautelosa con los montos de los recortes de la tasa de interés de política. Esto, porque se corre el riesgo de que disminuciones muy rápidas pudieran tener que revertirse, con importantes costos de credibilidad, si se materializan eventos que dificulten el logro de la meta de inflación en los plazos previstos por la JDBR. De allí la importancia de que cada decisión utilice la información disponible más reciente como base para

una evaluación detallada del comportamiento de la inflación y de sus expectativas; del crecimiento económico observado y esperado, y de otras variables clave que determinan la estabilidad macroeconómica del país y la convergencia de la inflación hacia su meta. Esta tarea la cumple regularmente el equipo técnico del Banco de la República para cada una de las sesiones de la JDBR.

1. Resumen ejecutivo

Entorno macroeconómico internacional

Al igual que en 2023, la economía mundial continuaría creciendo en 2024 a un ritmo levemente superior al 3%, según los pronósticos del Fondo Monetario Internacional (FMI) y de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). Este dinamismo es inferior al promedio histórico de prepandemia, debido a las consecuencias de largo plazo del covid-19; la invasión de Rusia a Ucrania, y la creciente fragmentación geoeconómica, entre otras razones. A pesar de ello, el crecimiento global ha sido notablemente resiliente a los incrementos de las tasas de interés por parte de los bancos centrales que buscan restablecer la estabilidad de precios. Diversas economías de países avanzados y algunas emergentes, en particular Estados Unidos y algunos países de Asia, han logrado sostener crecimientos favorables en medio de procesos desinflacionarios, gracias a demandas agregadas fuertes soportadas por consumos privados dinámicos y un elevado gasto público. Sin embargo, en varios países en vías de desarrollo las presiones inflacionarias han sido significativas debido al traspaso de los elevados costos internacionales de alimentos, energía y fertilizantes, como también a depreciaciones de sus monedas por encima de lo esperado. Esos factores han afectado el crecimiento de esas economías, en medio de políticas monetarias restrictivas. Tal ha sido el caso de algunas economías de América Latina, incluida Colombia.

Las políticas macroeconómicas en 2024 seguirían siendo restrictivas en la mayoría de las economías, con tasas de interés reales que se mantendrían en terreno contractivo y el retiro gradual del apoyo fiscal. Una excepción sería el caso de China, donde se esperan tasas de interés bajas y un boyante apoyo fiscal, que soportaría el objetivo de crecimiento del 5% anunciado por el gobierno chino. En general, la incertidumbre internacional continúa siendo elevada, pero el balance de riesgos se ha venido equilibrando. Esto contempla las elevadas tensiones geopolíticas que persisten en Europa y Medio Oriente, que podrían generar interrupciones adicionales en el mercado energético, eventos climáticos adversos, y los impactos rezagados de políticas monetarias contractivas sobre la actividad económica global. Lo anterior sería compensado por aumentos importantes en la productividad de algunas economías avanzadas y una demanda interna en dichos países que podría ser más fuerte de lo esperado, a medida que las presiones inflacionarias cedan y las tasas de interés continúen bajando.

En algunas economías avanzadas la inflación volvió a moderarse en mayo, luego de las sorpresas al alza observadas en el primer trimestre del año. En particular, se resalta la reducción de la inflación anual total en Estados Unidos (3,3%) y Reino Unido (2,0%), mientras que se observó alguna aceleración en economías como la zona del euro (2,6%), Canadá (2,9%) y Japón (2,8%), en tanto que la inflación básica continuó mostrando persistencia. En la mayoría de las economías emergentes la inflación presentó alguna aceleración en mayo, con registros que se encuentran por encima de la inflación básica en la mayoría de los casos. Para las principales economías de América Latina la inflación anual en mayo se ubicó en el 3,9% en Brasil, 4,7% en México, 4,1% en Chile y 7,2% en Colombia. En lo que resta del año se prevé que la inflación total continúe reduciéndose, pero que se mantenga por encima de su meta a finales de 2024 en algunas de las principales economías avanzadas, como Estados Unidos y la zona del euro, y en economías de la región, como Colombia y México.

En los primeros meses del año el peso colombiano operó en un rango estrecho por debajo de los COP4.000 por dólar y sus movimientos respondieron, en mayor

medida, a la evolución de factores externos y a la percepción de riesgo a nivel internacional. La depreciación que sobrevino en junio reflejó, entre otros factores, el fortalecimiento generalizado del dólar ante expectativas de que la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) retrasara el recorte de su tasa de interés; el proceso de trámite del proyecto de ley de cupo de endeudamiento externo del Gobierno Nacional, y los mayores desafíos fiscales. En días recientes el mercado cambiario se ha estabilizado en una tasa de cambio levemente por encima de los COP4.000 por dólar, luego de conocerse el mejor comportamiento de la inflación en Estados Unidos; el anuncio del importante recorte en el gasto del Gobierno Nacional para lo que resta de 2024, y la ampliación del cupo de endeudamiento externo para el presente año.

Actividad económica en Colombia

En el contexto del ajuste macroeconómico requerido para lograr un crecimiento sostenible con estabilidad de precios, la economía registró un crecimiento del 0,6% en 2023, considerablemente inferior a su promedio histórico. En el primer trimestre de 2024 las cifras del DANE mostraron que la economía alcanzó un crecimiento del 0,9%. Aunque moderado, este resultado confirmó la senda de recuperación que trae la economía luego de la contracción del 0,7% en el tercer trimestre de 2023, seguida por un crecimiento del 0,4% en el último trimestre del año anterior.

Desde el punto de vista del gasto, el crecimiento anual observado en el primer trimestre de 2024 fue impulsado por la demanda externa neta, dada una caída de las importaciones y un aumento de las exportaciones. La demanda interna continuó contrayéndose en este periodo (-2,9%), como resultado de una caída importante de la inversión (-14,6%) y de un consumo de los hogares que no creció (-0,1%). Esto indica que la política monetaria restrictiva y las mayores tasas de tributación que caracterizaron el ajuste de 2023 continuaron incidiendo sobre el gasto agregado de la economía, el cual también se vio afectado por los bajos niveles de confianza empresarial y del consumidor, en un entorno de percepción de incertidumbre por parte del sector privado con respecto a diversos aspectos de la política pública. Por el lado de la oferta, el sector agropecuario, los servicios de administración pública, salud y educación, y las actividades artísticas y de entretenimiento fueron los que más se expandieron. En contraste, la industria manufacturera fue el sector con el mayor deterioro. El sector de construcción dejó de contraerse gracias al mejor desempeño de las obras civiles, el cual compensó la contracción del subsector de edificaciones residenciales y no residenciales.

En el curso del segundo trimestre la actividad económica siguió dando señales de mejoría, según lo sugiere el índice de seguimiento a la economía (ISE) para abril y mayo que elabora el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), el cual muestra un buen desempeño del sector agropecuario y de servicios relacionados con la administración pública, salud, educación y entretenimiento. Otros indicadores, como los desembolsos de crédito de consumo, el transporte de carga, el número de pasajeros aéreos y el pulso económico regional (PER)¹, también apuntan a aumentos de la actividad. No obstante, estos indicadores también revelan disparidades importantes en el desempeño entre sectores productivos. En el caso del ISE de las actividades secundarias que comprenden industria manufacturera y construcción, aquellas continúan en terreno negativo en mayo. De manera similar, la encuesta mensual de industria y comercio que realiza el DANE continuaba

1 El PER es un indicador económico elaborado por expertos de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República, el cual permite identificar las dinámicas y tendencias de corto plazo de siete regiones y su agregado nacional. Las fuentes de información que se utilizan son las percepciones de empresarios y directivos, quienes conocen en tiempo real el desempeño productivo de la empresa que representan, e indicadores cuantitativos desagregados geográficamente y de las actividades de seguimiento.

mostrando en mayo caídas importantes para la industria manufacturera y para las ventas reales del comercio minorista. De acuerdo con esta información, existe todavía un nivel de incertidumbre no despreciable sobre el alcance y persistencia de los síntomas de recuperación que han ofrecido algunos de los indicadores líderes más utilizados. En este contexto, el equipo técnico del Banco de la República (Banrep) prevé que en la segunda mitad del año la economía continuaría mejorando gradualmente su dinamismo, para alcanzar un crecimiento alrededor del 1,8% en todo 2024 y seguir acercándose a su crecimiento potencial en 2025.

Empleo

A comienzos de 2024 se registraron incrementos de la tasa de desempleo impulsados por el deterioro de la ocupación, después de lo cual este indicador ha permanecido relativamente estable. Así, entre diciembre de 2023 y mayo de 2024 la tasa de desempleo del agregado nacional subió 0,2 puntos porcentuales (pp) para llegar al 10,5% en mayo. Para el mismo periodo, la tasa de desempleo de las veintitrés ciudades se mantuvo estable, mientras que en las otras cabeceras y el área rural creció 0,3 pp.

El número de ocupados se mantuvo relativamente estable para el agregado nacional, con niveles cercanos a los 22,7 millones (m) de empleos. Por dominios geográficos se detuvo la caída de la población ocupada que se había observado en las otras cabeceras y el área rural durante el segundo semestre de 2023, y en lo corrido de 2024 se mantuvo en niveles cercanos a los 10,7 m, gracias al mejor desempeño del sector agropecuario. Estas variaciones positivas han sido compensadas por reducciones importantes del empleo en sectores como actividades profesionales, transporte y comunicaciones, y administración pública, salud y educación. Dada la estabilidad de la ocupación en el agregado nacional, la tasa de ocupación en mayo se ubicó en el 57,3%, un nivel similar al observado en diciembre de 2023 (57,2%).

Por posición ocupacional, en lo corrido de 2024 se observa una dinámica dispar entre los segmentos del mercado de trabajo. Por un lado, la población asalariada y formal en el agregado nacional se ha reducido ligeramente, luego de ser el segmento más dinámico en los años recientes. Por otro lado, la contracción que se presentaba desde septiembre de 2023 en el segmento no asalariado se frenó y en los últimos meses muestra un leve crecimiento. La dinámica del empleo no asalariado refleja el mejor desempeño de la ocupación en el sector agropecuario, en donde este tipo de ocupación es predominante. La reducción del empleo asalariado, junto con el crecimiento reciente del segmento no asalariado, explican el aumento de la tasa de informalidad, la cual se ubicó en el 56,2% en mayo de 2024, superior en un punto porcentual a la registrada en diciembre de 2023.

La tasa global de participación (TGP), que mide la proporción de la población en edad de trabajar que participa en el mercado laboral, se ha mantenido estable alrededor del 66% en las áreas urbanas durante lo corrido de 2024. En las otras cabeceras y el área rural se estabilizó en niveles cercanos al 62%. Adicionalmente, por género, en los últimos meses se detuvo la salida de mujeres de la fuerza de trabajo, lo que implicó incrementos (0,6 pp) en su TGP con respecto a lo registrado al cierre del año pasado. De esta manera, la TGP de las mujeres se ubicó en mayo en un 52,8%, mientras que la de los hombres llegó al 76,2%.

Inflación y política monetaria

La inflación total en junio se ubicó en un 7,2%, inferior a la observada en diciembre anterior (9,3%), y muy por debajo del pico que alcanzó en marzo de 2023 (13,3%). La tendencia decreciente de la inflación ha sido el resultado, principalmente, de la política monetaria restrictiva aplicada por la JDBR mediante incrementos

progresivos de la tasa de interés de intervención iniciados a partir de septiembre de 2021. Estos aumentos buscaban promover el ajuste que la economía colombiana requería para retornar a un crecimiento sostenible con estabilidad de precios. Además de contener las presiones inflacionarias, esta postura de política monetaria también contribuyó a corregir el desequilibrio externo, reducir y estabilizar la tasa de cambio, y moderar las expectativas de inflación. Este ajuste se dio en un contexto en el cual fueron cediendo las presiones externas y los diferentes choques de oferta asociados con la pandemia, con los efectos del paro del segundo trimestre de 2021 y con la guerra en Ucrania. Todo ello ha permitido que la inflación haya exhibido una tendencia descendente, que continuó en el primer semestre de 2024. A pesar de esto, la inflación sigue situándose por encima de la meta del 3%, debido, en gran medida, a la inercia que caracteriza los ajustes de precios en Colombia, atribuida, entre otros factores, a los elevados niveles de indexación, y a las importantes alzas de los salarios reales en años recientes impulsadas, en parte, por los incrementos en el salario mínimo. A esto se han sumado los efectos de los choques climáticos recientes y los necesarios incrementos en los precios de la gasolina para llevarlos a su nivel internacional.

En lo corrido de 2024 el descenso de la inflación ha sido liderado por los ajustes de los precios de los bienes diferentes a alimentos, cuya variación anual en junio fue del 1,4%, muy por debajo del registro de diciembre de 2023 (7,1%). La moderación sustancial del consumo, la disminución de los precios de bienes importados y la mayor estabilidad de la tasa de cambio han contribuido a este resultado. Los servicios también han ayudado a la reducción de la inflación, aunque en menor medida, al situarse en junio en el 7,9% anual frente al 9% registrado en diciembre de 2023. La relativa rigidez de la subcanasta de servicios está asociada con el incremento del salario mínimo y otros salarios, así como con la importancia de las fórmulas de indexación en la formación de varios de estos precios, como es el caso de los arriendos. La reducción de la inflación de bienes diferentes a alimentos, y en alguna medida la de los servicios, se ha reflejado en la disminución de la inflación básica (la inflación sin alimentos ni regulados), la cual se situó en junio en un 6,0%, descendiendo de manera significativa frente al resultado de finales del año pasado (8,4%) y al máximo observado en junio de 2023 (10,5%).

En contraste con lo anterior, la variación anual de precios de los alimentos, que ejerció presiones bajistas importantes a comienzos de año, revirtió esa tendencia en el segundo trimestre por razones atribuibles, en gran medida, a condiciones climáticas poco favorables. De esta forma, la inflación de alimentos se situó en el 5,3% en junio, cifra ligeramente mayor al 5,0% registrado en diciembre de 2023. La reversión de los precios de los alimentos se dio principalmente por cuenta de los alimentos perecederos, cuya producción resultó afectada por las sequías originadas por el fenómeno de El Niño.

Finalmente, la variación anual de precios de los regulados descendió de manera importante durante el primer semestre de 2024, pasando del 17,2% en diciembre de 2023 al 13,3% en junio de este año. La mayor estabilidad exhibida en el precio de la gasolina, luego de los ajustes efectuados el año pasado, explicó buena parte del descenso de la inflación de esta subcanasta. No obstante, la importancia de la indexación en los precios de los servicios públicos, junto con otros factores que han afectado las tarifas de la energía eléctrica, han impedido un descenso más marcado en este componente del índice de precios al consumidor.

Como se mencionó atrás, la política monetaria ha desempeñado un papel fundamental en contener las presiones inflacionarias originadas por la coincidencia de choques de oferta persistentes con excesos de gasto que sobrepasaron la capacidad productiva de la economía. Ante la evidencia de incrementos de precios y de sus pronósticos, la cual mostraba una tendencia creciente de la inflación, en septiembre de 2021 la JDBR inició un progresivo incremento de la tasa de interés de referencia, que llevaría la política monetaria a una postura restrictiva como la que se requería en aquellas circunstancias. Los incrementos de dicha tasa se implementaron de forma

ininterrumpida y en distintas magnitudes, según la información disponible para la JDBR en cada una de sus sesiones. De esta forma, la tasa de interés de política monetaria pasó del 1,75% en septiembre del 2021 al 13,25% en mayo de 2023, nivel que se mantuvo inalterado hasta mediados de diciembre de ese año, luego de lo cual la JDBR inició un recorte progresivo de la tasa de interés.

La decisión de la JDBR de emprender un ciclo de relajamiento de la política monetaria a partir de diciembre pasado tuvo como fundamento la tendencia decreciente que la inflación anual venía exhibiendo desde abril de 2023 y la evidencia de que la política monetaria restrictiva estaba cumpliendo con su objetivo de reducir el exceso de gasto de la economía. Para junio de 2024 se había completado un recorte acumulado de 2 puntos porcentuales (pp) de la tasa de interés de política, el cual la ubicaba en un 11,25%.

Si bien la tasa de inflación anual se ha reducido de manera importante, su nivel continúa alejado de la meta. La JDBR ha manifestado su propósito de conducir la inflación alrededor de su meta del 3% (+/-1%) hacia mediados de 2025; sin embargo, este es un proceso que no está exento de riesgos que podrían ralentizar esta convergencia. Entre aquellos cabe mencionar la rigidez a la baja que continúan mostrando algunos servicios, incluidos los arriendos y las tarifas de energía; el reciente repunte en los precios de los alimentos, principalmente perecederos, y la eventualidad de una depreciación nominal de la tasa de cambio que pueda traspasarse a los precios internos. Adicionalmente, a pesar de que las expectativas de inflación han venido mostrando una tendencia decreciente, estas se mantienen por encima de la meta a distintos plazos, lo cual impulsa procesos de indexación de precios. En estas circunstancias, la JDBR requiere ser especialmente cautelosa en el proceso de recortes de la tasa de interés de política, como se discute de forma detallada en un aparte especial de este *Informe* (véase el sombreado 2).

Balanza de pagos

Entre enero y marzo de 2024 la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un déficit de USD 1.924 m, inferior en USD 1.072 m al del mismo periodo del año anterior. Como proporción del PIB trimestral, el déficit se redujo del 3,7% del PIB en el primer trimestre de 2023 al 1,9% en el mismo periodo del presente año. La disminución del balance deficitario de la cuenta corriente se explicó por el mejor balance del rubro renta de los factores (USD 542 m), la variación favorable en la balanza comercial de servicios (USD 467 m), así como por el incremento en los ingresos netos por transferencias corrientes (USD 235 m). Estos resultados fueron compensados parcialmente por la ampliación en el déficit comercial de bienes (USD 171 m).

La mejora en el balance de la renta de los factores obedeció, principalmente, a la reducción de las utilidades de las firmas con inversión extranjera directa (IED) en Colombia, lo que se reflejó en menores egresos por remisión de utilidades. Las menores ganancias ocurrieron en su mayor parte en las actividades de minas y canteras, de explotación petrolera, de establecimientos financieros y servicios empresariales, y de transporte y comunicaciones. Por otra parte, los ingresos de las inversiones de Colombia en el exterior aumentaron como resultado de los mayores rendimientos de los activos de reservas internacionales y del incremento de la renta asociada con las inversiones directas de Colombia en el exterior. Lo anterior fue parcialmente compensado por los mayores pagos de intereses de créditos externos debido a los aumentos de las tasas de interés internacionales y, en menor medida, a los mayores saldos de la deuda externa.

La balanza comercial de servicios mostró un superávit de USD 125 m durante el primer trimestre de este año, lo que contrasta con el déficit de USD 343 m en el mismo periodo de 2023. Este buen resultado fue posible gracias a las mayores ventas de servicios tradicionales, en especial los servicios de viajes, debido al mayor número de

viajeros internacionales que arribaron al país. Las ventas de servicios modernos también se incrementaron, entre las que se destacan las mayores ventas de servicios de informática y servicios técnicos.

Las transferencias corrientes netas mostraron un superávit de USD 3.332 m entre enero y marzo de 2024, con lo cual superaron el resultado del primer trimestre de 2023, cuando registraron un superávit de USD 3.097. Este importante avance se explicó, principalmente, por los mayores ingresos por remesas de trabajadores, las cuales ascendieron a USD 2.721 m en el primer trimestre de 2024, con un incremento anual del 9,9% (USD 245 m). Estos ingresos son equivalentes al 2,7% del PIB trimestral y al 12,3% de los ingresos corrientes de la balanza de pagos. Su crecimiento estuvo explicado, principalmente, por las remesas enviadas desde Estados Unidos y España.

El aporte de los rubros mencionados a la mejoría del balance externo del país en el primer trimestre del año se vio limitado por el incremento del déficit comercial de bienes. Dicho déficit aumentó desde USD 1.885 m en el primer trimestre de 2023 a USD 2.057 m en el primer trimestre de 2024. La ampliación de este desbalance obedeció a una caída más fuerte de las exportaciones de bienes que la ocurrida con las importaciones. La contracción del valor exportado se originó, principalmente, en las menores ventas de carbón, ferroníquel y oro no monetario, las cuales se compensaron, en parte, por las mayores ventas de banano y de petróleo crudo. En el caso del carbón, cuyo valor exportado presentó el mayor retroceso, su caída se explicó por la fuerte reducción en su precio implícito de exportación (41,5%), que no logró ser compensada por las mayores cantidades vendidas (7,5%). Los precios implícitos de otras exportaciones importantes, como el ferroníquel, también se redujeron de forma notoria (46,2%). Lo anterior hizo que los términos de intercambio del país disminuyeran un 4,6% durante el primer trimestre de 2024 con respecto al mismo periodo de 2023. En cuanto a las importaciones, su caída se explica, principalmente, por las menores compras externas de insumos y de bienes de capital para la industria, de equipo de transporte y de combustibles y lubricantes.

La cuenta financiera del país, incluyendo activos de reserva, registró entradas netas de capital por USD 1.397 m (1,4% del PIB trimestral) en el primer trimestre de 2024, cifra inferior en USD 1.158 m a la observada un año atrás. Se destacan los recursos recibidos por IED (USD 3.620 m) y los ingresos por inversiones extranjeras de cartera (USD 583 m). No obstante, el monto por concepto de IED fue inferior en USD 489 m a lo recibido un año atrás. Esto se explica, principalmente, por la reducción en las inversiones recibidas en las actividades de industria manufacturera, petróleo, servicios comunales y personales, y electricidad, gas y agua, mientras se registró un aumento de la IED en minería, y comercio y hoteles.

Para 2024 el equipo técnico proyecta un déficit en la cuenta corriente cercano al 2,8% del PIB, moderadamente superior al déficit del 2,5% observado en 2023 y significativamente menor al déficit del 6,1% del PIB registrado en 2022. El país mantendría el acceso al financiamiento externo, en un contexto de tasas de interés internacionales y prima de riesgo colombiana superiores a su promedio histórico. La IED se mantendría como la principal fuente de financiamiento del déficit corriente, aunque se reduciría frente a 2023, en línea con los menores precios internacionales del carbón y el petróleo, y un crecimiento económico moderado.

Finanzas públicas

El *Marco Fiscal de Mediano Plazo* de 2024 (MFMP-24) presentado por el Ministerio de Hacienda a mediados de junio, muestra que el Gobierno General (GG) mostró un déficit del 2,7% del PIB en 2023, lo que significa una reducción de 3,6 pp con respecto al de 2022. Este ajuste se explica por la mejora en los balances del subsector de seguridad social, del resto del nivel central, al cual pertenece el Fondo

de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC), y del GNC. Se destaca el superávit del FEPC, que cerró en el 0,4% del PIB en 2023, en contraste con el déficit del 1,3% registrado un año atrás. La corrección de este desbalance se logró gracias a los recursos transferidos por la nación para saldar las obligaciones pendientes con Ecopetrol y otras empresas del sector, y a los ajustes graduales y progresivos en el precio de la gasolina que el GNC decretó desde finales de 2022, para acercarlo a su nivel internacional. No obstante, aún persisten presiones fiscales debido al diferencial del precio del diésel con su equivalente internacional, lo cual subraya la necesidad de disminuir el subsidio que se otorga a este combustible.

El ajuste de las finanzas públicas del GNC en 2023 estuvo respaldado por el impulso en el recaudo tributario derivado de las reformas aprobadas en 2021 y 2022, así como por el buen dinamismo de la actividad económica y petrolera en esos años. Según el *MFMP-24*, en 2023 el déficit fiscal y la deuda neta del GNC alcanzaron un 4,3% y 53,8% del PIB, respectivamente. Esto significa una disminución de ambos indicadores en comparación con 2022. En particular, se destaca la reducción del déficit fiscal en 1,0 pp del PIB debido a un incremento superior en los ingresos, en comparación con los gastos. Este resultado fue consistente con un sobrecumplimiento de 0,1 pp del PIB con respecto a la meta establecida en la regla fiscal para el balance del Gobierno Nacional.

El déficit del GNC para 2024 ascendería al equivalente al 5,6% del PIB, según las estimaciones presentadas en el *MFMP-24*. Esto significaría una ampliación del desbalance del GNC en algo más de un punto del PIB frente al déficit observado en 2023 (4,3% del PIB). Esta situación surge debido a los menores ingresos tributarios proyectados en el *MFMP-24*, y al aumento en el gasto por intereses, los cuales no lograrían ser compensados por el recorte de gastos por valor de COP 31 billones (b) que el Gobierno aplicará a los rubros distintos de intereses.

El mayor déficit fiscal del Gobierno Nacional, junto con la depreciación esperada, llevarían la deuda neta del GNC a un nivel del 55,3% del PIB al cierre de 2024. A pesar de que esto representa un aumento de 1,5 pp en el saldo de la deuda frente a lo observado en 2023, su nivel proyectado para 2024 sería coherente con el valor ancla o prudencial del 55% del PIB asociado con la regla fiscal.

Los pronósticos de déficit fiscal, según el *MFMP-24*, son consistentes con el cumplimiento de la regla fiscal; no obstante, según lo plantea el Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF), existen riesgos alrededor de las expectativas de recaudo y de gasto, relacionados con la incertidumbre sobre los recursos adicionales esperados por la gestión de la DIAN y con las erogaciones que pueden generarse a partir de la reciente aprobación de la reforma pensional, lo cual podría comprometer el cumplimiento de la regla fiscal en los próximos años.

Reservas internacionales

Las reservas internacionales netas totalizaron USD 60.901 m al 30 de junio de 2024, lo que significa un aumento de USD 1.293,1 m durante lo corrido del año. Este aumento se debe, principalmente, al programa de acumulación de reservas anunciado por la JDBR en diciembre de 2023. En lo corrido del año (al 15 de julio) se han acumulado reservas por USD 1.024,9 m, lo que corresponde al 73% del monto subastado (USD 1.400 m) y al 68% del monto total del programa de acumulación de reservas (USD 1.500 m). Por otra parte, el rendimiento de las reservas internacionales en lo corrido del año, excluyendo el componente cambiario, asciende al 1,43% (USD 864 m). Este resultado se explica, principalmente, por los mayores niveles en las tasas de interés, los cuales han tenido un impacto positivo en la rentabilidad de las reservas internacionales. Esto se ha visto parcialmente contrarrestado por la desvalorización de otras monedas de reserva frente al dólar de los Estados Unidos.

Un indicador ampliamente utilizado internacionalmente para medir el nivel adecuado de reservas internacionales es la metodología denominada *assessing reserve adequacy* (ARA), propuesta por el FMI². Esta métrica establece que las reservas deben cubrir los principales riesgos de la balanza de pagos en periodos de presión en el mercado cambiario, como aquellos asociados con la pérdida de acceso al financiamiento externo, la pérdida de confianza en la moneda local, la reversión de los flujos de capital, y un posible colapso de la demanda externa. Se considera que una economía mantiene niveles adecuados de reservas si la razón de reservas a nivel adecuado (ARA) se ubica entre 1,0 y 1,5. Con información disponible a junio de 2024, la razón de reservas a nivel adecuado (ARA) del FMI calculado para Colombia se ubicaba en 1,24.

Otros indicadores utilizados para evaluar las reservas internacionales pueden dar señales de alerta sobre la vulnerabilidad externa de las economías. Entre estos se encuentran las razones de reservas internacionales a agregados monetarios, a deuda externa de corto plazo y al déficit en la cuenta corriente. En el caso colombiano estos indicadores han permanecido relativamente estables en lo corrido del año, y las estimaciones muestran que el incremento en las reservas internacionales ha sido suficiente para compensar la disminución en la línea de crédito flexible (LCF) del FMI³. Así, en junio estas métricas apuntan a que el nivel de reservas permanece en niveles adecuados.

Utilidades del Banco de la República

La utilidad del Banco de la República al finalizar del primer semestre de 2024 ascendió a COP 4.088 miles de millones (mm), como resultado de ingresos por COP 5.903 mm y de egresos por COP 1.815 mm. Esta utilidad fue superior en COP 39 mm a la registrada en el mismo periodo de 2023.

Los ingresos durante este periodo respondieron, mayoritariamente, al rendimiento de las reservas internacionales, el cual ascendió a COP 3.770 mm, con un incremento de COP 237 mm frente al recibido en el primer semestre del año anterior. Los egresos se originaron, principalmente, por la remuneración a los depósitos del Gobierno Nacional en el Banrep, que ascendió a COP 683 mm, con una reducción de COP 812 mm con respecto al primer semestre de 2023, debido, en particular, a los menores saldos promedio mantenidos en el Banrep. Los gastos corporativos totalizaron COP 456 mm, con un incremento anual del 7,6% frente al mismo periodo de 2023. En este rubro se incluyen los gastos de personal, que representan el 64% del total de los gastos corporativos.

Para 2024 se proyecta una utilidad de COP 8.795 mm, inferior en COP 431 mm a la observada en 2023. Esta estimación tiene un alto grado de incertidumbre, teniendo en cuenta los riesgos asociados con la evolución del rendimiento de las reservas internacionales, al igual que con el crecimiento y las fuentes de expansión de la base monetaria.

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

3 El 26 de abril del 2024 el FMI aprobó un nuevo acuerdo por dos años a favor de Colombia en el marco de la LCF por un monto en derechos especiales de giro (DEG) de 6.133,5 m (300% de la cuota de Colombia en el organismo), que equivale a cerca de USD 8.100 m. Este acuerdo reemplazará el anterior, aprobado en 2022, por un monto en DEG de 7.155,7 m (correspondiente al 350% de la cuota de Colombia), y será considerado por las autoridades colombianas como un instrumento de carácter precautorio para enfrentar riesgos externos.

Recuadro 1

Designación del Banco de la República como administrador del Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo del Sistema de Protección Social Integral para la Vejez

La Ley 2381 de 2024, “Por medio de la cual se establece el Sistema de Protección Social Integral para la Vejez, Invalidez y Muerte de origen común, y se dictan otras disposiciones”, crea el Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo (en adelante el Fondo) y asigna al Banco de la República (Banrep) su administración. En este recuadro se presentan algunas consideraciones sobre los principales elementos contenidos en la Ley 2381 de 2024 respecto a la función asignada al Banrep.

Cabe resaltar que, durante el trámite del proyecto de ley, el Banrep presentó al Congreso de la República, al Gobierno y al público en general, mediante la comunicación GG-CA-07323-2024 del 21 de mayo de 2024 (Anexo R1.1) y su comunicado de prensa¹, algunos comentarios al proyecto relacionados con la designación del Banrep como administrador del Fondo. Dichos comentarios tuvieron como propósito contribuir al fortalecimiento de los objetivos y las finalidades de política pública que persigue la reforma, proponiendo la construcción de un marco legal sólido, que permita una estructura de gobierno robusta y una adecuada administración del riesgo, con el propósito de promover una gestión eficiente y transparente de los recursos públicos de la seguridad social.

A continuación, se destacan los principales asuntos que implica la designación del Banrep como administrador del Fondo en el marco de su función constitucional de servir como agente fiscal del Gobierno.

1. Finalidad del Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo

El Fondo, como mecanismo de ahorro, contribuye con la obligación del Gobierno Nacional de financiar las pensiones a cargo del componente de prima media del pilar contributivo.

En este sentido, las responsabilidades de financiar las pensiones y cubrir cualquier riesgo contingente son exclusivamente de Colpensiones y del Gobierno Nacional, pero no del administrador del Fondo.

El objetivo de la política de inversión de los recursos del Fondo se establece de manera consistente con la política de inversión fijada por el Gobierno Nacional y el Comité de Inversiones. La política de inversión contribuirá a la financiación de las pensiones a cargo de Colpensiones.

Los recursos del Fondo deben destinarse a usos compatibles con sus finalidades. Su uso sería incongruente para operaciones de financiación de gastos de funcionamiento o inversión, planes de Gobierno, servicio de la deuda, préstamos, o suscripción de emisiones de deuda pública y privada en el mercado primario.

2. El papel del Banco de la República como agente fiscal

El Banrep como administrador del Fondo se enmarca en su función constitucional de servir como agente fiscal del Gobierno. En consecuencia, los recursos del Fondo deben ser contabilizados en cuentas de orden del Banrep. Se mantendría una separación presupuestal y contable de los recursos del Banco de la República.

El Banrep asume exclusivamente una responsabilidad de medio y no de resultado en su condición de administrador del Fondo, siguiendo los principios de prudencia y diligencia. Las obligaciones de medio son propias de los mandatos de administración en el mercado de capitales.

1 <https://www.banrep.gov.co/es/noticias/banrep-pronunci-possibilidad-administrar-fondo-ahorro-vejez>

La administración del Fondo no debe interferir con las funciones misionales del Banrep. De esta forma, la función será ejercida en un marco de independencia operativa respecto de las demás funciones misionales del Banrep.

El Comité Directivo establecerá los criterios para la selección de los tipos de contratos de administración a través de los cuales se gestionarán los recursos y se materializarán las decisiones de inversión, así como respecto de quiénes participarán en la gestión del portafolio, y demás asuntos técnicos y operativos requeridos para su gestión. De esta manera, siguiendo los mandatos del Comité Directivo, en el marco de su autonomía técnica y operativa el Banrep gestionará los recursos del fondo.

3. Criterios de evaluación

La evaluación del Fondo deberá sujetarse a criterios técnicos, de manera que las decisiones de inversión y de administración sean evaluadas en forma conjunta, considerando el contexto del portafolio de inversiones, mas no el desempeño de una inversión individual. De este modo, las inversiones deben evaluarse como parte de una estrategia global de inversión, de acuerdo con los riesgos y la rentabilidad determinados por la política de inversión establecida por el Comité Directivo. Con ello se reconocería que las decisiones de inversión se toman con base en las condiciones cambiantes de los mercados, y están sujetas a los efectos de la inflación o deflación, los impuestos aplicables y las necesidades de liquidez, entre otros. En algunos periodos, por condiciones adversas del mercado, se podrían observar rentabilidades negativas en inversiones particulares o en la totalidad del portafolio.

4. Integración del Comité Directivo del Fondo: miembros expertos

La Ley asigna a la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) la función de designar a los miembros expertos del Comité Directivo. El Fondo contará con un Comité Directivo que será conformado por siete miembros: el ministro de Hacienda y Crédito Público o su delegado; el ministro de Trabajo o su delegado; el director del Departamento Nacional de Planeación, y cuatro personas expertas en una o varias de las disciplinas indicadas por la ley, las cuales serán seleccionadas por la JDBR por un periodo fijo de cinco años y reelegibles por otro periodo.

El Comité Directivo del Fondo, como órgano de Gobierno, debe actuar conforme al mejor interés para el Fondo, y contar con un mandato claro y con la autoridad y competencia adecuados para realizar sus funciones.

Anexo R1.1



GG-CA-07323-2024

Bogotá D.C, 20 de mayo de 2024

Honorable Representante
MARTHA ALFONSO JURADO
Coordinadora Ponente
Comisión Séptima Constitucional Permanente - Congreso de la República
Bogotá D.C., Colombia

Asunto: Comentarios del Banco de la República al Proyecto de Ley No.293 de 2023 Senado
“Por medio de la cual se establece el sistema de protección social integral para la vejez, invalidez y muerte de origen común, y se dictan otras disposiciones”

Honorable Representante:

A continuación, se presentan los comentarios del Banco de la República (en adelante BR) al texto aprobado por la Plenaria del Senado en el trámite del Proyecto de Ley No. 293 de 2023 Senado (en adelante PL) en el cual se le designa como administrador del Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo del Sistema de Protección Social Integral para la Vejez (en adelante el Fondo).

Agradecemos la confianza que a través de este acto deposita el Congreso de la República en el BR. Nuestros comentarios buscan contribuir a fortalecer los objetivos del proyecto y las finalidades de política pública que persigue, mediante la construcción de un marco legal sólido, que permita una estructura de gobierno robusta y una adecuada administración del riesgo, con el fin de asegurar una gestión eficiente y transparente de los recursos públicos de la seguridad social.

En ese contexto, y como se resaltaré más adelante, la ley debe concebir la participación del BR como administrador del Fondo en el marco de su función constitucional de servir como agente fiscal del gobierno, por lo que ejercerá su función en un marco de independencia operativa y sin resultar, por esta vía, siendo administrador de las pensiones o pagador directo de las mesadas pensionales. Consideramos asimismo que, en cumplimiento de lo establecido en el artículo 154 de la Constitución y teniendo en cuenta el alcance y la necesidad de coordinación interinstitucional que implica, el PL debe contar con el aval del gobierno.

A. Marco legal claro y objetivos del Fondo

1. El **marco legal** al que se sujete el Fondo debe ser claro, asegurar su correcta operación y el cumplimiento de sus objetivos, con el fin de soportar una estructura institucional y de gobernanza robusta y una clara delimitación de responsabilidades entre el Fondo y otras entidades.

www.banrep.gov.co
Calle 12 N° 4-55, Tel.: (57) 601 343 1111

Anexo R1.1
(continuación)

BANCO DE LA REPÚBLICA
COLOMBIA

GG-CA-07323-2024

- 1.1 Observamos que los artículos del PL que se refieren al Fondo requieren mayor claridad sobre los roles y responsabilidades de los órganos de gobierno del Fondo y de su administrador, y los lineamientos de administración y de inversión. En particular, falta precisión respecto del alcance del rol del Banco de la República como administrador del fondo.
 - 1.2 El rol del Banco de la República como administrador del Fondo debe concebirse en el marco de su función constitucional de servir como agente fiscal del Gobierno. En este orden de ideas, esta entidad puede proveer una infraestructura técnica y operativa que le permita al Gobierno gestionar estos recursos, como responsable de dirigir el servicio público de seguridad social al que se refiere la Constitución. Sin embargo, no cabe dentro del rol constitucional de esta entidad asegurar la financiación de las pensiones ni definir los miembros del Comité Directivo. Consideramos inadecuado, en ese contexto, que el nombramiento de algunos miembros del Consejo Directivo quede en cabeza de la Junta Directiva de Banco de la República (JDBR).
 - 1.3 Así mismo, es fundamental que se indique que las obligaciones del BR como administrador del Fondo serán **de medio y no de resultado**.
2. El **propósito** del Fondo debe estar claramente definido y divulgado públicamente. Esto facilita la formulación de estrategias de inversión apropiadas basadas en objetivos económicos y financieros y garantiza transparencia en su aplicación.
 - 2.1 Observamos que falta en el PL claridad respecto de la finalidad del Fondo, pues se le atribuye la función de financiar las pensiones del Componente de Prima Media del Pilar Contributivo, contribuir al cubrimiento del riesgo contingente de Colpensiones y asegurar un adecuado cubrimiento de las obligaciones del Componente de Prima Media del Pilar Contributivo. Debe ser claro que en el Componente de Prima Media del Pilar Contributivo las responsabilidades de financiar las pensiones y cubrir cualquier riesgo contingente son de Colpensiones y del Gobierno Nacional y no del administrador del Fondo, máxime cuando es bien conocido que dicho Fondo tiene un valor menor al del pasivo pensional. El hecho de que en la finalidad del Fondo se involucren aspectos que corresponden a otras entidades dificulta el cumplimiento de sus objetivos y la delimitación de responsabilidades.
 - 2.2 Es necesario aclarar los mandatos a los que se sujetaría el BR como administrador. El PL indica que se sometería *únicamente* a lo indicado en esta ley (art. 24), para luego señalar que debería considerar además el interés del Fondo y la política de inversiones que reglamente el Gobierno Nacional (art. 93). Adicionalmente, aunque no se señale de

Anexo R1.1 (continuación)

BANCO DE LA REPÚBLICA
COLOMBIA

GG-CA-07323-2024

manera explícita, es posible entender que el BR debería atender también la política de administración de los recursos que expedirá el Comité Directivo.

3. El proyecto establece que la administración del Fondo no debe interferir con las funciones misionales del BR. Puesto que decisiones que el BR adelanta como ejecutor de la políticas monetaria, cambiaria y crediticia pueden afectar positiva o negativamente al Fondo, la ley debe reconocer explícitamente la prevalencia del mandato constitucional del BR de preservar la capacidad adquisitiva de la moneda.
4. Deben existir políticas, reglas y procedimientos claros y divulgados públicamente sobre las operaciones de **financiamiento, desacumulación y gasto** del Fondo.
 - 4.1 El PL deja estos asuntos, en su mayoría, al reglamento. Observamos que es necesario que los principios generales a los que se sometan estas operaciones queden establecidos en la ley y que se aclare que los órganos de administración del Fondo deben buscar generar rendimientos basados solamente en consideraciones económicas y financieras.
 - 4.2 Es de particular importancia que se establezcan en la ley los criterios a los que se someterá la **desacumulación** del Fondo, con el fin de asegurar que se cumpla su propósito legal y evitar que los recursos se utilicen con otros fines. Si bien el artículo 11 del PL señala que los aportes y cotizaciones no pueden usarse para financiar planes del Gobierno, no existe una disposición que señale de manera clara que los recursos del Fondo (los cuales no son equivalentes a los recursos de las cotizaciones) no pueden usarse para financiar gastos de funcionamiento o inversión, para financiar planes de gobierno o para el servicio de la deuda. Así mismo, debe señalarse que con cargo a los recursos del Fondo no pueden hacerse préstamos directos o suscribir emisiones de mercado primario.
 - 4.3 Falta también precisar en la ley los mecanismos por medio de los cuales los recursos del Fondo financian el componente de Prima Media del Pilar Contributivo. Se lee en el PL que será responsabilidad de Colpensiones reconocer y pagar las mesadas que se causen con base en el nuevo régimen, pero no se aclaran los mecanismos por medio de los cuales se apropiarán los recursos del Fondo en el presupuesto de Colpensiones. Es necesario también aclarar que el Fondo no será pagador directo de ninguna mesada pensional.

B. Marco institucional y estructura de gobierno

1. El marco de gobernanza del Fondo debe ser sólido y establecer una división clara y efectiva de roles y responsabilidades, para facilitar la rendición de cuentas.
 - 1.1 La gestión operativa debe llevarse a cabo de manera independiente, para garantizar que sus decisiones de inversión y operaciones se basen en consideraciones económicas y

3

www.banrep.gov.co
Calle 12 N° 4-55 , Tel.: (57) 601 343 1111

Anexo R1.1
(continuación)

BANCO DE LA REPÚBLICA
COLOMBIA

GG-CA-07323-2024

financieras consistentes con su política de inversión y objetivos. Por lo mismo, el Banco de la República, o quien actúe como administrador, no puede elegir a los miembros del Comité Directivo, en especial si este órgano aprueba la política de administración y emite concepto vinculante sobre la política de desacumulación.

- 1.2 Para cumplir con su finalidad como administrador del Fondo, el BR debe tener independencia operativa. Esto implica, entre otros, independencia para seleccionar los vehículos a través de los cuales se administrarán los recursos y se materializarán las decisiones de inversión, libertad en la elección de quienes participarán en la gestión del portafolio y demás asuntos técnicos y operativos requeridos para su gestión.
2. El **Comité Directivo** del Fondo, como órgano de gobierno, debe actuar en el mejor interés del Fondo, y contar con un mandato claro y la autoridad y competencia adecuados para llevar a cabo sus funciones.
 - 2.1 Para el adecuado funcionamiento del Comité Directivo, es necesario definir con claridad los mecanismos de designación de sus miembros, sus periodos, las condiciones en caso de ausencia temporal o definitiva de alguno de ellos, la contabilización de sus periodos, el código de buen gobierno y los mecanismos para gestionar los conflictos de interés, entre otros.
 - 2.2 En la ley debe señalarse claramente que el Comité Directivo es el responsable de establecer la estrategia y las políticas destinadas a alcanzar los objetivos del Fondo y es en última instancia el responsable de su desempeño.
3. Es indispensable designar un auditor del Fondo y un marco de rendición de cuentas de las operaciones. Para el efecto, en línea con la experiencia del Fondo de Ahorro y Estabilización, sugerimos que el auditor del Banco de la República sea el responsable de auditar el Fondo. Así mismo, debe detallarse la responsabilidad del Comité Directivo sobre el seguimiento del desempeño del Fondo, y la presentación y aprobación de los informes financieros.
4. Las decisiones de inversión y de administración deben ser evaluadas en forma conjunta, en contexto con el portafolio de inversiones. El desempeño de una inversión individual no debe evaluarse sin haber considerado la estrategia global de inversión, de acuerdo con los riesgos y rentabilidad determinados por la política de inversiones. En algunos periodos determinados por condiciones adversas del mercado, la totalidad del portafolio podrá también observar rentabilidades negativas.
5. Es importante que el Comité Directivo cuente con consultores y/o asesores externos especializados para el ejercicio de sus funciones. En cada caso, el Comité Directivo establecerá

Anexo R1.1
(continuación)**BANCO DE LA REPÚBLICA**
COLOMBIA**GG-CA-07323-2024**

los criterios de selección. Todos los costos y gastos asociados al proceso de selección y contratación de los asesores se pagarán con cargo al Fondo.

6. Debe garantizarse la divulgación pública del (i) marco de gobernanza y los objetivos del Fondo, (ii) los mecanismos para garantizar la independencia operativa del Fondo; (iii) la información financiera relevante sobre el Fondo.

C. Marco de inversión y gestión del riesgo

1. En la ley debe señalarse con claridad que la política de inversión del Fondo debe ser clara y coherente con los objetivos del Fondo y con su tolerancia al riesgo, y que debe ser divulgada públicamente.
 - 1.1 Es conveniente que la política de inversiones se defina a nivel general en el reglamento y sea desarrollada posteriormente por el Comité Directivo, tal como se hizo en el Fondo de Ahorro y Estabilización. En cualquier caso, esta política debe autorizar al administrador, por intermedio de los terceros que designe (fiduciarias, fondos de pensiones, entre otros) para hacer inversiones en el exterior y debe aclarar que estas inversiones no hacen parte de las reservas internacionales del BR.
 - 1.2 Las decisiones de inversión del Fondo deben buscar maximizar los rendimientos financieros ajustados al riesgo, de manera consistente con la política de inversión, y basarse en fundamentos económicos y financieros. Las finalidades del Fondo definidas en la ley deben ajustarse para reflejar este principio. Si las decisiones de inversión están sujetas a consideraciones que no sean económicas y financieras, éstas deben establecerse claramente en las normas y en la política de inversión y ser divulgadas públicamente.
 - 1.3 Por lo mismo, deben revisarse las finalidades del Fondo, como ya se señaló. No resulta viable que a la administración del Fondo se le asigne el objetivo de “*generar la mejor mesada pensional*” ya que las mesadas pensionales del componente de Prima Media del Régimen Contributivo están explícitamente definidas por la Ley y la responsabilidad de pagarlas corresponde a Colpensiones y al Gobierno Nacional.
2. Es necesario incluir mecanismos para asegurar la transparencia en la gestión y administración del Fondo, en especial en lo relativo a los conflictos de interés y el acceso a información privilegiada. Es conveniente que la ley establezca estos principios generales, para ser tenidos en cuenta para el ejercicio de la facultad reglamentaria y para la expedición de los reglamentos de administración y de inversión.

Anexo R1.1
(continuación)

BANCO DE LA REPÚBLICA
COLOMBIA

GG-CA-07323-2024

3. La política de gestión de riesgos debe ser expedida por el Consejo Directivo y debe considerar los riesgos financieros, operativos, regulatorios y reputacionales. La gestión del riesgo del Fondo no puede ser una competencia exclusiva de su administrador.

En conclusión, es fundamental el establecimiento de un marco legal robusto, que permita una estructura de gobierno sólida en el marco de la cual se garantice la independencia operativa, con reglas claras sobre inversión y gestión de riesgo. Una estructura normativa y organizacional de este tipo asegura que la Junta Directiva del Banco de la República conserve su autonomía constitucional y garantiza un manejo responsable y transparente de los recursos del Componente de Prima Media del Pilar Contributivo.

Cordialmente,



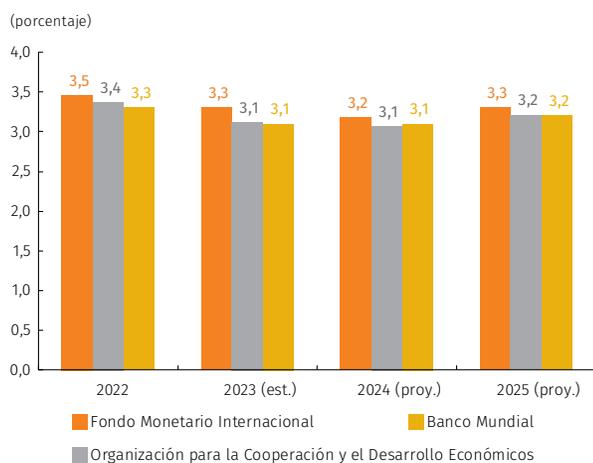
Leonardo Villar Gómez
Gerente
Gerencia General

2. Entorno macroeconómico

2.1 Evolución y perspectivas del entorno macroeconómico internacional

En el primer trimestre de 2024 la economía mundial continuó expandiéndose en un entorno de moderación de la inflación y mercados laborales resilientes. En este contexto, los organismos internacionales proyectan un crecimiento mundial para 2024 similar al observado en 2023. Durante la segunda mitad de 2023 y lo corrido de 2024, en varias economías del mundo se observaron señales de un crecimiento más dinámico de lo esperado por varios organismos internacionales y analistas de mercado¹. La excepción fue el caso de Estados Unidos, que experimentó una sorpresa a la baja en el crecimiento anual del primer trimestre del año de 2,9%, aunque por encima de su promedio histórico². Se prevé que la resiliencia de la economía mundial continúe durante el resto de 2024, aunque con tasas de crecimiento modestas. En este sentido, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), proyectan un crecimiento para 2024 superior al 3%³, similar al observado el año anterior (Gráfico 2.1). Ello ocurriría en un contexto donde las políticas macroeconómicas seguirían siendo restrictivas en la mayoría de las economías, con tasas de interés reales que se mantendrían en terreno contractivo y con un retiro gradual del apoyo fiscal. Una excepción sería el caso de China, donde se esperan tasas de interés bajas y un aumento del déficit fiscal al 7,5% del PIB, que soportarían el objetivo de crecimiento del 5% anunciado por el gobierno. Aunque la incertidumbre sigue siendo elevada, el balance de riesgos se ha venido equilibrando. Este contemplaría las tensiones geopolíticas que persisten en Europa y Medio Oriente (que podrían generar interrupciones adicionales en el mercado energético), eventos climáticos adversos y los impactos rezagados de una política monetaria contractiva sobre la actividad económica a nivel global. Lo anterior sería compensado por aumentos en la productividad de algunas economías avanzadas y una demanda interna en dichos países que podría ser más fuerte de lo esperado, en la medida en que una reducción más pronunciada que la proyectada en la inflación permita que la política monetaria se torne menos contractiva para lo que resta de 2024.

Gráfico 2.1
Crecimiento económico mundial
(variación anual)



est.: estimado; proy.: proyectado
Fuente: Fondo Monetario Internacional (julio 2024), Banco Mundial (junio 2024), Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (mayo 2024).

El precio internacional del petróleo se ha incrementado, en un entorno de recortes de producción por parte de la Organización de Países Productores de Petróleo y sus aliados (OPEP+)

- 1 Para el primer trimestre de 2024 se presentaron sorpresas al alza en el crecimiento anual en países como India (7,8%), Indonesia (5,1%), China (5,3%), Brasil (2,5%), Chile (2,3%), Polonia (2,0%), la zona del euro (0,4%) y Reino Unido (0,3%).
- 2 El promedio histórico (2000-2023) del crecimiento anual del PIB real de los Estados Unidos es de 2,1%.
- 3 El FMI pronostica un 3,2% de crecimiento de la economía mundial y la OCDE un 3,1%.

Gráfico 2.2
Precio internacional del petróleo^{a/}



a/ Referencia Brent.
Fuente: Bloomberg.

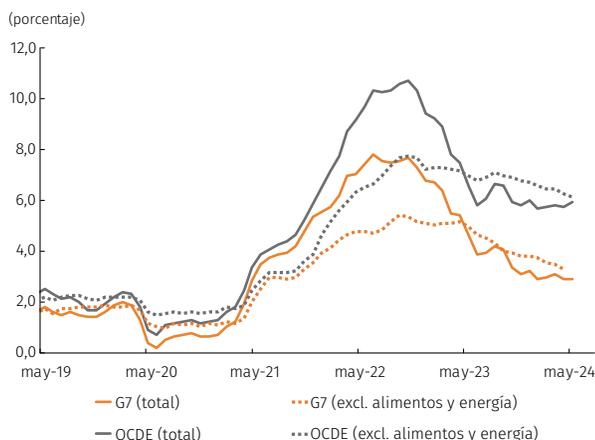
y de mayores tensiones geopolíticas en Medio Oriente, y entre Rusia y Ucrania. En el primer semestre del año la cotización del crudo para la referencia Brent se ubicó, en promedio, cerca de los USD 83 por barril (bl), con un incremento cercano al 4 % frente a lo observado en el mismo periodo de 2023 (Gráfico 2.2). Esta dinámica se dio en medio de la ejecución de recortes voluntarios a la extracción de petróleo por parte de los miembros de la OPEP+, los cuales continuarían hasta septiembre de 2024⁴. De igual forma, las tensiones geopolíticas por cuenta de los conflictos en Medio Oriente y la continuación de la guerra entre Rusia y Ucrania han contribuido al fortalecimiento de los precios en lo corrido del año. A esto se suman la reducción de los niveles de producción en Rusia y la fuerte demanda de crudo impulsada, principalmente, por la actividad económica de China e India. No obstante, el incremento en los precios ha estado limitado por el aumento en los niveles de producción de los países fuera de la OPEP+, de los que se destaca el comportamiento de la producción observada y esperada en Estados Unidos, Guayana, Canadá y Brasil, así como la tendencia creciente en los niveles de producción de algunos países como Irán. Los pronósticos del reporte de julio de la Administración de Información de Energía de los Estados Unidos (AIE) señalan que el precio del petróleo Brent se ubicaría en promedio en USD 86 bl en 2024 y USD 88 bl en 2025.

El índice de precios internacionales de algunos de los principales alimentos importados por Colombia ha caído en términos anuales. En junio de 2024 el índice de precios de los cereales del Banco Mundial se redujo en un 14 % anual. Se destaca la disminución de los precios del maíz (-28 %), la soya (-19 %) y el trigo (-17 %), explicada por las perspectivas favorables para su oferta. A lo anterior se suma la caída anual (cercana al 15 %) en los precios de los fertilizantes. Según las proyecciones del Banco Mundial en su informe de abril, se espera que el índice de precios de los cereales se reduzca en un 11,3 % en 2024 y un 3,8 % en 2025, mientras que el de las bebidas y otros alimentos presentarían un crecimiento del 22 % y 2 %, respectivamente, en 2024, seguido de una reducción del 12 % y 2,8 % en 2025.

En lo corrido de 2024 la inflación mundial continuó moderándose, pero a un ritmo más lento de lo esperado. La disminución ha ocurrido en medio de una política monetaria contractiva, de una consolidación fiscal en varios países y de una desaceleración en algunas economías. Durante 2023 la reducción de la inflación a nivel mundial se dio como consecuencia de menores precios de la energía y de los alimentos, desaceleración económica mundial, política monetaria restrictiva, consolidación fiscal en varias economías y de la normalización en las cadenas de suministro global. No obstante, en el primer trimestre de 2024 este proceso se revirtió ligeramente debido a los aumentos en los precios internacionales de la energía, al aumento de los costos de transporte marítimo, a la persistencia de la inflación de los servicios y a unos mercados laborales que continuaron apretados en varios países avanzados, con una fuerza laboral que se mantiene por debajo de la cantidad de empleos disponibles y

4 En lo corrido de 2024 la OPEP+ ha mantenido los recortes voluntarios cercanos a 2,2 millones de barriles diarios. Estos estarían vigentes hasta septiembre de 2024, según el comunicado del 2 de junio de la OPEP+.

Gráfico 2.3
IPC total e IPC excluyendo alimentos y energía^{a/}
(variación anual)

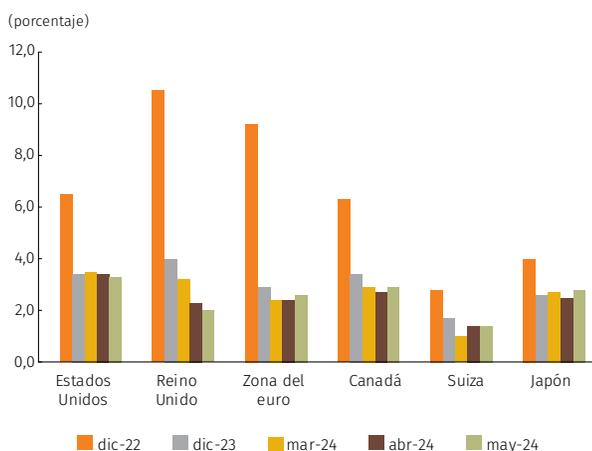


a/ Los países que integran el grupo G7 son Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Reino Unido y Estados Unidos.

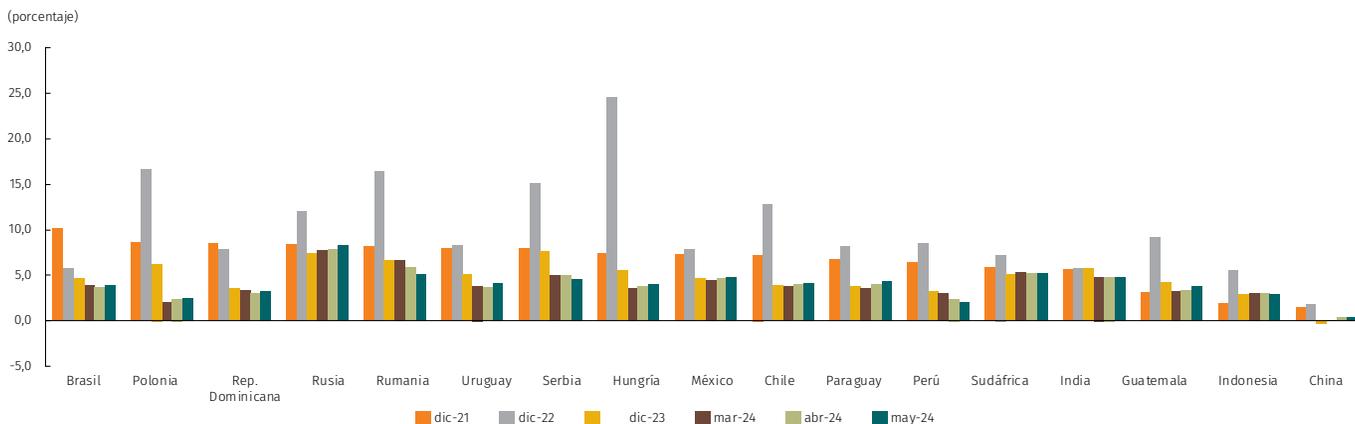
Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

Gráfico 2.4
Inflación total al consumidor

A. Algunas economías avanzadas



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



Fuente: Bloomberg.

aumentos salariales por encima de la inflación total. En línea con esto, en mayo de 2024 la inflación anual total de los países miembros de la OCDE se ubicó en el 5,9%, mientras que para los países del G7 fue del 2,9%, valores similares a los observados a inicios del año⁵ (Gráfico 2.3). En cuanto a la inflación básica (excluyendo alimentos y energía), esta continuó su disminución en lo corrido de 2024 y para abril se ubicó en el 6,2% para los países miembros de la OCDE y en el 3,3% para el G7. Durante el resto del año se espera que continúe la reducción de la inflación, jalonada por unas menores presiones en los precios internacionales de los bienes manufactureros y la energía. En este contexto, en su último reporte el FMI proyecta que la inflación total promedio mundial pasaría del 6,7% observado en 2023 al 5,9% en 2024 y al 4,4% en 2025, lo que representa una reducción más lenta que la proyectada en su informe anterior.

La inflación total continuaría reduciéndose en lo que resta del año, pero se mantendría por encima de su meta en algunas economías avanzadas y países de la región.

En mayo de 2024 la inflación anual total en algunas economías avanzadas volvió a moderarse luego de las sorpresas al alza observadas en el primer trimestre del año. En particular, se resalta la reducción de la inflación anual total en Estados Unidos (3,3%) y Reino Unido (2,0%), mientras que se observó alguna aceleración en economías como la zona del euro (2,6%), Canadá (2,9%) y Japón (2,8%) (Gráfico 2.4). Adicionalmente, la inflación básica continuó con su persistencia en las economías avanzadas y en mayo se ubicó por encima de la inflación total en Estados Unidos (3,4%), la zona del euro (2,9%) y Reino Unido (3,5%). De igual manera, en la mayoría de las economías emergentes se presentó alguna aceleración de la inflación en mayo, con registros que se encuentran por encima de la inflación básica en la mayoría de los casos. Así, para mayo la inflación anual para las principales economías de América Latina se ubicó en 3,9% en Brasil, 4,7% en México, 4,1% en Chile y 7,2% en Colombia (Gráfico 2.4, panel B). Hacia adelante, de acuerdo con las encuestas realizadas por los bancos centrales, se espera que la inflación total se mantenga por encima de su meta a finales de 2024 en algunas de las principales economías avanzadas, como Estados Unidos y la zona del euro, y en economías de la

5 En enero de 2024, la inflación para los países miembros de la OCDE alcanzó un 5,7% y para los países del G7 se ubicó en el 2,9%.

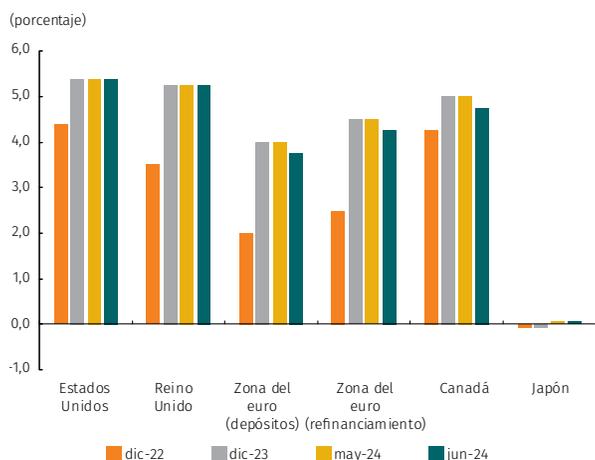
región, como Colombia y México. Por su parte, en Brasil, Perú y Chile las expectativas de inflación a doce meses y la inflación observada se encuentran dentro de su rango objetivo⁶.

La Reserva Federal (Fed) de los Estados Unidos mantuvo estable su tasa de interés de política durante el primer semestre del año. Por el contrario, en otras economías avanzadas ya se dieron las primeras reducciones. En Estados Unidos, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) mantuvo estable su tasa de interés de política en un rango entre el 5,25% y 5,50%, resaltando la buena dinámica de la actividad económica, la fortaleza del mercado laboral y la necesidad de tener una mayor confianza en la trayectoria de la inflación antes de comenzar a reducir las tasas de interés. En línea con lo anterior, la mediana de las nuevas proyecciones del FOMC publicadas luego de su reunión de junio señala una reducción en la tasa de interés de política de 25 puntos básicos (pb), la cual se daría a finales de 2024, en la medida en que la inflación continúe moderándose. Por el contrario, a finales del primer semestre de 2024 el Banco Central Europeo y el Banco de Canadá comenzaron a reducir sus tasas de interés de política, a pesar de la aceleración inflacionaria que se observó en mayo en estos países. Por su parte, en el primer trimestre del año Japón abandonó su política de tasas de interés negativas y de control de la curva de rendimientos, con el objetivo de controlar las presiones inflacionarias locales.

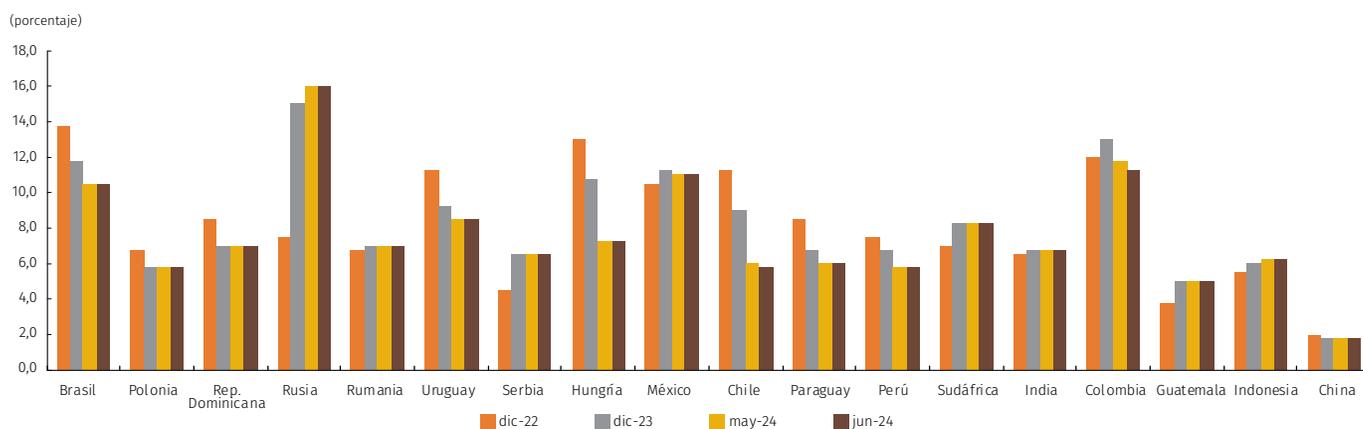
En algunas economías emergentes continuaría el proceso de reducción de las tasas de interés de política monetaria, en la medida en que la inflación se siga moderando y sus expectativas se anclen en niveles compatibles con la meta. Con corte a junio de 2024 la tasa de interés de política monetaria se ubicó en el 10,5% en Brasil, 8,5% en Uruguay, 6,0% en Paraguay, 11,0% en México, 5,75% en Chile y Perú, y 11,25% en Colombia (Gráfico 2.5), luego de sus máximos observados durante 2023. A pesar de estas reducciones, en términos reales las tasas de interés se mantienen en terreno contractivo (Gráfico 2.6). Otras economías han mantenido estables sus tasas de interés, como es el caso de India (6,75%), Sudáfrica (8,25%), Indonesia

Gráfico 2.5
Tasa de interés de política monetaria en algunas economías

A. Algunas economías avanzadas



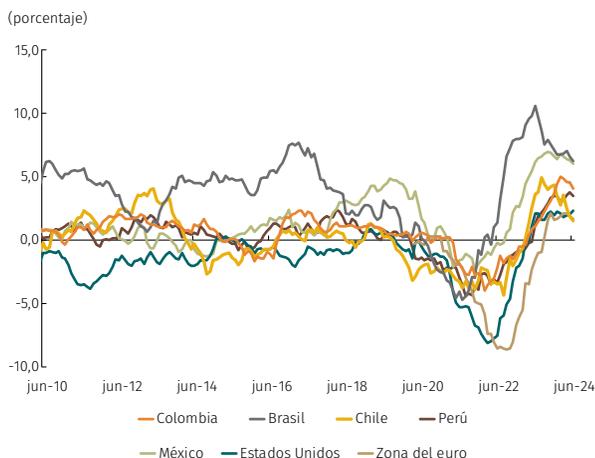
B. Algunas economías emergentes y de la región



Fuente: Bloomberg.

6 La meta de inflación en Estados Unidos y la zona euro es del 2,0%. En Colombia, México, Perú y Chile es del 3,0%. En Brasil, es del 3,25% para 2024.

Gráfico 2.6
Tasa de interés de política monetaria *ex post*^a



a/ La tasa de interés real *ex post* se refiere a la diferencia entre la tasa de interés de política monetaria en términos nominales y la inflación observada para el mismo mes.
Fuentes: Bloomberg y bancos centrales de cada país; cálculos del Banco de la República.

(6,25%), Serbia (6,5%), Polonia (5,75%), República Dominicana (7,0%), Guatemala (5,0%) y China (1,8%)⁷. Hacia adelante, se esperan reducciones de las tasas de interés en estos países, que comenzarían en la segunda mitad del año.

Los desarrollos en torno a la inflación y la actividad económica han llevado a los mercados financieros a ajustar significativamente sus expectativas sobre el ciclo de recortes de tasas de interés en las principales economías desarrolladas, frente a lo previsto a comienzos de año. Mientras a inicios de 2024 se esperaba que la Fed y el Banco Central Europeo (BCE) realizaran seis recortes de 25 pb cada uno durante el año, a finales de junio solo se anticipan dos. Pese a lo anterior, las condiciones financieras en estas economías permanecieron relativamente estables, dado que las expectativas de mayores tasas de interés, frente a lo que se descontaba a inicios del año, fueron compensadas por la fortaleza del mercado accionario y la compresión de los *spreads* de crédito. Además, hacia el final del periodo analizado, los mercados financieros también estuvieron afectados por la incertidumbre electoral ante las próximas elecciones presidenciales en Estados Unidos y las parlamentarias en Francia y Reino Unido, las cuales serán determinantes para el futuro fiscal en estas economías. Asimismo, la persistencia de los conflictos geopolíticos en Medio Oriente y Ucrania ha generado episodios de volatilidad durante el año. Por el contrario, durante lo corrido de julio, las expectativas de política monetaria han revertido parcialmente la tendencia observada durante buena parte del año, ante la publicación de algunas cifras de inflación y actividad económica que han sorprendido al mercado a la baja. Así, al 23 de julio, el mercado está descontando tres recortes acumulados durante 2024 tanto por parte de la Fed como del BCE.

En línea con lo anterior, las tasas de interés de los títulos de deuda pública aumentaron a nivel global. En las principales economías desarrolladas, estas tasas han subido en promedio 40 pb a lo largo de toda la curva de rendimientos, afectadas no solo por un panorama menos optimista en el frente monetario, sino también por una mayor incertidumbre en el frente fiscal. En Latinoamérica, estas han subido en mayor magnitud⁸, influenciadas por el entorno global y por factores idiosincrásicos, como la incertidumbre fiscal en Brasil y Colombia, así como el resultado electoral en México (donde el nuevo Congreso contará con mayoría oficialista), el cual aumentó los temores de que los legisladores en ese país puedan aprobar reformas que erosionen los controles al poder y el marco institucional, y las preocupaciones de que se impulsen reformas que puedan aumentar la intervención del gobierno en la economía.

El dólar se ha fortalecido frente a la mayoría de las divisas de países desarrollados y emergentes, ante expectativas de que la Fed retrase el posible recorte de su tasa de interés. Así, el

7 Corresponde a la tasa repo a siete días fijada por el Banco Popular de China.

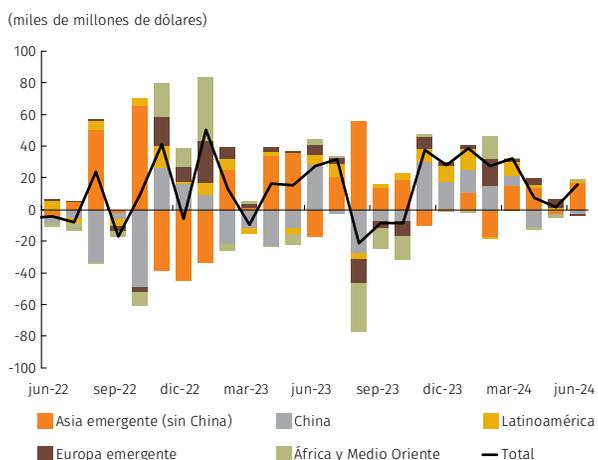
8 Los títulos a diez años se han desvalorizado en promedio 100 pb, mientras que los títulos con vencimiento a dos años lo han hecho en 30 pb.

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



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por su sigla en inglés).

índice DXY⁹ ha aumentado durante lo corrido del año al 4,5% (al 28 de junio), soportado por la publicación de algunos datos sólidos de la economía estadounidense, cifras de inflación superiores a lo esperado y una postura percibida por el mercado como *hawkish*¹⁰ por parte de la Fed. En este contexto, las monedas de las economías avanzadas se depreciaron frente al dólar (yen, euro y libra esterlina), debido a cambios en las expectativas de política monetaria en estas economías. De manera similar, las monedas de Latinoamérica se han depreciado, afectadas, además, por factores idiosincrásicos. Por el contrario, durante lo corrido de julio (al 23), el dólar se ha debilitado a nivel global ante las expectativas de una política monetaria menos contractiva en Estados Unidos.

La percepción de riesgo a nivel internacional aumentó, particularmente en los últimos meses del semestre, después de haber registrado niveles bajos a comienzos del año. Los indicadores de riesgo a nivel global, como lo son el Vix¹¹, el Vstoxx¹² y el Move¹³, repuntaron hacia el final del periodo, como consecuencia de los ajustes en las expectativas sobre la política monetaria en economías desarrolladas, y la mayor incertidumbre político-económica en Europa tras los resultados de las elecciones del Parlamento Europeo a inicios de junio y el posterior llamado a elecciones anticipadas por parte del presidente de Francia, Emmanuel Macron (Gráfico 2.7).

Se han observado entradas netas de inversión extranjera de portafolio hacia las economías emergentes por un monto mayor al observado en el mismo periodo de 2023. De acuerdo con la información disponible de cifras preliminares publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por su sigla en inglés), en lo corrido de 2024 (hasta junio) se han observado entradas netas de USD 126 miles de millones (mm), de las cuales USD 114 mm y USD 12 mm se dirigieron a los mercados de deuda y accionario, respectivamente (Gráfico 2.8). Este comportamiento se explicó, principalmente, por entradas a China y Europa emergente. En el caso de América Latina, los flujos de capital de portafolio presentaron entradas netas por un total de USD 25 mm, de las cuales USD 30 mm corresponden a entradas al mercado de renta fija y USD 5 mm a salidas del mercado de renta variable.

9 Índice que compara la divisa estadounidense con seis monedas principales. El euro (EUR) pondera 57,6%; el yen (JPY) 13,6%; la libra esterlina (GBP) 11,9%; el dólar canadiense (CAD) 9,1%; la corona sueca (SEK) 4,2% y el franco suizo (CHF) 3,6%.

10 Es un término que se utiliza para referenciar la postura de los miembros que participan en el establecimiento de la tasa de referencia y suele asociarse a aquellos que tienen una postura más fuerte respecto a la dinámica de la inflación, mientras que existe otro término (*dovish*) para referirse a aquellos que dan un mayor peso en sus decisiones a las consideraciones de empleo y actividad económica.

11 El Vix es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice S&P 500.

12 El Vstoxx es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice EuroStoxx 50.

13 El Move es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

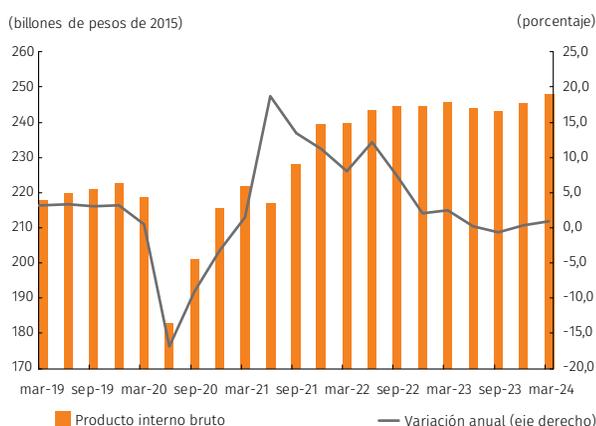
2.2 Evolución y perspectivas de la actividad económica y el mercado laboral

2.2.1 Actividad económica

Durante la primera mitad de 2024 la economía colombiana creció a un ritmo lento, pero algo superior al observado en 2023 y con tendencia a la recuperación. De acuerdo con la publicación más reciente del DANE, el PIB registró un crecimiento anual del 0,6% durante todo 2023, el cual, si bien fue bajo frente a lo observado en años anteriores, refleja la reducción del excesivo gasto que se había acumulado con posterioridad a la pandemia. Las cifras del PIB del primer trimestre de 2024, dadas a conocer por el DANE en mayo, siguen mostrando una actividad económica débil, con un ritmo de crecimiento del 0,9% anual —serie desestacionalizada y corregida por efectos calendario (DAEC)— (Gráfico 2.9). Para el segundo trimestre, la economía habría tenido un desempeño más favorable que, de acuerdo con la información disponible a la fecha¹⁴, obedecería a choques de oferta en el sector agropecuario y de demanda por algunos servicios. De esta forma, la economía habría continuado reflejando los efectos de una política monetaria restrictiva, que busca reducir la inflación, y de una política fiscal que el año pasado produjo un ajuste del déficit del Gobierno Nacional Central.

El bajo crecimiento económico en la primera mitad de este año habría seguido reflejando una demanda interna débil, con algunos síntomas de recuperación (Cuadro 2.1). La demanda interna registró una contracción anual en el primer trimestre del -2,6%, magnitud similar a la observada en 2023. No obstante, para el segundo trimestre, las estimaciones del equipo técnico del Banco de la República indican que esta habría dejado de caer. La reducción de los excesos de gasto continuó siendo explicada, en buena parte, por el consumo de los hogares, el cual habría continuado creciendo a tasas bajas, aunque permaneciendo en niveles históricamente altos y superiores a los que se hubiesen registrado de mantener su tendencia prepandemia. Lo anterior habría permitido una recuperación del ahorro privado, el cual se había reducido sustancialmente desde mediados de 2021. Esta dinámica del consumo sigue obedeciendo a unas tasas de interés que en términos reales se han mantenido altas y de un crédito que ha crecido poco, a pesar de algunos signos de recuperación a finales del primer semestre. El ajuste en el consumo se habría dado sobre todo en el de bienes durables y semidurables, que habían alcanzado hasta comienzos de 2023 niveles récord, en parte estimulados por las medidas de reducción del IVA. En el caso del consumo no durable, la corrección habría sido menos pronunciada, y en el caso de servicios se han seguido observando crecimientos anuales en lo corrido del año. Respecto al consumo público, este se estaría sosteniendo en la primera mitad del año en niveles similares a los registrados durante 2023, reportando, por tanto, crecimientos anuales mínimos. De esta manera, el

Gráfico 2.9
Producto interno bruto^{a/}
(variación anual)



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

¹⁴ En los que se incluye, entre otros, el índice de seguimiento a la economía (ISE) de abril, la demanda de energía, el movimiento de carga por carretera, el pulso económico regional (PER) y las transacciones de bancos comerciales.

Cuadro 2.1
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto^{a/}

	2023				2023	2024
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.
Gasto de consumo final	2,4	0,9	0,4	0,2	1,0	-0,3
Gasto de consumo final de los hogares	3,2	1,2	-0,2	-0,7	0,8	-0,1
Bienes no durables	3,5	1,6	0,4	-1,1	1,1	-0,1
Bienes semidurables	-2,1	-7,2	-6,9	-6,2	2,0	-6,5
Bienes durables	-5,1	-14,3	-14,5	-7,7	-10,5	-8,2
Servicios	4,9	3,6	1,5	1,9	2,9	1,9
Gasto de consumo final del gobierno general	-1,6	-0,1	3,2	5,4	1,6	0,9
Formación bruta de capital	-12,0	-24,5	-32,9	-32,5	-25,9	-14,6
Formación bruta de capital fijo	-3,9	-7,4	-11,3	-15,3	-9,5	-5,2
Vivienda	9,1	-1,0	-2,5	-9,6	-1,2	-7,0
Otros edificios y estructuras	-7,0	-5,3	-9,5	3,0	-4,8	4,0
Maquinaria y equipo	-8,2	-16,0	-17,6	-27,6	-17,6	-5,6
Recursos biológicos cultivados	0,6	6,2	7,2	4,7	4,6	2,4
Productos de propiedad intelectual	-0,2	1,5	-0,7	2,1	0,7	2,7
Demanda interna	-0,4	-4,0	-6,9	-4,4	-4,0	-2,6
Exportaciones	3,4	2,5	0,6	7,3	3,4	2,4
Importaciones	-8,0	-14,2	-23,2	-14,2	-15,0	-13,3
PIB	2,6	0,3	-0,7	0,4	0,6	0,9

a/Corregido por estacionalidad y efectos calendario, base 2015.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

consumo público habría seguido contribuyendo al ajuste económico, pues a raíz de la pandemia registró crecimientos históricos que, en parte, se han revertido.

En lo corrido del año, la inversión continuó presentando caídas anuales pronunciadas. La inversión continuó mostrando un bajo desempeño en un entorno de tasas de interés reales altas, unas mayores exigencias crediticias y la reducción de los altos niveles registrados en años anteriores en componentes como maquinaria y equipo. Dentro de este agregado, que retrocedió anualmente un 5,2% en el primer trimestre, el principal responsable fue la inversión en maquinaria y equipo y, en segundo lugar, la inversión en vivienda. Adicionalmente, igual a lo observado durante la segunda mitad de 2023, en lo corrido del año se ha observado una importante desacumulación de inventarios, que ha tenido un efecto no despreciable en la caída de la inversión total. El comportamiento de este componente del gasto estaría siendo más débil de lo que se explicaría por el aumento en las tasas de interés por parte de la JDBR. Otros factores ajenos a la política monetaria y a las tasas de interés se habrían sumado a la caída en este rubro, tales como los relacionados con los bajos niveles de confianza empresarial, en un entorno de percepción de incertidumbre respecto a diversos aspectos de la política pública por parte del sector privado, con una menor llegada de inversión extranjera, sobre todo en sectores primarios, con cambios en la política de vivienda de interés social y con un muy lento avance en los programas de inversión en los diferentes niveles del sector público. No obstante, en el comienzo del año la formación bruta de capital fijo aumentó en términos trimestrales, comportamiento que se habría extendido al segundo trimestre. La recuperación en el margen de la inversión fija estaría siendo impulsada por el impulso de las obras civiles y una mejora en maquinaria y equipo, particularmente por bienes de capital para la industria.

En el primer trimestre la reducción de los excesos del gasto interno siguió permitiendo un descenso de las importaciones, lo cual, junto con unas exportaciones que siguieron creciendo, llevó a una disminución adicional del desbalance externo medido tanto en dólares como en pesos. El bajo crecimiento del consumo privado, pero, sobre todo, la caída de la inversión siguió reflejándose en un descenso de las importaciones, las cuales continuaron registrando tasas negativas significativas (-13,3% anual en el primer trimestre) y similares a las observadas en 2023. A la par con esto, las exportaciones aumentaron anualmente (2,4% en el primer trimestre), en particular por el dinamismo de las ventas externas de manufacturas y servicios. Gracias a lo anterior, en el primer trimestre el déficit comercial en pesos constantes se redujo frente a lo observado un año atrás, así como respecto al cierre de 2023. Cabe señalar que la disminución de este desbalance externo comercial durante 2023, y que se extendió durante el primer trimestre de 2024, se tradujo en un ajuste del déficit en la cuenta corriente (véase sección 5.1 de este *Informe*), que tuvo su contrapartida en una reducción del desbalance ahorro-inversión de la economía.

El menor dinamismo del gasto interno también permitió una disminución adicional de los excesos remanentes de demanda en la economía, haciendo posible la reducción de las presiones inflacionarias derivadas del gasto. Cuando la economía opera por encima de su capacidad productiva (brecha del producto positiva), la demanda agregada supera a la oferta, lo que termina impactando los costos y los precios, generando presiones inflacionarias y desviando la economía de su senda de crecimiento sostenible. De este modo, la desaceleración de la demanda interna, que se ha traducido en decrecimientos anuales y, hasta el tercer trimestre de 2023, en disminuciones en sus niveles, ha permitido reducciones adicionales de los amplios excesos de demanda generados durante 2021 y 2022. Ello, a su vez, contribuyó a que el proceso de reducción de la inflación total y básica continuara durante el cierre del año pasado y lo corrido del actual.

El ajuste económico continuó impactando de manera heterogénea a los diferentes componentes de la oferta¹⁵ (Cuadro 2.2). El crecimiento anual de la actividad económica durante el primer trimestre estuvo explicado, principalmente, por el buen desempeño de las actividades primarias agrícolas, asociadas con cultivos diferentes a café y ganaderas (porcino y huevos), que registraron una expansión anual del 3,1%. También contribuyeron, aunque en menor medida, las actividades terciarias. Sobre estas, se destaca el desempeño de los servicios de entretenimiento, que continúan jalonados por el auge de los juegos operados por internet y las apuestas en línea; de administración pública, salud y educación, a raíz del incremento salarial del sector público; y de electricidad, gas y agua, dada la alta demanda de energía regulada generada por la ola de calor. En contraste, las ramas secundarias continuaron contrayéndose en términos anuales (-3,2%), especialmente por el deterioro en la industria manufacturera y el subsector de edificaciones residenciales y no residenciales, y pese al mejor desempeño que muestran las obras civiles, dado el avance de algunos proyectos regionales, como la primera línea del Metro de Bogotá, la malla vial del Valle, troncales del Magdalena I y II, y Accesos Norte II¹⁶.

La economía colombiana debería ganar gradualmente dinamismo hacia la segunda mitad de este año para recuperar tasas de crecimiento cercanas a las de su potencial en 2025. Los pronósticos del equipo técnico del Banco de la República sugieren un ritmo de crecimiento anual inferior al potencial en lo que resta del año, en un entorno interno que gradualmente sería más favorable, gracias a unas

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

16 Para mayor detalle, véase el Recuadro 1.2: “Estado actual de la inversión fija en Colombia” en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP)* de 2024.

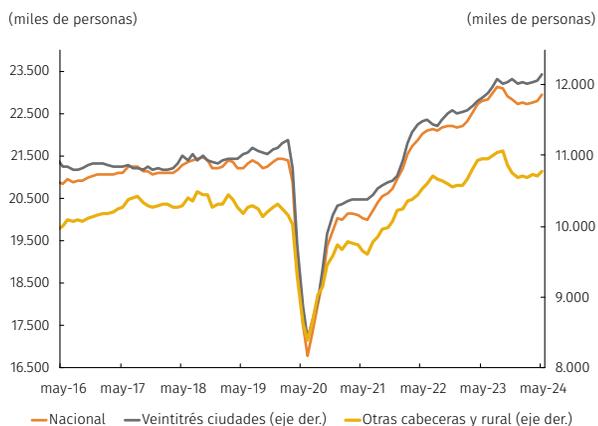
Cuadro 2.2
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica^{a/}

	2023				2023	2024
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	0,8	-1,6	1,2	5,2	1,4	6,3
Explotación de minas y canteras	3,5	3,1	3,5	0,5	2,7	-1,6
Industria manufacturera	1,4	-3,7	-6,6	-5,4	-3,6	-4,7
Electricidad, gas y agua	1,6	1,4	2,6	2,8	2,1	4,6
Construcción	-3,1	-3,1	-7,8	-2,2	-4,1	0,8
Edificaciones	2,4	4,1	-5,2	-1,2	-0,0	-2,4
Obras civiles	-15,5	-16,4	-14,1	-2,0	-12,3	6,8
Actividades especializadas para la construcción	-1,6	-1,9	-7,4	-2,2	-3,3	0,9
Comercio, reparación, transporte y alojamiento	-0,7	-3,5	-4,9	-2,0	-2,8	-1,2
Información y comunicaciones	1,9	0,9	-0,8	4,0	1,5	-1,5
Actividades financieras y de seguros	22,9	3,6	1,6	5,4	7,9	-3,0
Actividades inmobiliarias	1,8	1,8	1,7	2,0	1,9	1,8
Actividades profesionales, científicas y técnicas	1,7	0,9	-0,9	0,7	0,6	-0,3
Administración pública y defensa, educación y salud	-0,1	4,0	5,5	6,0	3,8	5,4
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación	14,5	11,2	5,2	-1,6	7,0	5,1
Subtotal valor agregado	2,2	0,1	-0,4	0,6	0,6	1,0
Impuestos menos subsidios	6,1	1,4	-3,5	-1,7	0,5	0,4
PIB	2,6	0,3	-0,7	0,4	0,6	0,9

a/Corregido por estacionalidad y efectos calendario, base 2015.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

condiciones financieras que se relajarían paulatinamente y a una inflación que continuaría cediendo. Los factores anteriores, en conjunto, permitirían una mejor dinámica del consumo de los hogares. Sin embargo, no se esperan aumentos adicionales del consumo público, dado el ajuste de gasto anunciado por el Gobierno para el segundo semestre a raíz de la reducción en la proyección del recaudo de impuestos, así como por unos términos de intercambio que continuarían siendo menores a los registrados en 2023 y que contribuirían a un menor ingreso nacional. Por el lado de la inversión, no se espera una reactivación importante en lo que resta del año, pero sí un mayor dinamismo para 2025, de la mano de unas menores tasas de interés y de un mayor avance de los proyectos regionales de obras civiles, como es el caso del metro de Bogotá, y otros contemplados en los planes de desarrollo de las administraciones locales, recientemente aprobados. El crecimiento gradual de la economía sería consistente con unos niveles de capacidad productiva más sostenibles, lo cual permitiría reducciones anuales de la inflación y su convergencia a la meta en 2025. Se espera, además, que estos factores permitan también un cierre adicional del déficit externo. Con todo esto, el equipo técnico del Banco de la República prevé un crecimiento cercano al 1,8% para todo 2024. Para el próximo año se espera que la actividad económica continúe acelerándose, en la medida en que se gane un mayor dinamismo de la demanda interna y de las exportaciones. Cabe señalar que dichos pronósticos siguen enfrentando elevados niveles de incertidumbre relacionados, en particular, con la alta volatilidad que aún reflejan las condiciones financieras internacionales y los retos en materia de cumplimiento de las metas de recaudo que enfrenta el ajuste fiscal en Colombia.

Gráfico 2.10
Población ocupada por dominios geográficos^{a/}



a/ Datos en trimestre móvil y desestacionalizados.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.11
Empleo por posición ocupacional: agregado nacional^{a/}



a/ Datos en trimestre móvil y desestacionalizados.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

2.2.2 Mercado laboral

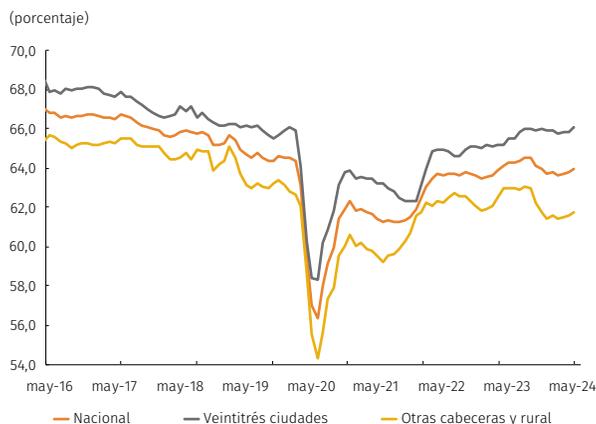
Durante lo corrido de 2024, en el agregado nacional la población ocupada permaneció relativamente estable en todos los dominios geográficos. De acuerdo con los datos de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH)¹⁷, en lo corrido del año hasta mayo la serie de empleo para el agregado nacional se mantuvo relativamente estable, con niveles cercanos a los 22,7 millones de ocupados. Este comportamiento del empleo se ha observado tanto en el área urbana como en el área rural (Gráfico 2.10). En particular, la caída que se había observado en las otras cabeceras y el área rural durante el segundo semestre de 2023 se detuvo y, en lo corrido de 2024, se ha mantenido en niveles cercanos a los 10,7 millones de ocupados. La estabilización del dominio de las otras cabeceras y el área rural se explica por un mejor desempeño del sector agropecuario. De hecho, durante los primeros meses de 2024 este sector, junto con un repunte en el empleo de sectores como el comercio y manufacturas, ha contribuido positivamente a la variación de la ocupación. Sin embargo, estas variaciones positivas han sido compensadas por reducciones importantes del empleo en sectores como actividades profesionales, transporte y comunicaciones, y administración pública, salud y educación. La estabilidad de la ocupación se reflejó en una TO que se mantuvo en niveles similares entre mayo (57,3%) y diciembre de 2023 (57,2%).

El segmento asalariado, que había sido un importante dinamizador del mercado laboral durante el periodo pospandemia, se ha contraído en lo corrido del año. Esta situación ha dado lugar a incrementos recientes de la tasa de informalidad (TI). El análisis por posición ocupacional en lo corrido de 2024 muestra una dinámica dispar entre los segmentos del mercado de trabajo. Por un lado, pese a que sus niveles siguen siendo elevados, la población asalariada y formal en el agregado nacional se ha reducido ligeramente, luego de ser el segmento más dinámico en los años recientes. Esta disminución del segmento asalariado se confirma con otras fuentes de información, como los registros de cotizantes a seguridad social de la PILA y de afiliados a cajas de compensación familiar. Por otro lado, la contracción que presentaba desde septiembre de 2023 el segmento no asalariado se frenó en los últimos meses, por lo que en el margen presenta un leve crecimiento (Gráfico 2.11). Esta dinámica del empleo no asalariado está alineada con la ocupación en el área rural, cuya caída también se detuvo, y con un mejor desempeño de la ocupación en el sector agropecuario. Así, la reducción del empleo asalariado, junto con el crecimiento reciente del segmento no asalariado, explican que la TI se ubicase en 56,2% en mayo de 2024, cifra superior en 1 punto porcentual (pp) a la registrada en diciembre de 2023.

La participación laboral, medida a través de la tasa global de participación (TGP), ha permanecido estable, particularmente en el área urbana. Por dominios geográficos, en las veintitrés principales ciudades la TGP, que mide la proporción de

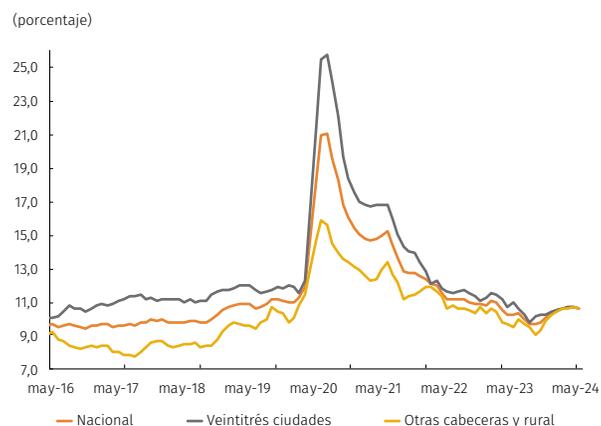
17 Los datos de mercado laboral de este Informe se presentan en trimestre móvil y desestacionalizados.

Gráfico 2.12
Tasa global de participación por dominios geográficos^{a/}



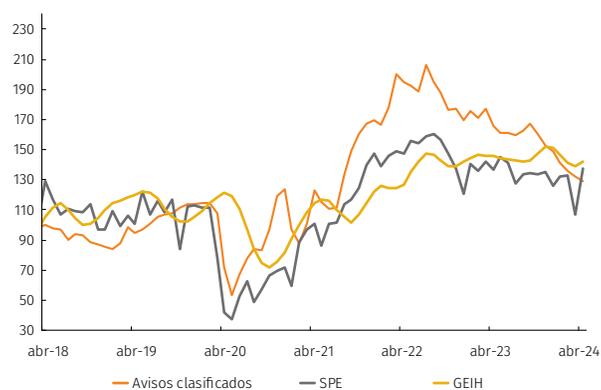
a/ Datos en trimestre móvil y desestacionalizados.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.13
Tasa de desempleo por dominios geográficos^{a/}



a/ Datos en trimestre móvil y desestacionalizados.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.14
Índice de vacantes de diferentes fuentes^{a/}



a/ Datos desestacionalizados, base 2018.
Fuente: Arango (2013), Morales, Hermida y Dávalos (2019), Servicio Público de Empleo (SPE); cálculos del Banco de la República

la población en edad de trabajar que se encuentra ocupada o desempleada, se ha mantenido estable alrededor del 66% durante lo corrido de 2024. Por su parte, en las otras cabeceras y el área rural la TGP se estabilizó en niveles cercanos al 62%, luego de haber experimentado importantes contracciones durante el segundo semestre del año anterior (Gráfico 2.12). Esto es consistente con un mejor desempeño del empleo en el segmento no asalariado, el cual se encuentra sobrerrepresentado en dicho dominio, caracterizado por un alto grado de transición entre la ocupación y la inactividad. Por género, en los últimos meses se detuvo la salida de mujeres de la fuerza de trabajo, lo que implicó incrementos en la TGP de las mujeres (0,6 pp) respecto a lo registrado al cierre del año pasado. De esta manera, la TGP de las mujeres se ubicó en mayo de 2024 en 52,8%, mientras que la de los hombres llegó al 76,2%.

El menor dinamismo de la demanda de trabajo, junto con una participación laboral relativamente estable, implicó aumentos de la tasa de desempleo (TD) en todos los dominios geográficos. Durante los primeros meses de 2024 se registraron incrementos de la TD, después de lo cual esta tasa ha permanecido relativamente estable. Así, entre diciembre de 2023 y mayo de 2024 la TD del agregado nacional subió 0,2 pp y en el último mes llegó al 10,5%. Por dominios geográficos, para el mismo periodo, la TD de las veintitrés ciudades se mantuvo relativamente constante, mientras que en las otras cabeceras y el área rural creció 0,3 pp, de modo que en ambos dominios se ubicó en el 10,5% (Gráfico 2.13). Por género, la TD de las mujeres se mantuvo prácticamente inalterada con respecto al cierre del año anterior, mientras que en los hombres se incrementó en 0,3 pp. Así, en mayo de 2024 la TD de las mujeres fue del 12,9% y la de los hombres del 8,8%. Lo anterior ha permitido que la brecha de género de la TD continúe reduciéndose y para el último mes se ubique en 4,1 pp.

Otros indicadores de demanda laboral, como las vacantes y las expectativas de contratación, muestran un mejor desempeño en el margen. Algunos indicadores de vacantes, como el que se obtiene a partir de la GEIH, si bien presenta una contracción del 6,3% respecto a diciembre de 2023, muestra un ligero crecimiento en el último mes. Por su parte, basado en información del servicio público de empleo (SPE), el índice de vacantes muestra una variación positiva del 9,1% en abril relativo a diciembre de 2023 (Gráfico 2.14). Este mejor desempeño de las vacantes, que se aprecia en los datos de los últimos meses, está en línea con unas mejores expectativas de contratación, según los datos de la *Encuesta trimestral de expectativas* (ETE) del Banco de la República. Esto ocurre después de que este indicador se contrajera significativamente durante el segundo semestre del año pasado. Así, el balance de expectativas de contratación, que mide la diferencia entre el porcentaje de empresas dispuestas a ampliar su planta de personal y las que no, volvió a ser positivo (7,6 pp), después de estar dos trimestres consecutivos en terreno negativo.

2.3 Evolución y perspectivas de la situación fiscal

El déficit fiscal del Gobierno General (GG)¹⁸ experimentó una corrección significativa en 2023 gracias al ajuste de la mayoría de sus componentes, en particular el Gobierno Nacional Central (GNC) y el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC)¹⁹. Según las cifras del reciente *Marco Fiscal de Mediano Plazo, 2024 (MFMP-24)* presentado por el Ministerio de Hacienda, el déficit del GG se situó en el 2,7% del PIB en 2023, lo que representa una reducción de 3,6 pp con respecto al de 2022²⁰. Este ajuste obedeció a una mejora en los balances del subsector de seguridad social (1,5 pp), del resto del nivel central (1,4 pp), al cual pertenece el FEPC, y del GNC (1,0 pp). Se destaca el balance fiscal positivo del FEPC, que se ubicó en el 0,4% del PIB en 2023, en contraste con el déficit del 1,3% registrado un año atrás²¹. La reducción de la posición deficitaria del FEPC fue resultado de los ajustes que el Gobierno Nacional implementó en el precio de la gasolina desde finales de 2022, lo cual se reflejó en el cierre de la brecha entre el precio de referencia y el precio de la gasolina en el mercado local a finales de 2023. No obstante, aún persisten presiones fiscales debido al diferencial de compensación en el caso del ACPM, lo cual evidencia la importancia de empezar a disminuir el subsidio que se otorga a este combustible²².

El ajuste de las finanzas públicas del GNC en 2023 estuvo respaldado por el impulso en el recaudo tributario derivado de las reformas implementadas en 2021 y 2022, así como por el buen dinamismo de la actividad económica y petrolera. Según el *MFMP-24*, en 2023 el déficit fiscal y la deuda neta del GNC alcanzaron 4,3% y 53,8% del PIB, respectivamente. Esto indicaría una disminución de ambos indicadores en comparación con 2022. En particular, se destaca la corrección del déficit fiscal en 1,0 pp del PIB debido a un incremento superior en los ingresos (2,6 pp del PIB), en comparación con el aumento en el gasto (1,6 pp del PIB). A este favorable comportamiento contribuyó el aumento de los ingresos tributarios y petroleros. El buen dinamismo de la actividad económica un año atrás también incidió en el mayor recaudo por impuesto de renta en 2023. Por su parte, el gasto total del GNC de 2023 ascendió al 23,1% del PIB, reflejo de pago de intereses por 3,9% del PIB y un gasto primario que alcanzó el 19,2% del PIB²³. En términos de la regla fiscal, el resultado

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

19 La posición neta del FEPC se determina por la diferencia entre el ingreso al productor (precio de referencia) y los precios internacionales de los combustibles líquidos (CL) (precio de paridad, que resulta de multiplicar el precio internacional de referencia del CL por la tasa de cambio). La dinámica entre ambos precios, multiplicada por la cantidad de combustible vendida en el periodo, determina la posición neta del fondo. Así, cuando el precio de referencia es mayor al de paridad, se genera un diferencial de participación (ingreso de FEPC), mientras que cuando esta diferencia es negativa, se genera un diferencial de compensación (gasto) (*Marco Fiscal de Mediano Plazo, 2022*: 68).

20 Según la metodología de cuentas económicas institucionales del DANE, los datos de 2023 revelan un déficit del GG del 2,9% del PIB, que contrasta con el déficit del 5,3% de 2022.

21 El superávit fiscal registrado por el FEPC en 2023 resulta de la diferencia entre el déficit causado (1,3% del PIB, equivalente a COP20,5 b) y los recursos transferidos por la nación al Fondo para saldar las obligaciones pendientes con los importadores y refinadores de combustibles acumuladas hasta diciembre de 2022 (1,7% del PIB, COP26,3 b).

22 En el proceso de reducir el diferencial de precios del ACPM, con el Decreto 763 de junio de 2024 el Gobierno estableció un ajuste en el precio del diésel para grandes consumidores, es decir, aquellos que tienen una operación logística especial y consumen más de veinte mil galones mensuales; eso aplica para empresas petroleras, mineras, cementeras y otros grandes consumidores. No aplica a estaciones de servicio ni distribuciones minoristas.

23 De este gasto primario (es decir, funcionamiento más inversión), 1,7 pp corresponden a pagos por parte de la nación para cubrir la posición neta del FEPC.

de 2023 fue consistente con un sobrecumplimiento de 0,2 pp del PIB con respecto a la meta establecida para el balance primario neto estructural (BPNE)²⁴.

Para 2024 se proyecta un deterioro del balance total y primario del GNC frente al año anterior, debido principalmente al deterioro esperado en los ingresos. Las proyecciones presentadas en el *MFMP-24* indican que el déficit total y primario del GNC alcanzarían el 5,6% y 0,9% del PIB, respectivamente. Esto implicaría un aumento de 1,3 pp y de 0,6 pp en dichos indicadores, respectivamente, en comparación con lo registrado en 2023. El deterioro de 1,3 pp en el balance total para 2024 se daría por la caída de los ingresos totales en 1,7 pp, superando la disminución del gasto en 0,3 pp. Los ingresos de la nación pasarían de COP296,4 b en 2023 a COP288,7 b en 2024, lo que equivale a una caída del 2,6%. Esta se atribuye, principalmente, al menor recaudo de cuotas de renta y de impuestos externos, así como a la reducción de los ingresos petroleros por cuenta de la caída de los dividendos girados por Ecopetrol y del recaudo del impuesto de renta de la industria petrolera. Por otro lado, el gasto total se prevé que aumente de COP363,3 b a COP383,7 b entre 2023 y 2024, con un crecimiento del 5,6%. En términos anuales, los intereses y el gasto primario crecerían un 29,8% y 0,7%, respectivamente.

En línea con lo proyectado para el GNC se espera una ampliación del déficit fiscal del GG entre 2023 y 2024. Según el *MFMP-24*, el déficit fiscal del GG aumentaría del 2,7% del PIB observado en 2023 al 4,9% del PIB en 2024. Esto, debido al deterioro en el balance fiscal del GNC en 1,3 pp del PIB, así como al menor superávit en 0,1 pp y 0,9 pp en los gobiernos regionales y locales, y en el sector de seguridad social, respectivamente. El balance fiscal del FEPC, calculado como la diferencia entre la posición neta causada y los pagos recibidos por la nación, limitaría el deterioro del déficit del GG. En efecto, el FEPC alcanzaría en 2024 un superávit fiscal 0,4 pp mayor que el registrado en 2023, lo cual se explica, en mayor medida, por la reducción de los subsidios implícitos a los combustibles.

El balance total del GNC estimado para 2024 en el *MFMP-24* implica un deterioro con respecto al *Plan Financiero (PF-24)* presentado a inicios del año, lo cual se debe al incremento de los intereses pagados por parte del Gobierno. El déficit total para 2024, equivalente al 5,6% del PIB, se incrementaría en 0,3 pp del PIB en comparación con el *PF-24*, debido en su totalidad a la revisión al alza del pago de intereses, mientras que el déficit primario se mantuvo invariante entre ambas actualizaciones. Esto último obedece al ajuste a la baja por cerca de COP31 b tanto de los ingresos como del gasto primario, una vez se compara el *MFMP-24* con el *PF-24*, lo cual hizo que las proyecciones de déficit primario (0,9% del PIB) no cambiaran.

La depreciación esperada al cierre de 2024, junto con el mayor déficit fiscal, llevarían a un aumento en la deuda neta como porcentaje del PIB entre 2023 y 2024. El Ministerio de Hacienda proyecta en su *MFMP-24* que la deuda neta del GNC alcanzaría el 55,3% del PIB al cierre de 2024. A pesar de que esto representa un aumento en el saldo de la deuda de 1,5 pp frente a lo observado en 2023, el nivel proyectado para 2024 sería equivalente al valor ancla o prudencial del 55% del PIB asociado con la regla fiscal.

De acuerdo con el *MFMP-24*, el proceso de consolidación fiscal en el mediano plazo estaría soportado en buena medida por un aumento gradual de los ingresos tributarios. Las proyecciones presentadas en el *MFMP-24* indican que los ingresos tributarios de la nación aumentarían gradualmente en el mediano plazo, al pasar del 15,4% del PIB en 2024 al 18,1% del PIB en 2035. Este comportamiento estaría explicado, principalmente, por los ingresos no petroleros, asociados con el

24 La Ley 2155 de 2021 estipuló que las metas operativas de la regla fiscal deberán definirse sobre el BPNE. Esta variable corresponde al balance fiscal después de descontar los gastos en intereses, los ingresos por rendimientos financieros, las transacciones de única vez y los componentes cíclicos asociados con el ciclo económico y petrolero.

recaudo acumulado proveniente de la gestión de la DIAN. Además, se prevé una tendencia creciente de los ingresos tributarios petroleros en la medida en que el nivel de producción esperado aumente entre 2026 y 2032, acompañado de un precio promedio del Brent de USD 89 por barril. En relación con el gasto primario, este se mantendría relativamente estable en torno al 18,1% del PIB entre 2026 y 2030, nivel similar al 18,0% proyectado para 2024 y 2025, pero superior en 2,2% del PIB al observado en 2019. Para el quinquenio 2031-2035, el MFMP-24 prevé que el gasto primario aumente y se ubique en promedio en torno al 18,8% del PIB.

Bajo los supuestos del MFMP-24, los pronósticos de déficit fiscal son consistentes con el cumplimiento de la regla fiscal, lo cual es fundamental para garantizar la estabilidad macroeconómica del país. No obstante, tal y como lo plantea el Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF) en su evaluación del MFMP-24²⁵, existen algunos riesgos alrededor de las expectativas de recaudo y de gasto que, de materializarse, podrían generar un incumplimiento de las metas de la regla fiscal, en especial en el periodo 2024-2027. El CARF resalta la incertidumbre sobre los recursos adicionales esperados por la gestión de la DIAN, la cual, de no materializarse, llevaría a menores niveles de recaudo por cerca de COP3,4 b y COP8 b en 2024 y 2025, respectivamente. Adicionalmente, el CARF destaca que el MFMP-24 no incluye explícitamente las erogaciones que pueden generarse a partir de la reciente aprobación de la reforma pensional, en especial aquellas asociadas con el pilar solidario que ascenderían al 0,3% del PIB en el corto plazo²⁶. Tampoco señala cuál sería la estrategia para financiar dicho gasto, en línea con el cumplimiento de la regla fiscal. Sumado a lo anterior, desviaciones de los supuestos macroeconómicos hacia menores tasas de crecimiento del PIB, o tasas de interés más altas de la deuda, llevarían a un escenario fiscal menos favorable y, por tanto, a un esfuerzo adicional de mayores superávits primarios para que la deuda mantenga una senda decreciente.

El MFMP-24 propone adelantar a 2025 la entrada en vigor del mecanismo paramétrico de la regla fiscal de 2026, basándose en que la reducción observada de la deuda neta del GNC ha sido algo más rápida de lo originalmente previsto. Debido a los choques fiscales inesperados derivados de la pandemia del covid-19, la Ley 2155 de 2021 estableció un régimen de transición de la regla fiscal entre 2022 y 2025, con metas puntuales sobre el BPNE, sin importar el valor de la deuda que se observara en cada momento. A partir de 2026 se empezaría a aplicar la fórmula paramétrica que define las nuevas metas de BPNE en función de la diferencia entre la deuda observada y el nivel considerado sostenible²⁷. Específicamente, para 2025 la ley mencionada impuso como meta un superávit del 0,5% del PIB para el BPNE. Adelantar la entrada en vigor de la fórmula paramétrica implicaría tener como meta un superávit del 0,2% del PIB en el BPNE²⁸.

25 Comité Autónomo de la Regla Fiscal (2023). “Pronunciamento No.11 sobre el Marco Fiscal de Mediano Plazo, 2024-2035” y su respectivo documento de análisis técnico (carf.gov.co).

26 El CARF también estima que el pilar semicontributivo y contributivo podrían generar un gasto fiscal adicional que alcanzaría el 0,4% del PIB en promedio entre 2025 y 2028.

27 La fórmula paramétrica para la regla fiscal, establecida en la Ley 2155 de 2021, y que empezaría a regir a partir de 2026, es igual a: $BPNE(t) = [0,2 + 0,1(Deuda\ neta(t - 1) - 55\%)]$. El BPNE corresponde al balance fiscal después de descontar los gastos en intereses, los ingresos por rendimientos financieros, las transacciones de única vez y los componentes asociados con el ciclo económico y petrolero.

28 Adelantar la entrada en vigor a 2025 de esta fórmula implicaría un BPNE igual a 0,2% del PIB: $BPNE(2025) = [0,2 + 0,1(55,3\% - 55\%)] = 0,2\%$.

Sombreado 1 Economía regional

1. Panorama de las economías departamentales en 2023

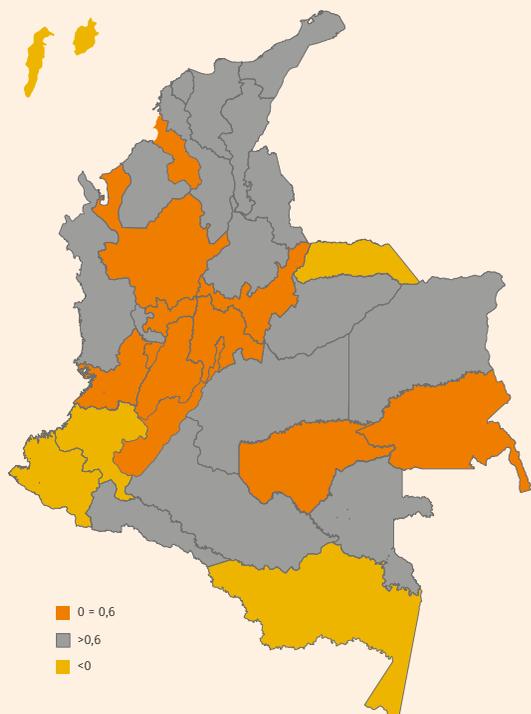
En 2023 el PIB de la mayoría de las economías departamentales creció, excepto en Amazonas, Nariño, Cauca, Arauca, y San Andrés, Providencia y Santa Catalina (Diagrama S1.1). No obstante, el ritmo de expansión fue bajo e inferior al registrado en 2022, año caracterizado por excesos de demanda agregada en la economía. La dinámica de algunas zonas estuvo liderada por el desempeño de las actividades primarias, como la minería y el sector agropecuario, así como por las actividades artísticas y de entretenimiento, las cuales crecieron en todos los departamentos. Por su parte, la desaceleración en la mayoría de las zonas estuvo asociada con la contracción de las actividades de comercio, industria y construcción, conforme a los bajos niveles de consumo de los hogares y de confianza de las empresas.

Los departamentos con los crecimientos más altos del PIB fueron Meta, Putumayo, Cesar, La Guajira y Chocó (Gráfico S1.1). En todos ellos, la actividad minera lideró el resultado positivo, siendo la explotación de petróleo el determinante del crecimiento en los dos primeros, la extracción de carbón en el tercero y cuarto, y el oro en el quinto. En Meta el incremento de la producción de petróleo estaría relacionado con mejoras logísticas en el campo Caño Sur Este y en el manejo de agua en el campo Rubiales, principales pozos de la región. En contraste, San Andrés, Providencia y Santa Catalina, Arauca y Cauca reportaron los mayores descensos, al registrar fuertes caídas en sus actividades de vocación. En el primer caso, la economía isleña se redujo por una baja demanda de servicios turísticos; en Arauca el descenso fue ocasionado por una menor producción de crudo, y en Cauca su industria presentó la caída más pronunciada del sector entre todos los departamentos.

Adicional a la minería, el sector agropecuario contribuyó al crecimiento en más de la mitad de las economías regionales, destacándose la dinámica de varios territorios de la zona centro del país, como Huila, Tolima, Boyacá y Cundinamarca, y del Suroccidente, como Cauca. La producción agrícola aumentó, estimulada por mejores condiciones climatológicas para los cultivos, mayor disponibilidad de insumos, incremento de la demanda interna y crecimiento de los desembolsos de crédito agropecuario. En particular, la producción de café en Huila y Cauca, de arroz en Tolima, de caña azucarera en el Suroccidente, y de caña panelera y papa en Boyacá y Cundinamarca, aumentaron por un adecuado nivel de precipitaciones durante la mayor parte del año. Por el lado pecuario, regiones líderes en producción porcina y avícola, como Antioquia y Nororiente (Santanderes), respectivamente, se vieron impulsadas por un aumento en el consumo de estas proteínas frente a la reducida demanda de carne de res por sus altos precios.

En el entretanto, las actividades artísticas y de entretenimiento aportaron positivamente al crecimiento de todos los departamentos del país, aunque lo hicieron a una tasa inferior

Diagrama S1.1
PIB real departamental, 2023
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico S1.1
 PIB departamental, 2023
 (variación anual)



Fuente: DANE.

a la reportada en 2022. En Bogotá, Antioquia y Atlántico, territorios que concentraron más de la mitad del PIB nacional de este sector, el buen desempeño de los servicios de entretenimiento estuvo asociado con la realización de conciertos, las eliminatorias al mundial de fútbol 2026, y a la alta demanda de servicios de juegos operados en línea. Esto último, sumado a los juegos de azar, estimuló el crecimiento de las economías de Norte de Santander, Risaralda y Caldas en una magnitud mayor a lo registrado en otras zonas del país.

Por su parte, la producción manufacturera en los departamentos industriales presentó un débil desempeño, compatible con un ajuste hacia niveles de producto sostenible, después de los excesos de oferta en el periodo postpandemia. Antioquia, Bogotá, Valle del Cauca y Atlántico, que concentraron el 54,5% de la industria nacional, mostraron una notoria contracción. En los cuatro territorios la agrupación de alimentos y bebidas se deterioró, resultado de la menor rotación de productos por los altos precios y el efecto sobre el consumo del nuevo impuesto saludable, el cual entró en vigencia al final del año. En Antioquia y Bogotá la fabricación de vehículos de transporte y de sustancias y productos químicos mostraron retrocesos por los elevados niveles de inventarios y menor demanda interna y externa. El rubro de textiles y confecciones, con altas participaciones en Antioquia y Valle del Cauca, también presentó fuertes reducciones, luego de alcanzar una recuperación destacada en 2022. Otras economías con vocación industrial en el país y con marcadas disminuciones en el aparato productivo fueron Cundinamarca y Cauca, al registrar caídas en actividades predominantes como minerales no metálicos y elaboración de azúcar, panela, productos de papel y cartón, respectivamente. Los únicos departamentos industriales que mostraron crecimiento en esta actividad fueron Santander y Bolívar, debido a la mayor refinación de petróleo en Barrancabermeja y Cartagena.

La gran rama de comercio, transporte y alojamiento presentó caída en todos los territorios. La reducción del comercio fue compatible con una moderación del consumo privado y una postura contractiva de la política monetaria para controlar la tendencia creciente de la inflación. Además, la priorización del gasto de los hogares en productos de primera necesidad se reflejó en las menores ventas de equipos de informática y electrodomésticos. Consistente con esta priorización, el rubro de vehículos automotores nuevos presentó la contribución más alta a la caída de las ventas minoristas, a pesar de la normalización de la disponibilidad de unidades en el mercado y de la realización del Salón del Automóvil en Bogotá. Consecuente con el comportamiento industrial, las ventas de alimentos y bebidas se redujeron, con excepción de Santander, el cual registró aumento anual. San Andrés presentó la mayor caída de la gran rama (5,7%), territorio mayormente impactado por el descenso de la demanda de servicios turísticos. Departamentos de las regiones Caribe y Eje Cafetero también se vieron afectados por el cese de operaciones de dos aerolíneas de bajo costo, y por el aumento en los precios de los tiquetes aéreos y de las tarifas de hospedaje, luego del levantamiento de la exención del IVA durante pandemia. En el Eje Cafetero la alerta naranja sobre el volcán Nevado del Ruiz acentuó la pérdida de dinamismo de los servicios turísticos.

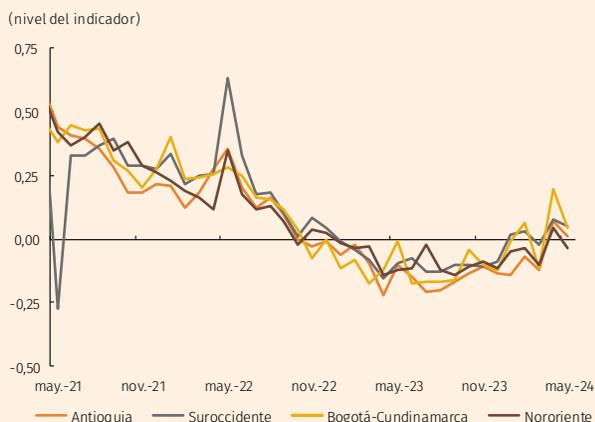
El sector de la construcción también mostró contracción en la mayoría de los territorios, explicada, principalmente, por el deterioro en el segmento edificador de áreas residenciales y no residenciales, lo que fue compensado, en algunos casos, por avances en obras civiles. Factores como la incertidumbre económica y política, junto con las elevadas tasas de interés, dificultaron el cierre financiero para los constructores y aplazaron la decisión de compra de vivienda de los hogares. A pesar del descenso, en Bogotá se evidenció una mayor ejecución de obras y vías nuevas dada la construcción del metro. En Cundinamarca, una de las pocas zonas con crecimiento anual en el PIB de la construcción, se destacó el desarrollo de plantas industriales, acueductos e instalaciones de espacios para deportes y esparcimiento. Putumayo, San Andrés y Providencia, Risaralda y Caldas también registraron aumentos, atribuidos a la ejecución de obras civiles.

2. Evolución de la economía regional durante 2024

Durante los primeros cinco meses del año las economías regionales mostraron señales de mejoría, después de ubicarse en terreno negativo a lo largo de 2023, según el pulso económico regional (PER) del Banco de la República (Gráfico S1.2, paneles A y B). Los indicadores de las regiones Suroccidente, Bogotá y Central Cafetera registraron valores ligeramente positivos, mientras que Antioquia, Nororiente, Caribe y Llanos Orientales moderaron su caída. En regiones como Suroccidente, Bogotá y Antioquia la producción industrial dejó de caer, lo que habría aportado a su mejor desempeño. Sin embargo, el consumo de los hogares continuó débil y cauteloso debido a la incertidumbre económica, a pesar de la tendencia a la baja del nivel de precios y una política monetaria menos restrictiva, de acuerdo con las fuentes del PER.

Gráfico S1.2
Pulso Económico Regional^{a/}

Panel A



Panel B



a/ El Pulso Económico Regional se construye a partir de sondeos mensuales a empresarios y directivos que comparten sus percepciones acerca del desempeño anual de la empresa que representan y las principales causas del comportamiento referido. Los niveles del indicador económico fluctúan entre -1 y 1, donde valores por encima de cero representan crecimiento anual y por debajo caídas, no corresponde a variaciones porcentuales. El indicador hace seguimiento a seis actividades económicas: agropecuario, industria, comercio, transporte, financiero y vivienda. Las regiones de seguimiento son: Suroccidente (Valle del Cauca, Cauca, Nariño), Antioquia (Antioquia), Bogotá (Bogotá y Cundinamarca), Caribe (Bolívar, Atlántico, Córdoba, Cesar, Magdalena, La Guajira, Sucre y San Andrés y Providencia), Nororiente (Santander, Norte de Santander y Boyacá), Central Cafetera (Caldas, Quindío, Risaralda, Tolima, Huila y Caquetá) y Llanos Orientales (Meta y Casanare). Mayor información sobre la metodología y las series disponibles consultar: <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas-economicas/pulso-economico-regional>
Fuente: Banco de la República.

De enero a mayo de 2024 la producción manufacturera no mostró cambio con respecto al mismo periodo del año anterior. Las fuentes industriales señalaron que persistió la desaceleración del consumo interno y externo, una alta incertidumbre y bajos niveles de inversión, factores que restaron dinamismo a la actividad. La producción industrial de las regiones de Antioquia y Bogotá-Cundinamarca se mantuvo en niveles similares a los de un año atrás, haciendo ajustes en su producción para atender pedidos y reducir existencias. Por su parte, la industria de Suroccidente creció de manera tenue por mayores pedidos externos y reposición de inventarios en ciertas líneas, y en Nororiente, por nuevos contratos y mejoras operacionales en algunas plantas de producción. En contraste, la industria del Caribe disminuyó, principalmente, por unas bajas exportaciones de productos químicos ante menores precios internacionales, así como por la reducción en la oferta de minerales no metálicos, explicada por los altos inventarios y el cierre de operaciones en algunas plantas. La elaboración de alimentos se redujo en todas las regiones por el impacto que tuvo el nuevo impuesto a los alimentos ultraprocesados en el consumo.

La actividad agropecuaria tuvo resultados positivos en la mayoría de las regiones, excepto en Caribe y Nororiente, afectadas por los efectos del fenómeno de El Niño. Se destacó el crecimiento de la producción agrícola en Antioquia, estimulada por la dinámica exportadora de productos líderes de la región, como banano y aguacate. Suroccidente incrementó su producción de cítricos y frutales. Por su parte, el renglón agrícola de la región Central Cafetera estuvo afectado por las altas temperaturas y la menor disponibilidad de agua, que redujeron la cantidad y calidad de productos como café y arroz. Sin embargo, la posterior moderación del verano favoreció la productividad de diferentes cultivos, beneficiando el balance de este rubro durante el periodo. Caso contrario sucedió en Caribe y Llanos Orientales, donde los efectos adversos persistieron, afectando la actividad arrocera. Situación similar se dio en Nororiente, donde además aumentaron los costos de producción. El subsector pecuario, por su parte, mejoró en Suroccidente, Central Cafetera y Llanos Orientales, por aumentos en la demanda avícola, porcina y bovina, y por crecimientos en la disponibilidad de ganado y aves para beneficio. En las diferentes regiones la oferta de leche se vio perjudicada por una baja en los forrajes ante el intenso verano y menores requerimientos de la industria. En Caribe se sumó un bajo dinamismo avícola y de vacunos en pie, lo que generó una contracción en el rubro pecuario.

Por su parte, el transporte mostró indicadores positivos en todas las regiones, excepto en Nororiente. La modalidad aérea se destacó en Caribe, Bogotá y Llanos Orientales, favorecida por el aumento de las frecuencias en vuelos nacionales, la entrada en operación de una nueva aerolínea de bajo costo y la implementación de estrategias comerciales ante la alta competencia en el mercado. Por su parte, el segmento de carga aérea estuvo impulsado por las compras externas desde plataformas electrónicas, donde el flujo de mercancías se concentró en la terminal de Bogotá. En el transporte terrestre, la movilización de carga avanzó en la mayoría de las regiones debido al aumento en los despachos de mercancías, mientras el flujo de pasajeros intermunicipales en Suroccidente, Nororiente y Bogotá fue determinante para el resultado positivo del sector. La dinámica del sector transporte en Nororiente estuvo disminuida por las dificultades en la operación del sistema urbano de pasajeros.

Por el contrario, entre enero y mayo las ventas del comercio interno descendieron anualmente en todas las regiones, con mayor énfasis en Antioquia, Central Cafetera, Nororiente y Caribe. En general, este resultado fue consecuencia de la cautela en el gasto, menor afluencia de clientes y baja disposición a endeudarse, pese a las continuas promociones y ofertas que atenuaron la reducción, según las fuentes del PER. Buena parte de la caída en las ventas en Central Cafetera y Antioquia se explicó por el menor gasto promedio de los hogares, y en Nororiente y Caribe se presentó baja afluencia de clientes, en especial de venezolanos en la zona de frontera. En Llanos Orientales los constantes cierres de la autopista al Llano impactaron de forma negativa la primera parte del año. Por su parte, las regiones de Suroccidente y Bogotá mostraron los menores descensos, aunque las condiciones económicas y políticas generaron cautela y priorización en las compras. Los rubros más afectados en la

mayoría de las regiones fueron los materiales para la construcción y remodelación, debido a la baja dinámica del sector constructor, y los alimentos procesados por las nuevas cargas impositivas. A su vez, decreció la venta de vehículos nuevos debido a los costos de financiación, altos precios y restricciones crediticias. A pesar del menor dinamismo en la demanda de crédito de consumo, la reducción de las tasas de interés suavizó el descenso del endeudamiento de los hogares y empresas. Sumado a ello, estrategias comerciales y recompra de cartera estimularon la modalidad de crédito comercial en Bogotá y Antioquia.

Finalmente, la actividad hotelera se mantuvo en descenso durante los cinco primeros meses del año. Las regiones Caribe y Bogotá evidenciaron las mayores caídas debido a la incertidumbre económica y la menor realización de eventos corporativos. Además, en Llanos Orientales la ocupación se vio afectada por las constantes restricciones de movilidad en la vía Bogotá-Villavicencio, y en Antioquia predominó un turismo extranjero con preferencia por alojamientos diferentes a los hoteles.

3. Inflación y decisiones de política monetaria

3.1 Evolución y perspectivas de la inflación

Las presiones alcistas sobre la inflación empezaron a ceder en la segunda mitad del año pasado y esta tendencia se acentuó en el primer trimestre de 2024 gracias, en gran medida, a los efectos acumulados de la política monetaria.

Desde marzo del año pasado la inflación anual al consumidor se ha reducido considerablemente, aunque sigue ubicándose por encima de la meta del 3,0% establecida por la JDBR. Tal y como estaba ampliamente previsto, entre marzo y junio esta tendencia se interrumpió en razón a una base de comparación más baja en igual periodo de 2023, cuando se dieron reducciones en los precios de los alimentos. En particular, durante el segundo trimestre la inflación total se mantuvo estable y se situó en junio en 7,18%, cifra inferior a la observada en diciembre de 2023 (9,28%) y marzo de este año (7,36%) (Gráfico 3.1). El importante descenso de la inflación puede atribuirse a diversos factores, dentro de los cuales se destaca, principalmente, el papel de la política monetaria. Desde mediados de 2022 la JDBR aceleró el ajuste de la tasa de interés de política con el propósito de moderar las crecientes presiones de demanda y, de esta manera, contribuir a disminuir los excesos de gasto que hasta ese momento se observaban en la economía colombiana. Esta postura de la autoridad monetaria también contribuyó a una mayor estabilidad de la tasa de cambio y a disminuir las presiones inflacionarias desde ese frente, así como a moderar las expectativas de inflación. Estos efectos, que operan con rezago, han seguido permitiendo el descenso de la inflación en lo corrido de 2024. Lo anterior, a su vez, se dio en un contexto en que las presiones externas y los diferentes choques de oferta asociados a la pandemia, al paro del segundo trimestre de 2021 y a la guerra en Ucrania fueron cediendo. No obstante, la inflación sigue situándose por encima de la meta, en buena parte gracias a la inercia que caracteriza los ajustes de precios en Colombia, atribuida, entre otros factores, a altos niveles de indexación en general y, en particular, a un ajuste importante de los salarios reales en años recientes impulsados, en parte, por los incrementos en el salario mínimo.

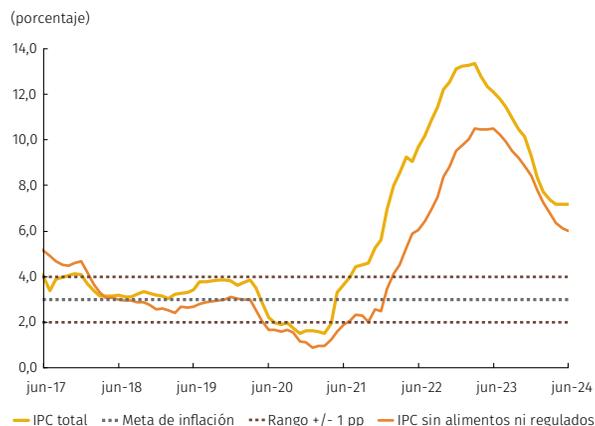
En lo corrido del año, y a diferencia de lo sucedido en 2023, buena parte del descenso de la inflación se ha concentrado en la canasta básica debido, en particular, al comportamiento de la inflación de bienes diferentes a alimentos.

La inflación básica, medida como el IPC sin alimentos ni regulados, se situó en junio en el 6,0%, descendiendo de manera significativa frente al resultado de finales del año pasado (8,42%) y al máximo observado en junio de ese año (10,51%). Una parte considerable de este descenso fue posible debido al menor ritmo de ajuste de los precios de los bienes diferentes a alimentos, cuya variación anual en junio fue de solo el 1,43%, muy por debajo del registro de diciembre de 2023 (7,11%). En lo corrido del año, al igual que en buena parte de 2023, la estabilización o disminución de los precios internacionales de bienes importados, como artículos electrónicos, vehículos y aparatos de comunicación, entre otros, hizo posible el descenso de la inflación de esta subcanasta. En estos momentos puede afirmarse que los choques alcistas observados como consecuencia de la pandemia se han superado plenamente. A lo anterior se suma la mayor estabilidad de la tasa de cambio observada durante buena parte del primer semestre de 2024 y a la sustancial moderación del consumo.

En menor medida, los servicios también han contribuido a la reducción tanto de la inflación básica como de la total, aunque aún exhiben tasas elevadas.

La inflación anual de servicios cayó gradualmente en los primeros meses del año, situándose en el 7,89% en junio, frente al 8,96% registrado en diciembre

Gráfico 3.1
IPC e IPC sin alimentos ni regulados
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de 2023. Una parte importante de este descenso se concentró en las comidas fuera del hogar (CFH), que registraron una variación anual del 9,75 % en junio de este año, lo que contrasta con un nivel cercano al 20 % alcanzado a comienzos de 2022 y del 13,44 % de diciembre de 2023. Esto ha sido posible, en parte, gracias al menor ritmo de ajuste que han exhibido los precios de los alimentos. Otros servicios especialmente sensibles al comportamiento de la demanda, como los de transporte, paquetes turísticos, discotecas y hoteles, también han presentado un descenso importante en la variación anual de sus precios desde finales de 2023 y en lo corrido de 2024. Pese al descenso de la inflación de servicios, que puede atribuirse a los factores ya mencionados, en esta canasta persisten presiones alcistas que han impedido un descenso más rápido. Aquellas están asociadas con el importante incremento del salario mínimo y otros salarios, así como la influencia de las fórmulas de indexación en la formación de varios de estos precios. El ejemplo más relevante en relación con este último factor es el de los arriendos, cuya variación anual ha seguido incrementándose en lo corrido del año, pasando del 7,56 % en diciembre de 2023 al 8,0 % en junio. Cabe señalar que este ítem es el de mayor peso dentro de la canasta al consumidor, con el 25,2 %.

Los alimentos, que ejercieron presiones bajistas importantes a comienzos de año, revirtieron esta tendencia en el segundo trimestre por razones atribuibles, en gran medida, a condiciones climáticas poco favorables y a factores asociados con el comportamiento del ciclo agropecuario. La fuerte tendencia decreciente que se observó en la variación anual de los precios de los alimentos en 2023 y comienzos de 2024 se vio interrumpida a partir de abril de este año, con incrementos en el segundo trimestre. Esto llevó a que la inflación de alimentos se situara en un 5,27 % en junio, cifra ligeramente mayor al 5,0 % registrado en diciembre de 2023. La reversión se dio, principalmente, por cuenta de los alimentos perecederos que, como se había anticipado, resultaron afectados por el fenómeno de El Niño y su impacto en el ciclo agropecuario. Por el contrario, los precios de los alimentos procesados, producidos en buena parte con materias primas importadas y de carácter más transable, siguieron presentando una variación anual en descenso durante buena parte del primer semestre. En este caso, la superación de los choques externos asociados con la pandemia y la guerra en Ucrania, unida a la mayor estabilidad de la tasa de cambio y una demanda moderada, habrían ayudado a explicar dicha tendencia.

La canasta de regulados, aunque mantiene tasas anuales de crecimiento altas en sus precios, también ha aportado al descenso de la inflación anual, en particular desde que se estabilizó el precio interno de la gasolina. Después de los marcados incrementos observados durante 2023, la variación anual de los regulados descendió de manera importante durante el primer semestre de 2024, pasando del 17,24 % en diciembre de 2023 al 13,29 % en junio de este año. La mayor estabilidad exhibida en el precio de la gasolina, luego del necesario ajuste efectuado el año pasado, explica buena parte del descenso en la variación anual de esta subcanasta. La importancia de la indexación en los precios de los servicios públicos, junto con otros factores que han afectado las tarifas de la energía eléctrica, han llevado

a un descenso menos marcado en estos ítems, con ajustes anuales que todavía son muy altos. En el caso de la energía, en particular, la variación anual en junio fue del 19,1%, muy similar a la registrada en diciembre de 2023 (20,7%).

Para lo que resta del año se espera que las acciones acumuladas de la política monetaria y la disolución de algunos choques que han afectado algunos precios sigan contribuyendo a la reducción de la inflación, y que esta converja a la meta en 2025. Dichas acciones deberían mantener contenidas las presiones inflacionarias provenientes de la demanda y de la tasa de cambio, lo que debería reflejarse en una reducción adicional de la inflación básica en lo que resta del año. No obstante, la presencia de una importante indexación a la inflación pasada hace que esta convergencia sea gradual y que solo suceda hacia 2025. Por su parte, si bien el ajuste anual de los precios de los alimentos debería sostenerse durante algunos meses más en niveles cercanos a los observados en junio de 2024, hacia finales de año y para el próximo dicho ajuste debería ceder en la medida en que desaparezcan los efectos del fenómeno de El Niño, en un entorno de condiciones climáticas que se espera sean favorables¹. Adicionalmente, tampoco se esperan alzas importantes en los precios externos de las materias primas e insumos agropecuarios. En el caso de los regulados, las alzas efectuadas hasta la fecha en las tarifas de servicios públicos determinan tasas altas de variación anual para esta subcanasta, aunque en descenso. Estos pronósticos suponen que no se darían reajustes significativos en el precio interno de la gasolina. El diésel presentaría algunas alzas adicionales, que no tendrían un impacto directo sobre el IPC. Estos pronósticos enfrentan riesgos al alza provenientes de posibles presiones sobre la tasa de cambio originadas en eventos externos e internos, de una mayor presión fiscal que podría tener un efecto expansivo sobre la demanda agregada y de un aumento más permanente de los costos de transporte marítimo. De materializarse las presiones inflacionarias por los riesgos mencionados, los mecanismos de indexación se activarían a mayores tasas de inflación, generando alzas más persistentes que las estimadas en los precios al consumidor.

En lo corrido de 2024 varias de las medidas de expectativas de inflación se redujeron y todas decrecen a medida que aumenta su plazo. Sin embargo, la mayoría aún se mantienen significativamente por encima de la meta para los diferentes horizontes contemplados. Para los plazos de dos, tres y cinco años, las medidas estimadas con base en los bonos de deuda pública (*break even inflation*, BEI), ajustadas por la prima de riesgo inflacionario y de liquidez, disminuyeron en lo corrido de 2024 a julio en 139 pb, 110 pb y 68 pb, y se ubicaron en 3,6%, 3,6% y 3,5%, respectivamente. Asimismo, las expectativas de los analistas económicos, obtenidas a partir de la encuesta mensual del Banco de la República aplicada en julio, se redujeron en su mediana para diciembre de 2024 en 28 pb frente a la medición de enero y se ubican en 5,68%, mientras que para diciembre de 2025 se mantuvieron estables alrededor del 3,8%. Cabe resaltar que las expectativas de inflación a dos años de los analistas se han mantenido en el último año dentro del rango del 3% +/- 1 pp. Pese a esta reducción, las expectativas de inflación se mantienen por encima de las de los demás países de la región.

3.2 Decisiones de política monetaria

Las acciones tomadas por el Banco de la República responden al mandato constitucional de “velar por mantener el poder adquisitivo del peso, en coordinación con la política económica general”. Para cumplir con lo anterior, desde 1999 la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) implementó un esquema de

¹ De acuerdo con diferentes agencias meteorológicas, ha aumentado la probabilidad de que en el segundo semestre de 2024 se presente un fenómeno de La Niña, que usualmente aumenta el nivel de precipitaciones en Colombia. Sin embargo, dicho fenómeno sería moderado, en cuyo caso no se esperan efectos adversos en la producción agropecuaria del país.

inflación objetivo con régimen de tasa de cambio flexible, en el cual las acciones de política monetaria están encaminadas a que la inflación converja a la meta (del 3% desde 2001)² y a alcanzar el nivel máximo sostenible del producto y el empleo. Este marco de política tiene, entre otras, la virtud de facilitar que la política monetaria sea contracíclica de tal forma que, por ejemplo, un choque externo adverso se refleje en una depreciación del peso, sin necesidad de que, como en el pasado, ello necesariamente conlleve a una restricción monetaria. En este esquema, las decisiones de política monetaria se toman con base en el análisis del estado actual y de las perspectivas de la economía, así como en la evaluación de la inflación y sus expectativas, frente a la meta. Por ejemplo, si este análisis indica que la inflación puede desviarse persistentemente del 3% debido a excesos o defectos de gasto frente a la capacidad productiva de la economía, la tasa de interés de política monetaria (TPM) se modifica para que la inflación retorne hacia el 3%. Si las desviaciones obedecen a factores transitorios (v. g.: un fenómeno climático que afecte los precios de los alimentos por algunos meses o choques temporales de oferta) y las expectativas de inflación se mantienen ancladas en la meta, la TPM no se modifica. Por el contrario, si las desviaciones consideradas en principio transitorias se acentúan debido a una inflación más persistente, o en virtud de procesos de indexación no deseados, la TPM se modifica con el propósito de anclar las expectativas y contribuir a que la inflación retorne a la meta. Este proceso de transmisión de la política monetaria es más eficiente y menos costoso si existe credibilidad en la política monetaria.

El descenso de la inflación, unas expectativas más compatibles con la meta, la moderación de la demanda interna y un balance externo más sostenible permitieron continuar con la reducción en la tasa de interés de política monetaria. En el primer semestre de 2024 la inflación total y las medidas de inflación básica continuaron descendiendo, pero a niveles que aún superan la meta, mientras que las expectativas de inflación de mediano y largo plazos también disminuyeron y se acercaron a la meta del 3%. Por otra parte, los indicadores más recientes de actividad económica sugieren una recuperación del crecimiento económico, si bien a tasas bajas, en un contexto en el que la moderación de la demanda interna ha permitido llevar la actividad económica a un nivel tendencial más compatible con la capacidad productiva. Lo anterior ha contribuido a que en la actualidad se tenga una inflación en un sendero decreciente y una posición externa más sostenible. En este entorno macroeconómico, la JDBR decidió continuar reduciendo la tasa de interés de política desde el 13,25% en diciembre de 2023 al 10,75% en julio del presente año. Con estas decisiones adoptadas, la política monetaria mantiene una postura acorde con el objetivo de conducir la inflación a su meta a mediados de 2025, al tiempo que ofrece un impulso a la recuperación del crecimiento económico.

En la medida en que la convergencia de la inflación y sus expectativas hacia la meta se siga consolidando y la estabilidad macroeconómica se reafirme, la política monetaria podrá ser menos restrictiva. La política monetaria contractiva ha cumplido con su objetivo de reducir el exceso de gasto de la economía, el cual, sumado a los múltiples y persistentes choques de oferta ocurridos a partir de la pandemia, desató el espiral inflacionario más fuerte que haya enfrentado el país desde la adopción del esquema de inflación objetivo. En adelante, el ritmo óptimo de normalización de la política monetaria hacia una tasa de interés compatible con una inflación baja y estable y un nivel de actividad económica sostenible (tasa de interés neutral, véase el Recuadro 2) dependen tanto de los niveles actuales y previstos de la inflación y del crecimiento económico, como de la consideración de los

2 Entre 1991 y 2001, la JDBR estableció metas puntuales de inflación anual. En noviembre de 2001 la JDBR informó que la meta de largo plazo de la inflación era del 3% y explicó que mantener ese objetivo era equivalente a propender por una estabilidad de precios en el país. A partir de 2002 comenzó a anunciar un rango aceptable alrededor de la meta puntual para el año siguiente, siendo esta última el punto medio de dicho rango. A mediados de 2009 la inflación se situó alrededor del 3%, y a partir de 2010 la meta de inflación ha estado centrada en la meta de largo plazo (3%). Véase <https://www.banrep.gov.co/es/node/6354>

distintos riesgos que pueden afectar dichas previsiones. Si bien la moderación en la demanda agregada ha contribuido a la reducción en la inflación, esta última continúa elevada y sus expectativas superan el 3%. A esto se suman algunos riesgos sobre la convergencia de la inflación a la meta a mediados de 2025. Por ejemplo, una depreciación nominal persistente debido a condiciones financieras externas adversas o a aumentos en la percepción de riesgo del país, en un entorno de una deuda pública aún elevada, puede traspasarse a los precios internos y detener el descenso de la inflación. En particular, las condiciones de financiamiento externo podrían tornarse menos favorables en la medida en que la inflación en Estados Unidos resulte más persistente de lo esperado por la Fed y retrase la reducción de las tasas de interés en ese país. Si esto último se materializa, un descenso acelerado de la TPM en Colombia podría conducir a una depreciación del peso que podría traducirse en presiones al alza sobre los precios internos. Lo anterior, en un contexto de factores externos e internos que podrían presionar al alza la tasa de interés neutral de la economía colombiana. En el frente interno, la rigidez a la baja de algunos servicios, como los arrendamientos, dado los mecanismos de indexación presentes en esta canasta, así como el repunte en los precios de los alimentos y algunas tarifas de servicios públicos (en particular de la energía eléctrica), también pueden ralentizar la convergencia de la inflación a la meta. Todos estos elementos sugieren que la reducción de la TPM debe ser gradual, para evitar que descensos muy fuertes de la tasa de interés deban revertirse posteriormente ante la posible materialización de algunos de los riesgos mencionados. Dichas reversiones de la TPM generarían una volatilidad no deseada que termina afectando las expectativas de los agentes, dificultan la convergencia de la inflación hacia su meta y generan pérdidas del bienestar general. Aunque es deseable que la política monetaria soporte una recuperación más vigorosa de la actividad económica del país, es necesario que el proceso sea sostenible en el tiempo y compatible con la meta de la inflación, lo que asegura tasas de interés más bajas en el mediano plazo y condiciones favorables para la inversión y el crecimiento. La evaluación del estado de la economía, de sus perspectivas y de los riesgos mencionados determinará el ritmo de reducción de la tasa de interés de política (véase el Recuadro 2).

Recuadro 2

Determinantes de la velocidad de ajuste de la TPM

Los niveles de la tasa de interés de política monetaria (TPM) se fijan periódicamente luego de procesos de deliberación dentro de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR). Estas discusiones se nutren de una evaluación detallada del comportamiento de la inflación, sus expectativas, el crecimiento económico y otras variables clave que afectan la estabilidad macroeconómica. Este análisis lo realiza regularmente el equipo técnico del Banco de la República y se presenta trimestralmente en el *Informe de Política Monetaria*.

La actual fase de recortes de tasas de interés, iniciada en diciembre de 2023, ha sido posible gracias al descenso observado de la inflación total y básica (sin alimentos ni regulados). Dichas inflaciones anuales alcanzaron valores máximos durante la primera mitad de 2023 (13,3% para la inflación total en marzo y 10,5% para la inflación básica en junio), momento en el cual comenzaron a descender hasta registrar valores del 7,2% y 6,0% en junio de 2024 para la inflación total y básica, respectivamente. Este descenso de la inflación se debe, en buena medida, al ajuste que registró la actividad económica, en particular el componente de la demanda interna. Dicho ajuste, promovido, en parte, por una política monetaria contraccionista que buscaba corregir los importantes desequilibrios internos y externos que arrastraba la economía pospandemia, contribuyó a reducir las presiones inflacionarias provenientes de la demanda interna.

Ahora bien, surge la pregunta sobre: ¿a qué velocidad y hasta qué punto debería disminuir la TPM? Para responderla es útil introducir el concepto de tasa de interés neutral. La tasa de interés neutral, un concepto planteado por primera vez por Wicksell (1898), es aquella que es compatible con un producto que crece a su nivel potencial y una inflación alrededor de su meta (Laubach y Williams, 2003). Así, si la TPM se fija en un nivel igual a la tasa de interés neutral, la política monetaria no estimula ni restringe el crecimiento económico, es decir, no es contractiva ni expansiva. Por el contrario, si la TPM está por encima de la neutral, la política monetaria es contraccionista, mientras que si está por debajo es expansionista. La tasa de interés neutral se puede descomponer en la suma de su componente real y de las expectativas de inflación relevantes. Su nivel real depende de factores estructurales fuera del alcance de la política monetaria, tales como el crecimiento de largo plazo de la economía (que depende de las tendencias de la productividad y la demografía), los balances de ahorro e inversión agregados o los niveles de aversión al riesgo de los agentes, entre otros factores. Sobre la evolución actual de los determinantes de la tasa de interés neutral real se tienen consideraciones mixtas. Por un lado, los factores demográficos relacionados con la caída del crecimiento poblacional y el incremento en las expectativas de vida apuntarían a una disminución de la tasa de interés neutral (Ho, 2024), lo que se suma al lento crecimiento de la productividad observado en los últimos años. Por otro lado, los mayores niveles de deuda pública luego de la pandemia, junto con el posible incremento en la demanda global de capital por el desarrollo acelerado de la inteligencia artificial y la necesidad de energías renovables, podrían sugerir desbalances entre el ahorro y la inversión agregados, presionando al alza las tasas de interés neutrales no solo en Colombia sino también en buena parte del hemisferio occidental (Williams, 2024). Dado que la tasa de interés neutral real es una variable no observable, el Banco de la República cuenta con distintas metodologías para su estimación (véase Grajales y Pulido, 2018), que se actualizan y monitorean continuamente.

Que la política monetaria haya buscado ser contraccionista tras el brote inflacionario pospandemia se refleja en que la TPM se ubicó por encima de su nivel neutral. Por tanto, la respuesta a la pregunta sobre la velocidad y el límite de la reducción de la TPM depende de dos cuestiones distintas: 1) ¿a qué ritmo debe converger la TPM a la neutral para dejar de ser contractiva? (proceso que se conoce como la normalización de la política monetaria), y 2) ¿qué ha ocurrido con el nivel de la tasa neutral?

En primer lugar, el ritmo óptimo de normalización de la política monetaria depende de los niveles actuales y previstos de la inflación y del crecimiento, así como de la consideración de los riesgos que pueden afectar dichas previsiones. En el primer frente, aunque se ha

reducido significativamente la inflación, esta sigue siendo alta (7,2% a junio), respecto a la meta del 3% con la que está comprometida la JDBR en cumplimiento de su mandato constitucional. Esta inflación supera la de otros países de la región, como Chile, Perú, Brasil y México, que tienen niveles de inflación inferiores al 5%, algunos de los cuales esperaron a tener inflaciones más bajas que Colombia para iniciar sus fases de normalización (véase Banco de la República, 2024a). Sobre los niveles aún altos de la inflación existen, además, riesgos al alza que, aunque se han atenuado en los últimos meses, no han desaparecido. En el frente interno, existe incertidumbre sobre el alcance de los mecanismos de indexación, particularmente en los precios de los servicios. La variación anual del precio de los servicios se ha mostrado más inflexible que la del resto de canastas, debido a que muchos de estos precios tienden a ajustarse con base en las inflaciones observadas y con los incrementos pasados de salario mínimo, dado que los servicios son intensivos en trabajo. Además, existe incertidumbre sobre los efectos que los fenómenos climáticos puedan tener sobre los precios de los alimentos y la energía. En particular, el ajuste anual de los alimentos aumentó entre mayo y junio del 4,4% al 5,3%, más de lo previsto por el equipo técnico, debido al repunte de los precios de algunos alimentos perecederos afectados por El Niño. En el frente externo, el ritmo de normalización de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos se espera que sea gradual. Esto, en un ambiente de primas de riesgo de la deuda colombiana en niveles relativamente altos, hace más probable que, si la TPM colombiana desciende más rápido que la estadounidense, surjan presiones al alza sobre la tasa de cambio del peso frente al dólar. Dicha depreciación podría desencadenar, a su vez, presiones alcistas sobre la inflación, dificultando la convergencia hacia su meta.

En segundo lugar, respecto a la tasa de interés neutral, las estimaciones del equipo técnico sobre su componente real sugieren que las consideraciones mencionadas acerca de los desbalances entre el ahorro y la inversión en un ambiente de niveles altos de endeudamiento podrían tener mayor peso, y muestran una tasa de interés neutral real que se ajusta ligeramente al alza durante el horizonte de pronóstico, hasta llegar al 2,5% en promedio en 2025 (Banco de la República, 2024b). En cuanto a las expectativas de inflación, según la encuesta a los analistas económicos de julio, a horizontes cortos (doce meses) se ubican en niveles cercanos al 4,2%, un valor superior al 4% del rango de tolerancia sobre la meta, mientras que a horizontes más largos su nivel se acerca más a la meta de inflación. Estas expectativas son también influenciadas por el ritmo esperado de ajuste de la TPM, por lo que el nivel terminal de la fase de recortes de la TPM (la tasa de interés neutral nominal) puede depender, a su vez, de la velocidad con la que se lleve la normalización de la política monetaria.

Todos los elementos anteriores sugieren que el ajuste a la baja de la TPM debería ser llevado de una manera gradual. En primer lugar, las consideraciones sobre el ritmo óptimo de normalización antes descritas implican que existe el riesgo de que descensos muy rápidos de la TPM tengan que revertirse si se materializan los riesgos alcistas sobre la inflación. Dichas reversiones de la TPM no son convenientes, pues una mayor volatilidad afecta las expectativas de los agentes, dificultan la convergencia de la inflación hacia su meta y generan, a la postre, pérdidas de bienestar general (véase, por ejemplo, Woodford, 2003). Además, los riesgos alcistas sobre la inflación aumentan la probabilidad de incumplimiento de la meta, lo que podría erosionar la credibilidad de la política monetaria y hacerla menos efectiva, un efecto que aumenta exponencialmente si persiste por varios periodos dicho incumplimiento (para una cuantificación reciente de este canal en el caso colombiano, véase Grajales *et al.*, 2024). Finalmente, en un ambiente de crecientes desbalances macroeconómicos, que configuran presiones al alza sobre la tasa de interés real neutral, un posible desanclaje de las expectativas de inflación, como consecuencia de caídas más rápidas de la TPM respecto a las esperadas, aumentaría aún más los niveles terminales de la TPM, por lo que conviene ser prudente en el proceso de normalización.

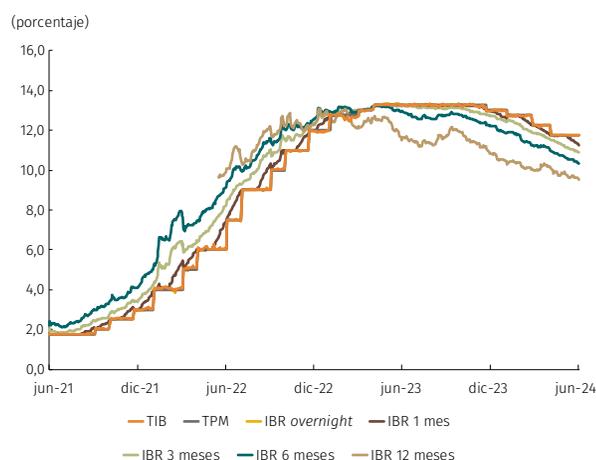
Así las cosas, si bien es deseable una recuperación económica vigorosa, para lo cual indudablemente ayudaría un rápido relajamiento de la política monetaria, es aún más conveniente que el proceso de normalización de la política monetaria se dé a un ritmo compatible con el cumplimiento de la meta de inflación y con la convergencia del crecimiento hacia un nivel sostenible. La experiencia internacional muestra que dichos ritmos de normalización suelen ser no lineales, y más graduales conforme se acerca la TPM a su punto terminal (Romer y Romer, 2024). Sin duda, lo más relevante es que dicha normalización se lleve a un ritmo consistente con las consideraciones acá reseñadas, y en especial, a la velocidad que pondere la posible materialización de los riesgos sobre los pronósticos, a partir del continuo monitoreo de la nueva información disponible.

Referencias

- Banco de la República (2024a). “¿Tardó Colombia en iniciar sus ciclos monetarios?”, Blog Banrep, 12 de marzo, disponible en <https://www.banrep.gov.co/es/blog/tardo-colombia-iniciar-sus-ciclos-monetarios>
- Banco de la República (2024b). “Principales variables sobre el pronóstico macroeconómico”, Anexo al *Informe de Política Monetaria*, abril, disponible en <https://doi.org/mt54>
- Grajales, A.; Pulido, J. (2018) “Nuevas estimaciones de la tasa de interés neutral en Colombia”, Recuadro 2, *Informe sobre Inflación*, septiembre, Banco de la República.
- Grajales, A.; Hamann, F.; Naranjo, S.; Pulido, J. (2024) “Policy Implications of Losing Credibility: Lessons from Colombia’s Post-Pandemic Inflationary Surge”. manuscrito no publicado, próximamente en Borradores de Economía, Banco de la República.
- Ho, P. (2024) “How Do Demographics Influence r^* ?” Federal Reserve Bank of Richmond Economic Brief, núm. 24-18.
- Laubach, T.; Williams, J. (2003). “Measuring the Natural Rate of Interest”, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 85, núm. 4, pp. 1063-1070.
- Romer, C.; Romer D. (2024). “Lessons from History for Successful Disinflation”, NBER Working Paper, núm. 32666.
- Woodford, M. (2003) “Optimal Interest-Rate Smoothing”, *The Review of Economic Studies*, vol. 70, núm. 4, pp. 861-886.
- Wicksell, K. (1898). *Interest and Prices*. London: Macmillan.
- Williams, J. (2024). “R-Star: A Global Perspective”, Discurso en el ECB Forum de Banca Central, disponible en <https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2024/wil240703>

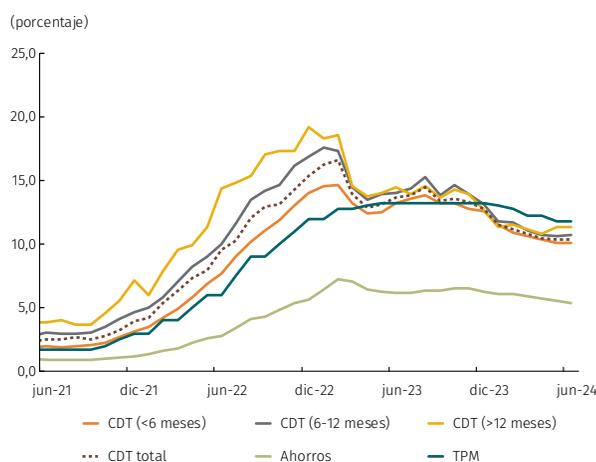
4. Evolución y perspectivas de los mercados financieros y de crédito

Gráfico 4.1
Tasa de política monetaria, tasa interbancaria (TIB) e IBR^{a/} (overnight, a 1, 3, 6 y 12 meses)



a/ Indicador bancario de referencia (IBR)
Fuentes: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia (formato 441).

Gráfico 4.2
Tasas de interés de los CDT y de los depósitos de ahorro



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

4.1 Intermediación financiera de los establecimientos de crédito

Las tasas de interés del mercado monetario reflejaron las reducciones de la tasa de interés de política monetaria (TPM). El indicador bancario de referencia (IBR) *overnight* y la tasa interbancaria (TIB) a un día son indicadores del costo de fondeo de las entidades financieras a ese plazo. Durante el primer semestre de 2024 el IBR *overnight* y la TIB estuvieron en línea con la TPM, con disminuciones de 122 pb y 120 pb¹, respectivamente (frente al cierre de diciembre, la TPM se redujo en 125 pb, que se sumaron a los 25 pb que se recortaron en la reunión de la JDBR del 19 de diciembre de 2023). Las tasas IBR a tres y seis meses comenzaron a bajar y se ubicaron en niveles inferiores a la TPM desde mediados de 2023, y en lo corrido de 2024 han disminuido más que la TPM, en un entorno de descenso en la inflación, así como de sus expectativas. Para el IBR a doce meses, la caída en el primer semestre de este año ha sido menor que las de los plazos de tres y seis meses² (Gráfico 4.1).

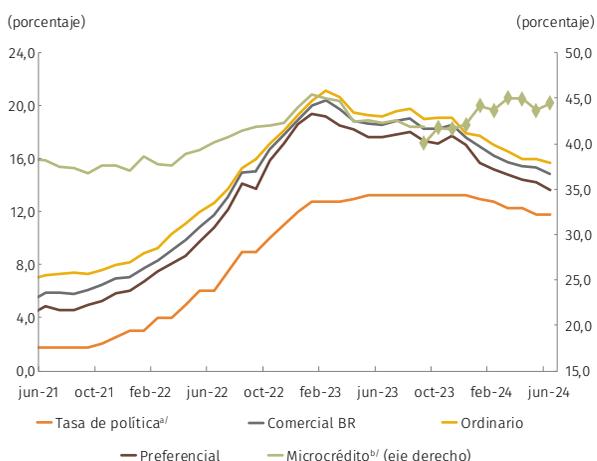
También se observaron caídas en las tasas de interés de los depósitos y créditos, en un entorno de demanda por crédito que se mantiene débil. Las tasas de interés de captación a través de CDT continuaron descendiendo. Las tasas de interés de mercado comenzaron a reducirse antes que la de política monetaria (desde el primer trimestre de 2023 para las pasivas y el segundo trimestre para las tasas de interés de créditos) y desde diciembre de 2023 las tasas de interés pasivas y activas han descendido más que la TPM. En particular, en el primer semestre de 2024 la tasa de los CDT³ bajó 239 pb, con caídas más pronunciadas en las de los plazos menores a un año⁴ (Gráfico 4.2). Para las tasas de interés de los depósitos de ahorro también se observaron reducciones (86 pb), principalmente en el segmento de personas jurídicas⁵. Las tasas de interés de los préstamos continuaron registrando caídas en todas las modalidades, en especial en consumo y tarjeta de

- 1 En promedio, en el mismo periodo el IBR *overnight* y la TIB fueron inferiores en 1 pb a la TPM.
- 2 Frente al cierre de diciembre de 2023, con información al 28 de junio, el IBR a un mes descendió 173 pb, los de tres y seis meses 187 pb y el de doce meses 133 pb.
- 3 Corresponde a la tasa de interés promedio de captación de CDT a todos los plazos, ponderando por monto.
- 4 Las tasas de los CDT de plazo hasta seis meses se redujeron en 250 pb, de seis a doce meses en 240 pb y más de doce meses en 139 pb.
- 5 Si se compara la tasa de los depósitos de ahorro (ordinarios activos) promedio de junio (con información al 28) frente a la de diciembre, para personas jurídicas cayó 154 pb y para entidades oficiales 78 pb, mientras que para personas naturales subió 3 pb.

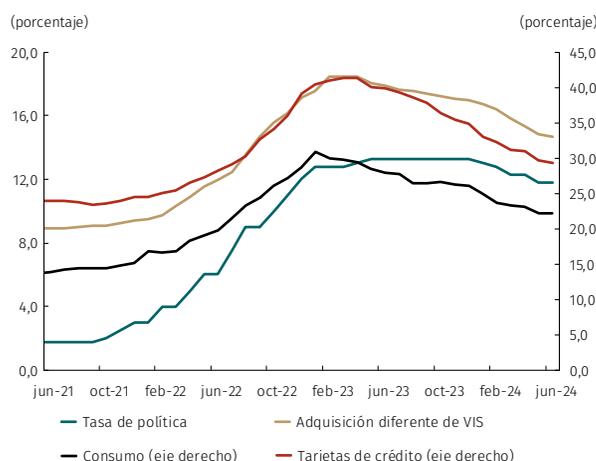
crédito, excluyendo las tasas de microcrédito (o créditos productivos)⁶ que en el mismo periodo aumentaron⁷ (Gráfico 4.3). En el caso de consumo, la reducción en las tasas de interés ha estado acompañada de un incremento en los desembolsos a través de libranzas, cuya tasa es más baja, al ser un segmento de menor riesgo para los intermediarios financieros (comparado con otros tipos de crédito de consumo)⁸. Las caídas pronunciadas en la mayoría de las tasas de interés de los depósitos y de los créditos sugieren que, además de reflejar los cambios observados en la política monetaria, continúan anticipando recortes futuros de la TPM y, posiblemente, evidencian el menor dinamismo del mercado de crédito y la consecuente reducción en las necesidades de fondeo por parte de las entidades financieras.

Gráfico 4.3
Tasas de interés de los créditos

A. Créditos a las empresas



B. Créditos a los hogares



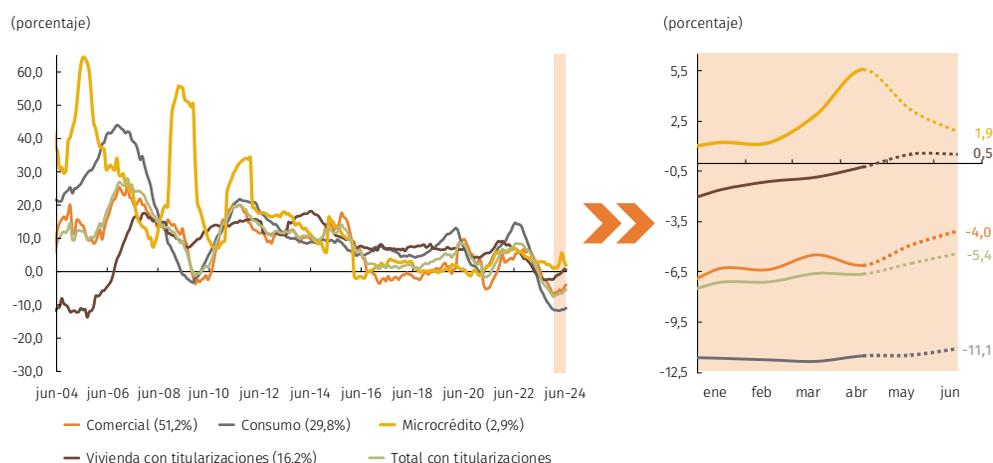
a/ La tasa de política corresponde a la establecida por la JDBR en la reunión del mes; las demás tasas corresponden al promedio del mes (ponderado por monto).
b/ Se excluyen los créditos otorgados a través de redescuento.
Fuente: Banco de la República; cálculos de la Superintendencia financiera de Colombia (formatos 088 y 414).

Acorde con el ajuste macroeconómico, en lo corrido de 2024 el saldo de la cartera otorgada por los establecimientos de crédito (EC) continuó mostrando crecimientos reales negativos, aunque su ritmo de contracción es menor respecto al año anterior. En términos nominales, el saldo del crédito se ha estabilizado. El saldo nominal de la cartera bruta total de los EC se ha mantenido relativamente estable alrededor de COP 673,0 billones (b) (42,5% del PIB) desde mediados de 2023. Esta dinámica ha sido explicada por la cartera comercial, la cual representa cerca de la mitad de la cartera total. En contraste, el saldo de la cartera de consumo (segunda modalidad con mayor participación) continúa reduciéndose, mientras que el de vivienda ha aumentado. En términos de su crecimiento anual, para junio de 2024 la

- 6 A partir de abril de 2023 se crearon las modalidades de créditos productivos (de acuerdo con el Decreto 455 de marzo 29/2023 del Ministerio de Hacienda), las cuales reemplazan el microcrédito. Las submodalidades son: créditos productivos populares rural y urbano (menos de 6 SMMLV), créditos productivos rural y urbano (entre 6 y 25 SMMLV) y créditos productivos de mayor monto (entre 25 y 120 SMMLV).
- 7 En lo corrido (a junio) del año las tasas comerciales bajaron 279 pb (ordinarios 227 pb y preferenciales 341 pb), consumo (-396 pb), tarjeta de crédito (-549 pb), adquisición de vivienda distinta de VIS (-231 pb), adquisición de vivienda VIS (-192 pb), mientras microcrédito aumentó 238 pb (las tasas que aumentaron de manera más significativa fueron las del segmento productivo popular (menos de 6 SMMLV), debido, en parte, a aumentos en las respectivas tasas de usura para créditos rurales y urbanos).
- 8 Para los créditos otorgados a través de libranzas, las cuotas se descuentan directamente de la nómina del deudor, lo cual reduce la probabilidad de incumplimiento en los pagos, siempre y cuando conserve su empleo.

cartera bruta total registró una variación real anual del -6,0% y nominal anual del 1,7% (Gráfico 4.4). La desaceleración en términos reales, que se observa desde inicios de 2023, se debe a una menor percepción de demanda y oferta de crédito y mayores exigencias en el otorgamiento de préstamos, con respecto a lo registrado en 2022⁹. Las modalidades de consumo, comercial y vivienda, cuyas tasas de crecimiento reales se ubican en niveles inferiores a los de 2020, explican el decrecimiento de la cartera bruta total. Sin embargo, desde inicios de 2024 el ritmo de contracción de estas carteras es menor al registrado a finales de 2023 y, para vivienda, se observa una leve recuperación. Por su parte, la modalidad de microcrédito exhibe tasas positivas desde marzo de 2021.

Gráfico 4.4
Crecimiento real anual de la cartera bruta de los establecimientos de crédito



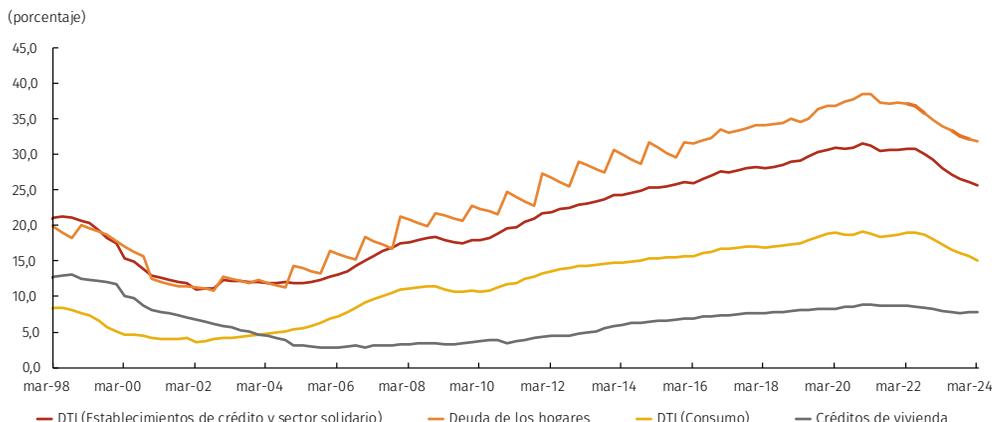
Nota 1: las líneas punteadas corresponden a datos preliminares de mayo de 2024 provenientes del formato 281 de la Superintendencia Financiera de Colombia, que cuenta con información semanal de las principales cuentas de balance de los establecimientos de crédito.
Nota 2: los crecimientos reales presentados en este gráfico se calcularon utilizando el índice de precios al consumidor sin alimentos.
Nota 3: entre paréntesis se presenta la participación en la cartera bruta total de cada modalidad de cartera.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y Titularizadora de Colombia; cálculos del Banco de la República.

La razón de deuda a ingreso de los hogares continúa reduciéndose respecto a los valores históricamente altos observados en 2022, en línea con el menor crecimiento de su cartera. Con información a marzo de 2024, el apalancamiento de los hogares, medido por la razón de deuda a ingreso disponible (DTI, por su sigla en inglés), completó siete trimestres consecutivos de reducciones (Gráfico 4.5). Este comportamiento se explica porque el ingreso continúa creciendo a tasas superiores a las del endeudamiento. El ingreso de los hogares, a su vez, se ha beneficiado de los altos niveles de las remesas, que a mayo de 2024 alcanzaron máximos históricos.

Asimismo, con corte al primer trimestre del año, el nivel de ahorro de los hogares continuó recuperándose. De acuerdo con la información de las cuentas nacionales por sector institucional del DANE, el ahorro anual de los hogares continuó mostrando incrementos en el último semestre. Este comportamiento se explica, principalmente, por el menor crecimiento del gasto (Gráfico 4.6).

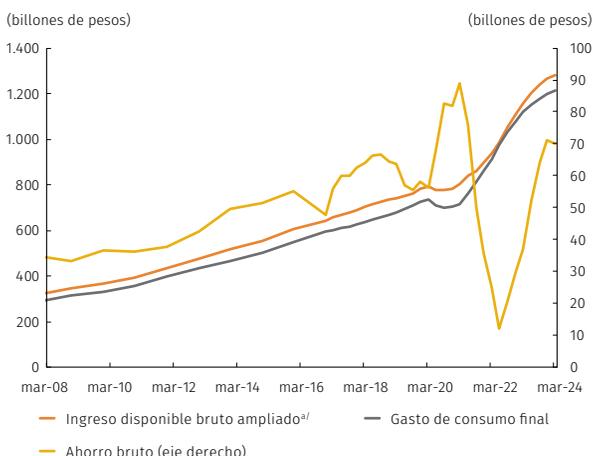
⁹ La percepción de oferta y demanda de crédito a la que se hace referencia proviene de la *Encuesta sobre la Situación del Crédito en Colombia* que se aplica a los establecimientos de crédito locales, disponible en: <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/reporte-situacion-credito-colombia>

Gráfico 4.5
Deuda a ingreso disponible de los hogares



Nota: los gráficos presentan el indicador de deuda a ingreso (DTI, por sus siglas en inglés). Para ello se utiliza el ingreso disponible ajustado bruto de los hogares que proviene de las cuentas nacionales por sector institucional. En el gráfico se presentan cuatro medidas de endeudamiento:
Línea roja: deuda de los hogares con los establecimientos de crédito supervisados por la Superintendencia Financiera de Colombia, las cooperativas de ahorro y crédito, los fondos de empleados y la Titularizadora Colombiana.
Línea naranja: deuda de los hogares proveniente de los saldos de las cuentas financieras publicadas por el Banco de la República. Adicional a lo incluido en la línea roja, se incluyen los microcréditos y los créditos comerciales a cargo de personas naturales, además de obligaciones con otras instituciones financieras.
Línea amarilla: créditos de consumo con establecimientos de crédito.
Línea gris: créditos de vivienda con establecimientos de crédito.
 Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, Superintendencia de la Economía Solidaria, Titularizadora de Colombia, Banco de la República y DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.6
Ahorro bruto de los hogares y sus componentes

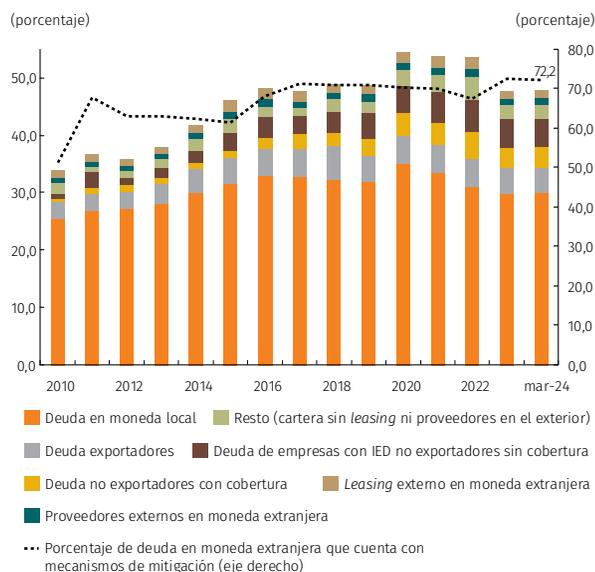


a/ Corresponde al ingreso disponible bruto incluyendo el ajuste de la variación en la participación neta de los hogares en los fondos de pensiones.
 Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En lo corrido de 2024 el endeudamiento del sector corporativo como proporción del PIB permaneció relativamente estable, después de las reducciones observadas en 2023, en un contexto de menor inversión y contracción de la cartera real. A marzo de 2024, la deuda del sector corporativo privado representó el 47,9% del PIB anual, valor similar al observado al cierre de 2023 e inferior a lo registrado entre 2020 y 2022 (Gráfico 4.7). La reducción de la deuda como proporción del PIB observada desde 2023 ha estado explicada, principalmente, por la apreciación del peso y su efecto sobre la deuda denominada en dólares (la cual, a marzo de 2024, representó el 18,0% del PIB), y por el menor crecimiento de la cartera comercial en un contexto de menor inversión. Adicionalmente, el porcentaje de la deuda en moneda extranjera, que cuenta con algún mecanismo de mitigación del riesgo cambiario (firmas exportadoras, firmas con operaciones de cobertura financiera, o empresas con inversión extranjera directa, IED), ha permanecido estable y sigue representando la mayor parte de la deuda en moneda extranjera (72,2%).

Algunos factores que pueden estar relacionados con la baja dinámica del crédito están asociados con cambios recientes en la metodología de cálculo de las tasas de interés de usura de algunas modalidades de crédito, que podrían impactar, potencialmente, la inclusión financiera, la profundización crediticia y el desempeño de algunos EC. Durante 2023 y lo corrido de 2024 la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) realizó algunas modificaciones al cálculo del indicador bancario corriente (IBC) que se usa como referencia para determinar la tasa de interés de usura. Por ejemplo, ahora en el cálculo se incluyen los créditos de redescuento, los cuales no se otorgan a tasas de mercado, y que por naturaleza cuentan con condiciones financieras

Gráfico 4.7
Endeudamiento del sector corporativo privado, por cobertura cambiaria, inversión extranjera directa (IED) y comercio exterior del deudor (porcentaje del PIB)

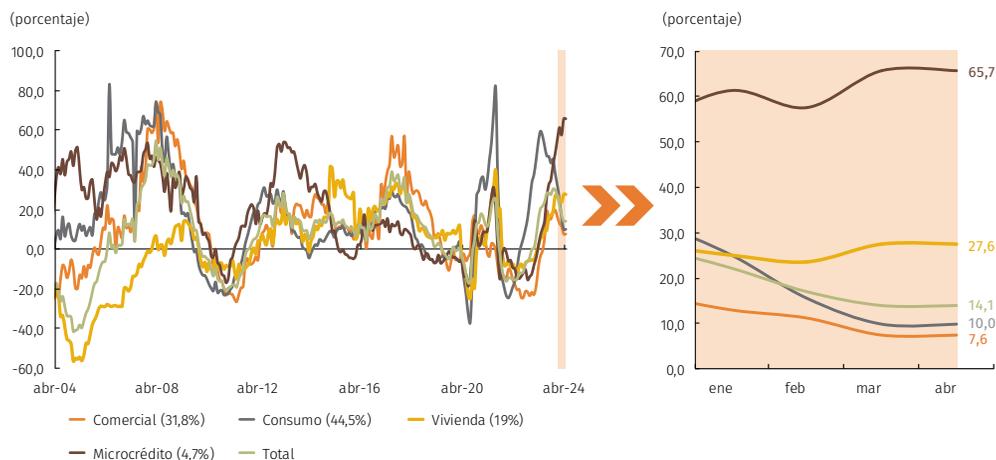


Nota: la deuda en moneda extranjera de proveedores y leasing con entidades del exterior no se tiene disponible por NIT y, por tanto, no se puede identificar si esta deuda pertenece a empresas con cobertura.
 Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, DANE y Banco de la República; cálculos del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

más favorables para los deudores. También, dentro del cálculo se le otorga una mayor ponderación a las entidades de mayor tamaño que concentran su portafolio de créditos en modalidades con tasas de interés más bajas. Lo anterior, en un contexto de reducciones de la TPM y de menor demanda por crédito, ha llevado a reducciones significativas en la tasa de interés de usura, principalmente en las modalidades de rural productivo, consumo y ordinario. Existe una amplia literatura que encuentra impactos negativos en la inclusión y profundización financiera ante reducciones en la tasa de interés de usura, por cuenta de una exclusión de aquellos consumidores con un perfil de riesgo alto asociado a una tasa de interés cercana o superior a la tasa de usura. Dentro de otros efectos se cuenta el surgimiento e impulso de mercados de crédito informales y menor uso del sistema financiero por parte de la población más vulnerable. Además, una reducción abrupta podría afectar negativamente la capacidad de los intermediarios de otorgar crédito; por ejemplo, las entidades tendrían la necesidad de revalorar los créditos vigentes que tengan tasas superiores al límite establecido por la SFC, lo cual puede generar un impacto en términos de rentabilidad, la cual se podría concentrar en los EC dedicados a segmentos más riesgosos, como los de tarjetas de crédito¹⁰.

La cartera continuó registrando deterioros y su índice de calidad por mora (ICM) se ubica en niveles altos, aunque la cartera vencida exhibe un menor ritmo de crecimiento desde finales de 2023. En lo corrido de 2024 la cartera con mora superior a treinta días de los EC continuó registrando tasas de crecimiento reales anuales superiores al promedio histórico. Sin embargo, con corte a abril de 2024 el nivel es inferior al observado a mediados de 2023 (Gráfico 4.8). Esta dinámica se debe a que entre julio de 2023 y abril de 2024 el crecimiento

Gráfico 4.8
Crecimiento real anual de la cartera vencida

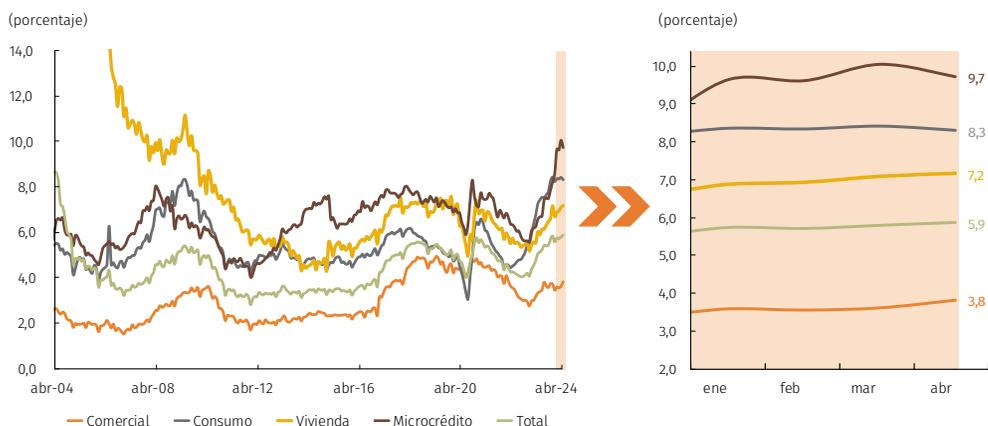


Nota 1: los crecimientos reales se calcularon utilizando el índice de precios al consumidor sin alimentos.
 Nota 2: entre paréntesis se indica la participación de cada cartera en el total de la cartera vencida.
 Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

10 Para más información, véase el Recuadro 3: “Potencial incidencia de disminuciones en la tasa de usura sobre la inclusión financiera y la cartera de los establecimientos de crédito”, del *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre de 2024, disponible en <https://repositorio.banrep.gov.co/server/api/core/bitstreams/eab56e1a-9753-4891-86a4-013b37208c26/content>

de la cartera vencida de consumo y comercial se redujo en 37,1 pp y 11,4 pp, respectivamente. Las mayores exigencias en el otorgamiento de este tipo de créditos reportadas por los EC durante 2023¹¹ explican este comportamiento. En contraste, el crecimiento de la cartera vencida de vivienda y microcrédito continúa acelerándose y se ubica por encima del promedio histórico. Para esta última modalidad, el alto nivel de deterioro es relevante en la medida en que el saldo de esta cartera continúa acelerándose, pese a los mayores incumplimientos. En cuanto al ICM, aún se observan niveles elevados en todas las carteras, pese al menor ritmo de crecimiento de la cartera vencida (Gráfico 4.9).

Gráfico 4.9
Indicador de calidad por mora (ICM)



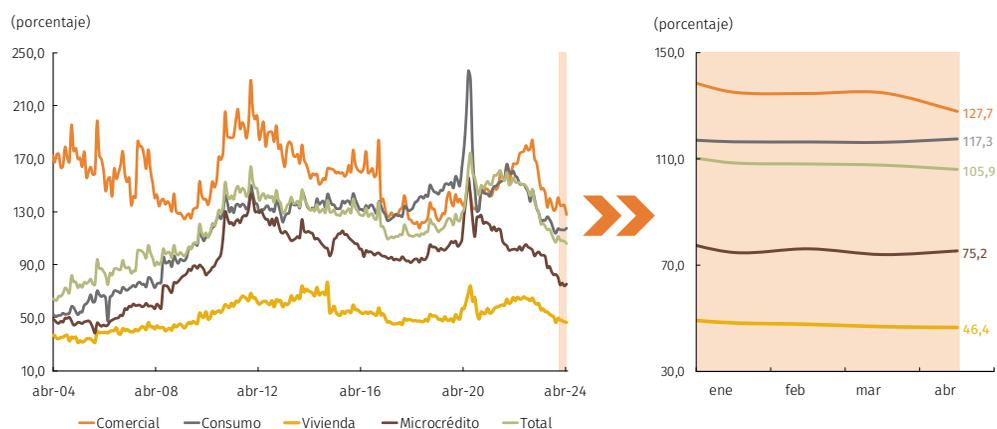
Nota: el indicador de calidad por mora de vivienda presentado en este gráfico difiere con el que usualmente reporta la SFC debido a que esta última entidad utiliza como cartera vencida de vivienda las cuotas vencidas para los plazos de mora de uno a cuatro meses, mientras que en este reporte se incluye, además, el total del capital del crédito.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

El mayor deterioro de la cartera puede estar influenciado por la expedición de normas que han afectado negativamente la capacidad de los bancos para acceder a la información crediticia de los deudores, como también para efectuar labores de cobranza de las obligaciones financieras. Las leyes expedidas de “Borrón y cuenta nueva” e “intimidación personal” habrían tenido impactos negativos sobre la calidad de las originaciones de créditos y sobre la capacidad de cobranza de los EC, principalmente en la cartera de consumo. La Ley 2157 de 2021, mediante la cual se eliminaron los reportes negativos en los burós de crédito de aquellos deudores que se pusieron al día con sus deudas, habría repercutido negativamente sobre la capacidad de los EC para identificar y evaluar adecuadamente nuevos clientes, lo cual podría estar relacionado con los deterioros recientes que se han observado, principalmente en la cartera de consumo. Por su parte, la Ley 2300 de 2023, que reguló los canales, horarios y periodicidad de las labores de cobranza de las entidades, afectó la capacidad de recuperación de su cartera vencida, situación que podría afectar negativamente su ingreso esperado y sus modelos de riesgo de crédito. En ese sentido, es fundamental que futuras iniciativas legislativas consideren el impacto de la experiencia reciente sobre los EC y la carga financiera de los usuarios de crédito.

11 Para mayor detalle véase el *Reporte sobre la Situación del Crédito en Colombia* de diciembre de 2023.

A pesar de los incrementos en los indicadores de incumplimiento de la cartera, los EC mantienen un nivel de provisiones que cubre apropiadamente el deterioro de la cartera. A abril de 2024 el saldo total de provisiones¹² se ubicó en COP 41,9 b y el indicador de cubrimiento¹³ en 105,9%, lo que sugiere que las provisiones cubren más que proporcionalmente la cartera vencida (Gráfico 4.10). En lo corrido de 2024 este indicador se ha reducido levemente para las carteras comercial y vivienda; sin embargo, este se ubica por encima del 100 %, para la primera, y en 46,4%¹⁴, para la segunda. En contraste, para la cartera de consumo el indicador registró un leve aumento, alcanzando el 117,3%. Por otro lado, en el caso de la cartera de microcrédito, este indicador viene reduciéndose desde finales de 2022 y se ubica por debajo del 100% desde enero de 2023, alcanzando el 75,8% en abril de 2024. En cuanto a los componentes de las provisiones, el contracíclico exhibe una tendencia decreciente desde mediados de 2022, y a abril de 2024 su tasa de crecimiento fue del -44,5% (Gráfico 4.11). Lo anterior se debe a que, entre enero de 2023 y abril de 2024, algunos EC han desacumulado este tipo de provisiones, con el fin de hacer frente al deterioro de la cartera observado en el último año¹⁵. En particular, el uso de las provisiones contracíclicas permite a las entidades reducir las pérdidas del ejercicio en la medida en la que aumenta la cuenta de recuperaciones. Por su parte, el componente procíclico registró un crecimiento del 1,4%.

Gráfico 4.10
Indicador de cubrimiento

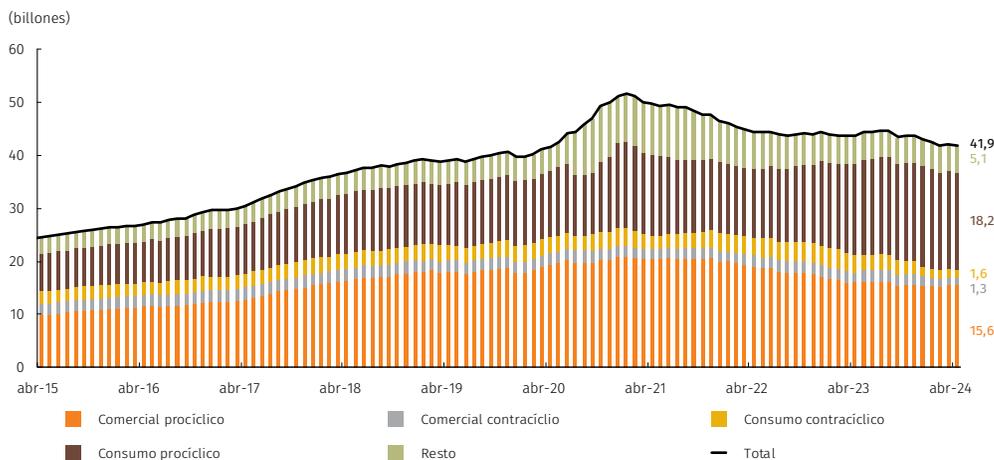


Nota: el indicador de cubrimiento de vivienda presentado en este gráfico difiere con el que usualmente reporta la SFC debido a que esta última entidad utiliza como cartera vencida de vivienda las cuotas vencidas para los plazos de mora de uno a cuatro meses, mientras que en este reporte se incluye, además, el total del capital del crédito.

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

- 12 Las provisiones corresponden a los fondos que los EC mantienen para cubrir posibles obligaciones futuras. Estas se dividen en procíclicas, contracíclicas y resto. El componente procíclico corresponde a las provisiones que se constituyen sobre cada deudor en función de su calificación de riesgo. El componente contracíclico corresponde a las provisiones que se acumulan por deudor con el fin de emplearlas posteriormente en momentos de alto deterioro de la cartera y el rubro resto corresponde a vivienda, microcrédito y otras.
- 13 El indicador de cubrimiento se define como la razón entre el saldo de provisiones y la cartera vencida.
- 14 El cálculo de las provisiones se realiza sobre la parte del crédito no cubierta por la garantía. Dado que en la modalidad de vivienda la garantía corresponde al inmueble, las provisiones son inferiores frente a las demás modalidades. Por lo anterior, el indicador de cubrimiento de vivienda ha sido históricamente inferior al de las otras modalidades de cartera.
- 15 Según el Anexo 1 del Capítulo 31 de la Circular Básica Contable y Financiera (CBCF), para activar el uso de las provisiones contracíclicas, las entidades deben cumplir con tres de las siguientes cuatro condiciones durante un semestre consecutivo: 1) la variación trimestral real de la provisión de cartera debe ser mayor al 9%; 2) el acumulado trimestral de las provisiones netas de recuperaciones como porcentaje del ingreso acumulado debe ser superior al 17%; 3) el acumulado trimestral de las provisiones netas de recuperaciones como porcentaje del margen financiero ajustado debe estar entre el 0% y 42%, y 4) la tasa de crecimiento anual real de la cartera bruta debe ser menor al 23%.

Gráfico 4.11
Saldo de provisiones



Nota: el rubro resto corresponde a vivienda, microcrédito y otras.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Si bien en lo corrido de 2024 la rentabilidad para el agregado de los EC se mantiene en niveles positivos, esta disminuyó debido a un mayor gasto por provisiones y un menor ingreso por intereses. El 54,7% de los intermediarios, los cuales participan con el 24,9% del activo total, presenta pérdidas a abril de 2024. El indicador de rentabilidad del activo (ROA)¹⁶ presenta reducciones desde abril de 2022, y se ubicó en 0,6% a abril de 2024 (Gráfico 4.12, panel A). Este ritmo de caída se debe a mayores gastos de provisiones y menores ingresos por intereses que no pueden ser compensados por el buen desempeño de los ingresos por operaciones en el mercado monetario y por comisiones (rubros que se incluyen en la categoría de otros ingresos), así como los ingresos por valoración de inversiones y por recuperación de cartera castigada (Gráfico 4.12, panel B). A abril de 2024 el ROA continuó por debajo del promedio de los últimos cinco años, y veintinueve entidades¹⁷, cuya participación en el activo total de los EC corresponde al 24,9%, registran pérdidas acumuladas durante el ejercicio.

Los EC cuentan con niveles adecuados de capital y liquidez para enfrentar la materialización del riesgo de crédito y liquidez tanto a nivel individual como consolidado y se ubican por encima de los mínimos regulatorios. Entre octubre de 2023 y febrero de 2024 la solvencia total¹⁸ creció en 63 pb, hasta alcanzar un 18,1%. Posteriormente, debido a una caída en los niveles de capital, se redujo en 42,8 pb, ubicándose en 17,7% a abril de 2024 (Gráfico 4.13). Las relaciones de solvencia básica¹⁹ y de apalancamiento²⁰ exhibieron una dinámica similar. En todo caso, los

16 El ROA se calcula como la razón entre la utilidad acumulada de los últimos doce meses de los EC y el valor de su activo total. La utilidad acumulada corresponde a la suma entre: 1) la diferencia anual del mes de análisis, y 2) el dato observado al cierre del año inmediatamente anterior.

17 El número de entidades con pérdidas acumuladas del ejercicio aumentó en siete entre noviembre de 2023 y abril de 2024, y la participación en el activo de los EC aumentó de 12 pp.

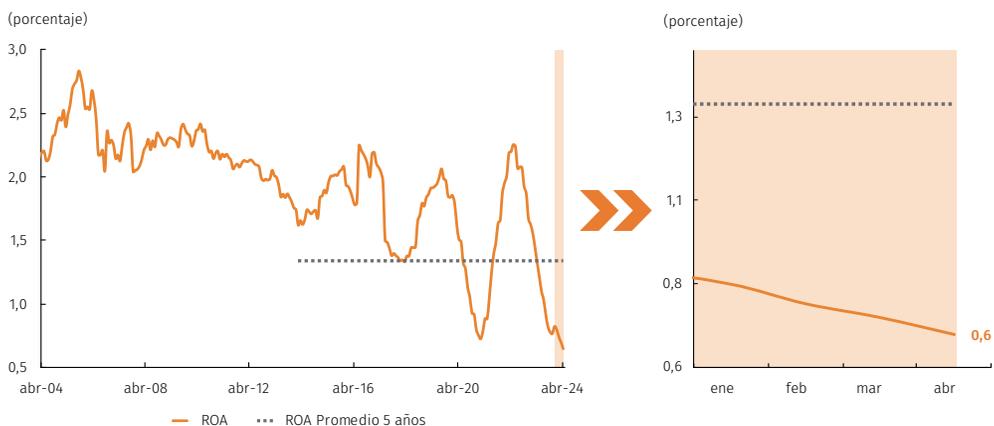
18 La solvencia total se define como la razón entre el patrimonio técnico calculado y el valor de los activos ponderados por nivel de riesgo crediticio, de mercado y operacional. El límite regulatorio corresponde al 9%.

19 La solvencia básica se define como la razón entre el patrimonio básico ordinario neto de deducciones y el valor de los activos ponderados por nivel de los riesgos crediticio, de mercado y operacional. El límite regulatorio corresponde al 4,5%. Este indicador captura la capacidad de las entidades para enfrentar pérdidas inesperadas, en términos de su capital de mejor calidad.

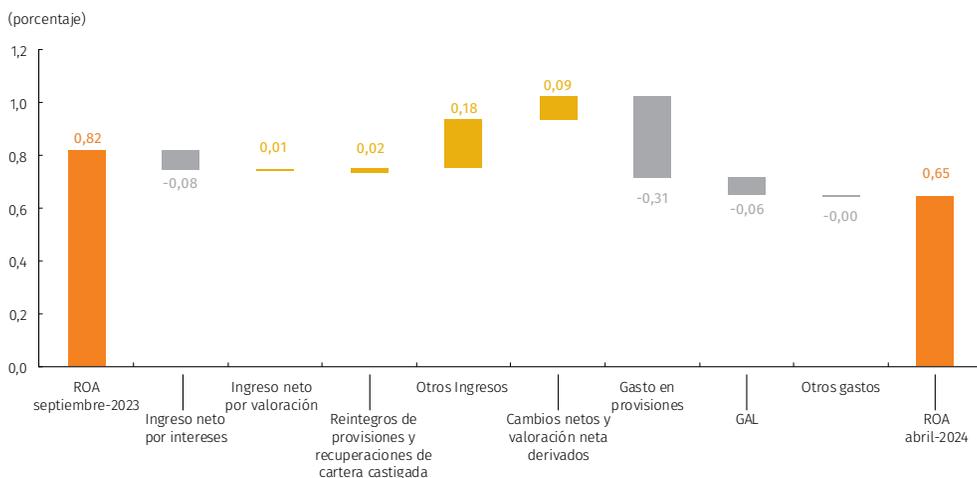
20 La razón de apalancamiento se define como la razón entre la suma del valor del patrimonio básico ordinario neto de deducciones y el patrimonio básico adicional, y el valor del apalancamiento. El límite regulatorio corresponde al 3%. Este indicador captura el nivel de apalancamiento que mantiene la entidad, independientemente de su nivel de riesgo.

Gráfico 4.12
Rentabilidad del activo (ROA) agregado de los EC

A. Evolución histórica



B. Descomposición de la variación del ROA



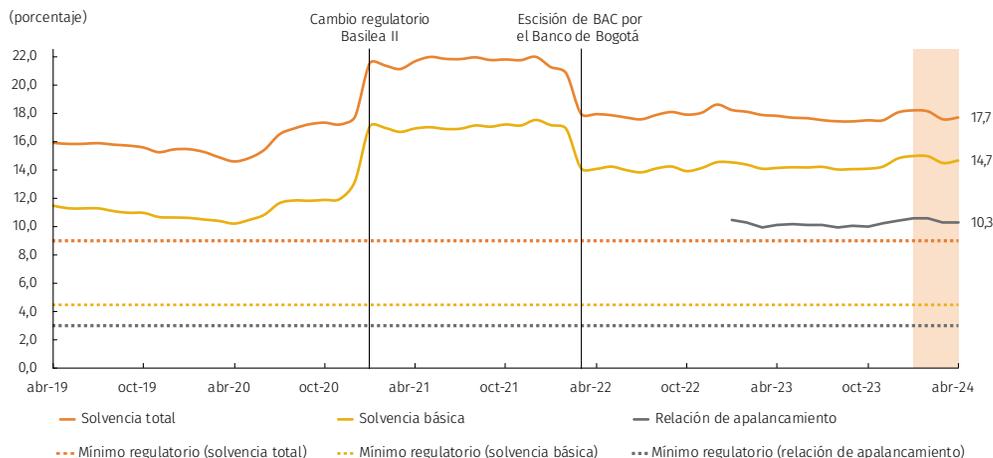
Nota 1: el rubro de otros ingresos incluye comisiones, honorarios, ingresos por operaciones en el mercado monetario y por participaciones de capital.
 Nota 2: el rubro de otros gastos incluye impuestos, egresos por operaciones en el mercado monetario y por participaciones de capital.
 Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

tres indicadores de solvencia se ubican por encima de sus mínimos regulatorios a nivel agregado. Asimismo, las entidades catalogadas como sistémicamente importantes²¹ cuentan con niveles adecuados de capital para hacer frente a la materialización de diversos riesgos.

En cuanto al fondeo, en lo corrido de 2024 las captaciones de CDT se han concentrado en plazos más cortos que el año pasado. Asimismo, los saldos de depósitos de ahorro y otros pasivos a la vista mostraron crecimientos mayores a los de 2023. Con esto, en lo corrido de 2024 los saldos de CDT de plazo menor a un año se incrementaron, mientras que los de plazo superior decrecieron en el margen. Las captaciones se concentraron en operaciones a través de oficinas, segmento en el que los clientes típicamente son hogares y empresas medianas o pequeñas que

21 Las entidades identificadas como sistémicamente importantes corresponden a aquellas entidades más grandes e interconectadas (*too big to fail*). Para identificarlas, se considera su tamaño, interconexión, sustituibilidad y complejidad.

Gráfico 4.13
Indicadores de solvencia a nivel agregado



Nota: 1. Las cifras reportadas desde enero de 2021 de solvencia y solvencia básica no son comparables con la serie histórica debido al cambio regulatorio que exigió a las entidades empezar la convergencia a los lineamientos establecidos por Basilea III.

Nota 2: Los límites regulatorios de solvencia total y básica son 9% y 4,5%, respectivamente. En 2023 (2024) los límites que incluyen el colchón de conservación son 10,125% (10,5%), 6,75% (7,5%) y 5,625% (6,0%) para la solvencia total, básica adicional y básica, en su orden. Para las entidades sistémicamente importantes se requieren 50pb (75pb) adicionales. En la práctica el incumplimiento de los colchones de capital no implica incumplir con los límites regulatorios, y por tanto no constituye una situación de insolvencia.

Nota 3: Con la expedición de los Decretos 1477 de 2018 y 1421 de 2019, las entidades tuvieron que empezar a cumplir con el requerimiento regulatorio de la relación de apalancamiento a partir de enero de 2021. Esta relación se define como la suma del valor del Patrimonio Básico Ordinario neto de deducciones y el Patrimonio Básico Adicional, dividida por el valor de apalancamiento definido como la suma de los activos netos de provisiones, las exposiciones netas en operaciones de reporto o repo, las simultáneas y las TTV, las exposiciones crediticias en derivados y la exposición de las contingencias. El límite regulatorio de la relación de apalancamiento es del 3%.

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

buscan un plazo relativamente corto. Los clientes que operan directamente con las tesorerías de los bancos, y que normalmente son quienes invierten en CDT a plazos largos (mayores a un año), redujeron su demanda por este tipo de activos al enfrentar tasas de interés menores²², al tiempo que los EC han percibido mejores niveles de liquidez, luego de las medidas tomadas por el Banco de la República²³ y la SFC²⁴, lo que ha disminuido sus necesidades de fondeo y, con ello, los incentivos a captar recursos a plazos largos. En contraste, los saldos de los depósitos de ahorro (principales pasivos a la vista de los EC con sus clientes) han tendido a subir, debido al comportamiento de aquellos de entidades oficiales y personas jurídicas, mientras que los de personas naturales han dejado de caer. Estos incrementos en el margen, junto con una baja base de comparación en 2023, se han reflejado en tasas de crecimiento anuales mayores a las registradas el año anterior (Gráfico 4.14). Esto contrasta con lo observado en 2022 y la primera mitad de 2023, cuando se había observado una fuerte recomposición del fondeo de los EC con sus clientes desde depósitos a la vista hacia CDT.

El cambio regulatorio en el coeficiente de fondeo estable neto (CFEN), que desde septiembre de 2023 aumentó temporalmente el fondeo estable disponible, tuvo un efecto positivo sobre este indicador para los EC. Hacia adelante, estos deberán seguir ajustando adecuadamente su estructura de fondeo hacia fuentes más estables para evitar comprometer el cumplimiento del indicador a futuro. La SFC

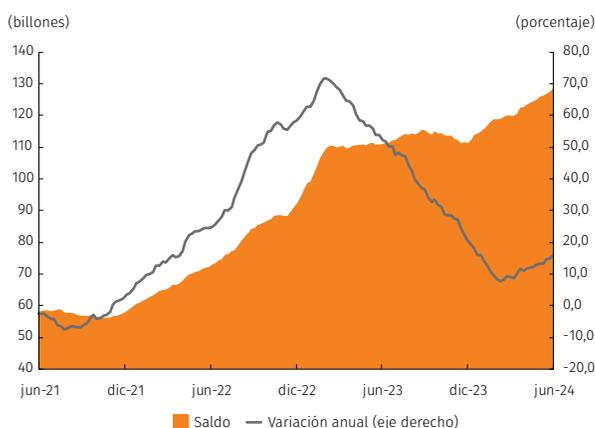
22 En su lugar, agentes como las fiduciarias y los fondos de pensiones han optado por mantener recursos en depósitos remunerados en el Banco de la República.

23 El Banco de la República, en cumplimiento de sus objetivos de política, modificó el cupo ofrecido en sus subastas de repos, amplió los plazos de estas operaciones y realizó compras de TES. Para más detalle véase el Recuadro 1: "Situación reciente de liquidez y el rol del Banco de la República", del *Reporte de Mercados Financieros* del tercer trimestre de 2023.

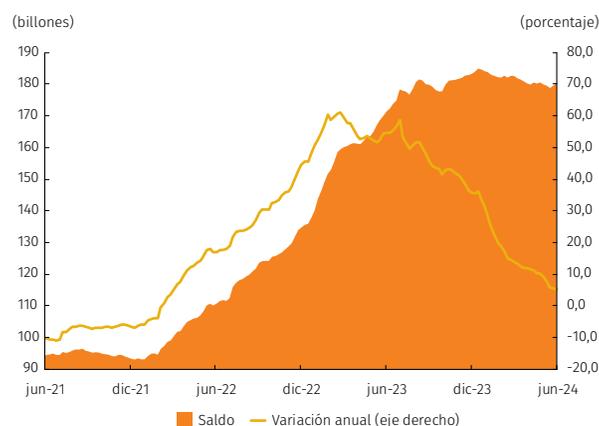
24 En septiembre de 2023 la SFC expidió la circular externa 013, la cual impartió instrucciones para modificar la metodología de cálculo y reporte del CFEN, las cuales derivaron en un crecimiento del indicador de los EC.

Gráfico 4.14
Depósitos a la vista y CDT

A. CDT a plazo menor a 12 meses



B. CDT a plazo mayor o igual a 12 meses



C. Depósitos a la vista



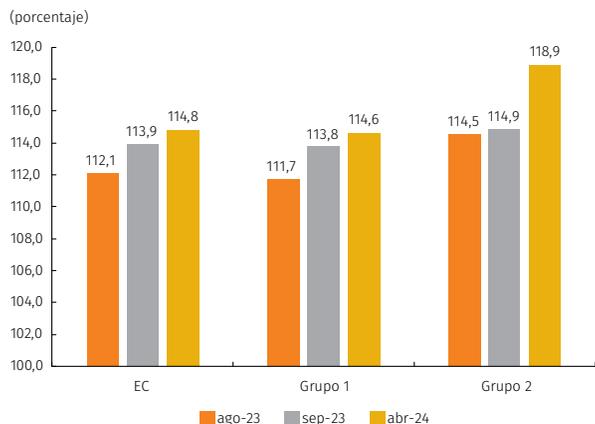
Fuente: Banco de la República, cálculos de la Superintendencia financiera de Colombia (formato 281; balance semanal preliminar).

expidió en septiembre de 2023 la Circular Externa 013, la cual impartió instrucciones para modificar la metodología de cálculo y reporte del CFEN. Particularmente, estableció que, a partir del 30 de septiembre de 2025, los EC deben empezar a diferenciar los depósitos a la vista operativos²⁵ de los no operativos²⁶ para algunas contrapartes. Además, durante los dos años del periodo de transición, la SFC elevó de forma transitoria las ponderaciones en el fondeo estable disponible (FED) de los depósitos a la vista de los Ficaspp y entidades vigiladas por la SFC desde 0% hasta 25%. Este cambio transitorio, el cual está vigente desde septiembre de 2023, explicó la mayor parte del aumento del CFEN desde entonces (Gráfico 4.15). De acuerdo con lo anterior, hasta agosto de 2025 se mantendrá el ajuste transitorio vigente que ha elevado el nivel del FED y, por tanto, del CFEN. A partir de

25 Se clasifica un depósito a la vista como operativo si: 1) su componente de remuneración no es determinante en la decisión del cliente de mantener sus recursos en la entidad, y 2) el cliente tiene dependencia al producto para gestionar sus flujos de efectivo en el desarrollo de su objeto social. Estos depósitos son considerados más estables a efectos del CFEN, por lo que tendrán una mayor ponderación, comparados con los no operativos. Para mayor detalle, véase el anexo 12 del capítulo XXXI de la CBCF.

26 El monto que exceda la proporción de recursos clasificados como operativos, de acuerdo con la metodología implementada por cada EC, deberá tratarse como no operativo. Adicionalmente, los depósitos para los cuales los EC no establezcan una metodología de diferenciación se clasificarán como no operativos.

Gráfico 4.15
CFEN de los EC, antes y después del cambio regulatorio temporal de septiembre de 2023



Nota 1: La información de los EC en ambos paneles comprende la información de los grupos 1 y 2 de entidades.

Nota 2: En el grupo 2 se están incluyendo las IOE.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (Formato 238 y página web); cálculos del Banco de la República.

septiembre del mismo año, dependiendo del saldo clasificado entre operativo o no operativo, el cambio podrá derivar en un aumento o en una disminución respectivamente del FED y el CFEN²⁷. Así, los EC disponen de un periodo de transición de año y medio en el cual deberán ajustar paulatinamente su estructura del pasivo hacia fuentes más estables, con el objetivo de evitar un posible choque negativo sobre el FED y el CFEN que les pueda generar presiones de liquidez.

4.2 Mercados financieros locales

4.2.1 Mercado cambiario

Para mantener una tasa de inflación baja y estable, además de alcanzar el máximo nivel sostenible del producto y el empleo, el Banco de la República sigue un esquema de inflación objetivo²⁸ con un régimen de tasa de cambio flexible. La flexibilidad cambiaria es considerada un elemento fundamental para el logro de estos objetivos, debido a que: 1) ante choques externos, gran parte del ajuste lo realiza la tasa de cambio²⁹; 2) las autoridades de una economía pequeña y abierta con tasa de cambio flexible tienen mayor autonomía en su política monetaria, lo cual les facilita alcanzar sus propias metas de inflación y reaccionar de forma contracíclica a sus propios ciclos económicos³⁰; 3) reduce los incentivos para la toma de un riesgo cambiario excesivo³¹, y 4) la volatilidad propia de la flotación estimula el desarrollo del mercado de coberturas, lo cual es importante para mantener la estabilidad financiera y promover el desarrollo de los mercados³².

27 Para los depósitos a la vista de entidades vigiladas y Ficaspp, la clasificación entre depósitos operativos y no operativos desde septiembre de 2025 tendrá un efecto ambiguo sobre el FED. Esto se debe a que el valor del ponderador pasará del 25 % para la totalidad de recursos al 50 % para los depósitos operativos y al 0 % para los no operativos, por lo que el efecto sobre el FED podrá ser positivo (negativo) dependiendo de si el mayor saldo de estos recursos se clasifica, de acuerdo con la metodología interna, en operativo (no operativo).

28 Dentro de este esquema, las acciones de política monetaria están encaminadas a que la inflación futura se sitúe en la meta fijada en el horizonte de política.

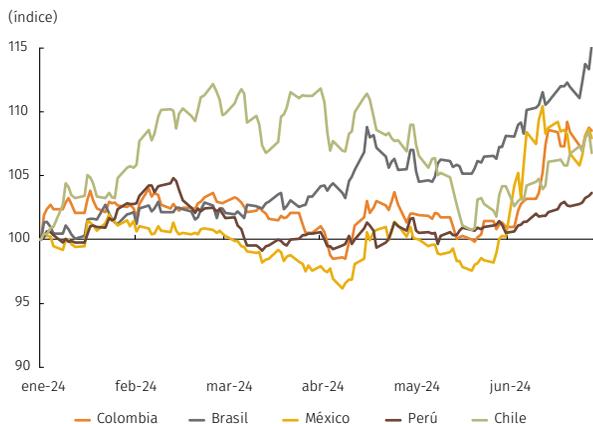
29 La tasa de interés interna de mercado es más estable en un régimen flexible, que en uno de tasa de cambio fija.

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

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

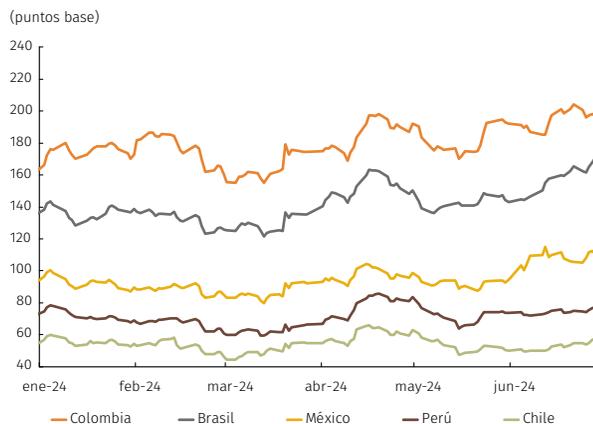
32 La existencia de estos instrumentos les permite a los agentes obtener cobertura de riesgo cambiario a precios competitivos.

Gráfico 4.16
Comportamiento del mercado cambiario de la región^{a/}



a/ Corresponde al índice de la tasa de cambio nominal, base 2021.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 4.17
Prima de riesgo^{a/} para algunas economías de la región



a/ CDS a cinco años.
Fuente: Bloomberg.

En lo corrido de 2024 el peso colombiano se debilitó, en línea con el desempeño de la mayoría de sus pares regionales y emergentes, afectado por el fortalecimiento del dólar y algunos factores idiosincrásicos, como las preocupaciones en torno a la situación fiscal del país (Gráfico 4.16). A principios del año el peso colombiano operó en un rango estrecho y sus movimientos respondieron en mayor medida a la evolución de factores externos y a la percepción de riesgo a nivel internacional. No obstante, según agentes del mercado, la depreciación de la moneda hacia el final del semestre reflejó el fortalecimiento generalizado del dólar, la incertidumbre política en algunos países de la región (reflejada en el incremento de la mayoría de sus CDS, Gráfico 4.17), el proceso de trámite del proyecto de ley de cupo de endeudamiento externa del Gobierno Nacional y los mayores desafíos fiscales³³. Adicionalmente, la moneda pudo estar afectada por menores ingresos de divisas para el pago de impuestos frente a los anticipados por el mercado.

En este contexto, se ha evidenciado una mejora en las condiciones de liquidez³⁴ en el mercado cambiario y una disminución de la volatilidad promedio de la divisa. La mejora en la liquidez se reflejó en una disminución del costo transaccional (medido por el *bid-ask spread*) y un aumento en la profundidad del mercado de contado.

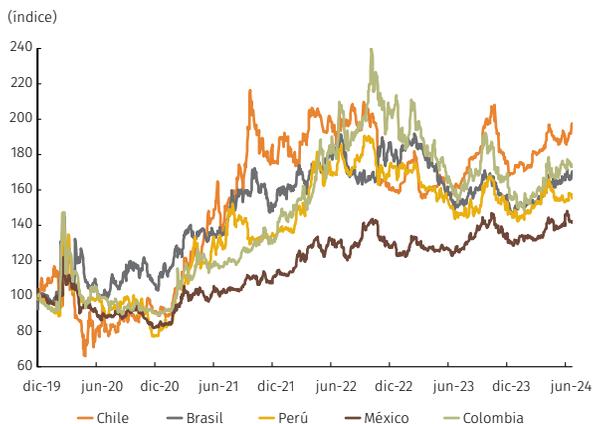
4.2.2 Mercados de deuda y accionario

Durante lo corrido de 2024 los títulos de deuda pública local han registrado una desvalorización superior a la de la región, junto con un deterioro de sus indicadores de liquidez y volatilidad. Esto, en un contexto de mayor incertidumbre sobre la solidez fiscal del país y de discusiones que podrían afectar el marco institucional colombiano. Durante este periodo, los títulos en moneda local a diez años se han desvalorizado 130 pb, por encima de la desvalorización promedio de 90 pb de sus pares de la región (Gráfico 4.18). Además del entorno internacional desfavorable para los títulos de renta fija, este comportamiento también se explica por la incertidumbre

33 Estos desafíos fiscales condujeron a un aumento del límite de endeudamiento en moneda extranjera y a ajustes en el Marco Fiscal de Mediano Plazo. Así, el 20 de junio el Congreso de la República aprobó el proyecto de ley para ampliar el cupo de endeudamiento externo en USD 17,6 mm, ubicándolo en USD 87,6 mm.

34 Esto se mide por medio del *bid-ask spread* (BAS) y las medidas de profundidad de mercado. El BAS se calcula como el promedio de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta en la sesión de contado de Set-FX para cada segundo entre las 8:30 a. m. y la 1:00 p. m., de cada día, dividido por la tasa promedio de Set-FX del día. Un aumento del indicador refleja una menor liquidez. Por su parte, las medidas de profundidad corresponden al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta del peso/dólar, que se extraen de Set-FX cada cinco minutos entre las 8:30 a. m. y la 1:00 p. m. para las mejores posturas dentro de un rango de +/- \$5 y de +/- \$10, y el total del mercado. Una disminución del indicador refleja una menor liquidez. En el primer semestre de 2024 (a junio 28) el BAS promedio se ubicó en 0,045 %, mientras que en 2023 se ubicó en 0,064 %. Por su parte, las medidas de profundidad a COP5, COP10 y total se ubicaron en promedio en 2024 (a junio 28) en USD 10,1 millones (m), USD 19,4 m y USD 52,3 m, respectivamente, mientras que en 2023 se ubicaron en USD 6,1 m, USD 11,6 m y USD 42,9 m, respectivamente.

Gráfico 4.18
Índice^{a/} de tasas de interés en algunas economías de la región



a/ Base 31 de diciembre de 2019.
Fuentes: Bloomberg, SEN y MasterTrader; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.19
Tasas cero cupón TES en pesos por plazo, índice de deuda privada y tasa de política monetaria



a/ Base diciembre de 2016.
Fuentes: Bloomberg, SEN y MasterTrader; cálculos del Banco de la República.

fiscal ante el bajo recaudo tributario durante lo corrido del año, el aumento del déficit fiscal proyectado por el Gobierno, y algunos pronunciamientos del alto gobierno en el sentido de flexibilizar la regla fiscal y de convocar a una asamblea constituyente (Gráfico 4.19).

Además, se espera que la inclusión de India en uno de los índices de referencia más empleados por agentes extranjeros para invertir en el mercado de deuda pública en moneda local, desde junio de 2024, tenga un efecto moderado sobre los flujos de estos agentes. La inclusión de India en el índice *GBI-EM global diversified*³⁵ se realizará gradualmente, con incrementos mensuales del 1% hasta alcanzar un techo del 10% en marzo de 2025. Esta modificación en el índice disminuiría gradualmente la ponderación de varios países que lo componen, incluido Colombia, lo cual podría inducir ventas de TES por parte de agentes extranjeros que tomen el GBI-EM como referencia para invertir en Colombia. Sin embargo, no se anticipan afectaciones pronunciadas en los flujos de estos agentes, dado que el proceso se realizará de forma gradual, en una ventana de tiempo amplia, y la magnitud de la disminución en la ponderación será uniforme entre los emisores existentes en el índice³⁶.

Con respecto a los participantes en el mercado de deuda pública local, los inversionistas extranjeros³⁷ han acumulado entradas netas en lo corrido de 2024. Esta dinámica resulta acorde con una postura de mantener estable la participación de los títulos colombianos dentro de su portafolio, ante el aumento en los rendimientos de los TES y la depreciación del peso durante el año. Así, los inversionistas extranjeros vendieron su tendencia vendedora de 2023³⁸. En lo corrido de 2024 estos agentes han realizado compras netas de TES en pesos y UVR por COP 3,4 b (Gráfico 4.20), principalmente

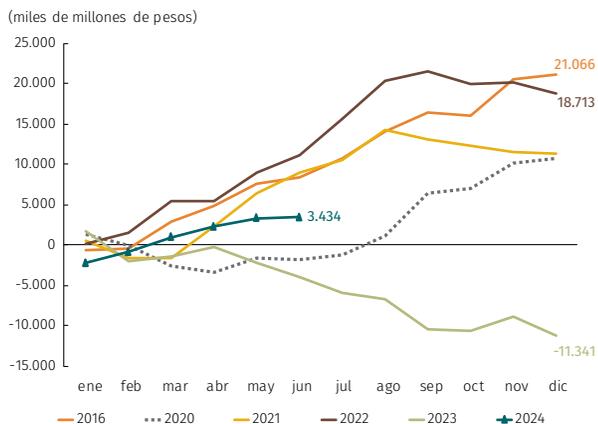
35 Índice construido por JP Morgan a partir de una canasta de títulos de deuda pública en moneda local de un grupo de países emergentes.

36 Según estimaciones reportadas por JP Morgan, la disminución en las ponderaciones de los emisores actuales será del orden del 17% para la mayoría de los emisores. El esquema gradual para incluir a este nuevo emisor sería idéntico al empleado con la entrada de China en el GBI-EM entre febrero y noviembre de 2020. En ese entonces, no se presentó una afectación importante en los flujos de inversionistas extranjeros, y se observaron entradas netas en TES de estos agentes en el acumulado del año por COP 8,9 b.

37 Para más detalle sobre el comportamiento de estos agentes en el mercado de deuda pública colombiano, véase <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/reporte-mercados-financieros/rectadro-3-tercer-trimestre-2023>

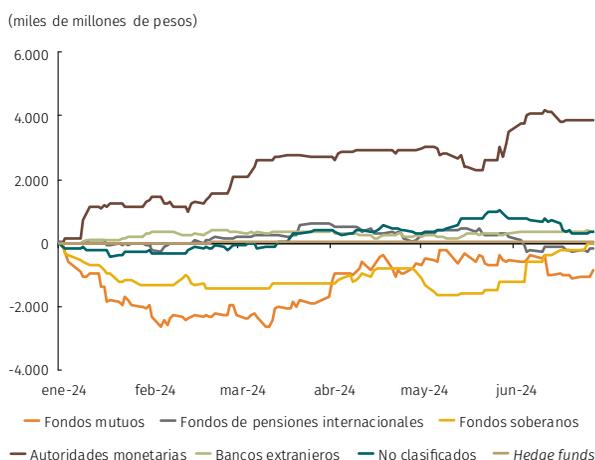
38 Durante 2023, los inversionistas extranjeros realizaron ventas significativas de TES por COP 11 b, ante el buen desempeño de los títulos colombianos y la apreciación del peso durante ese año, que incrementaron el valor de los TES dentro de su portafolio en dólares. Estos factores llevaron a estos agentes a vender títulos colombianos para mantener estable su exposición a estos activos. Así, en lo corrido de 2024 el peso ha acumulado depreciaciones, lo cual, sumado al aumento en el rendimiento de los TES, ha favorecido compras por parte de los agentes extranjeros que busquen mantener estable la participación de estos títulos dentro de su portafolio.

Gráfico 4.20
Compras netas acumuladas por año de los inversionistas extranjeros en el mercado al contado de TES



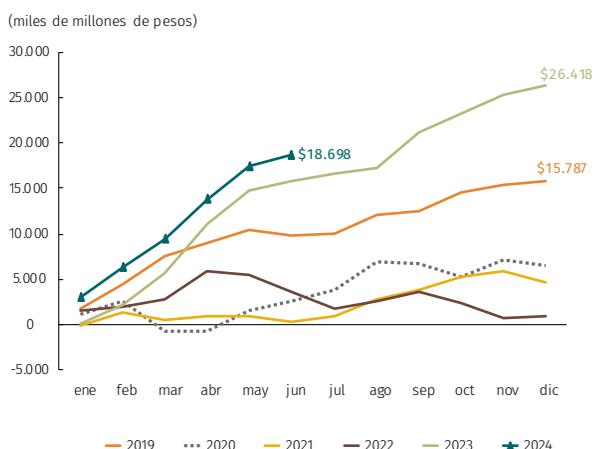
Fuente: Depósito Central de Valores (DCV); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.21
Compras netas acumuladas por tipo de inversionista extranjero en el mercado al contado de TES



Fuente: Depósito Central de Valores (DCV); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.22
Compras netas acumuladas por año de los fondos de pensiones y cesantías en el mercado al contado de TES



Fuente: Depósito Central de Valores (DCV); cálculos del Banco de la República.

en referencias de largo plazo³⁹, en línea con el empujamiento de la curva de rendimientos. De esta manera, se han consolidado como los segundos mayores tenedores de títulos de deuda pública⁴⁰, seguidos por los fondos de pensiones locales. Además, se ha presentado una recomposición de la base de inversionistas extranjeros hacia agentes con un comportamiento más estable en el mercado, con entradas importantes de autoridades monetarias (Gráfico 4.21)⁴¹. Estos últimos agentes han realizado compras por COP 3,9 b, mientras que los fondos mutuos han adoptado una posición vendedora neta de COP -853 mm.

Los fondos de pensiones locales continuaron presentando entradas significativas en el mercado de deuda pública colombiano, consolidándose como los principales tenedores de títulos en moneda local. Tanto los inversionistas extranjeros como los fondos de pensiones han aumentado la duración de sus portafolios mediante compras en títulos de largo plazo. Los fondos de pensiones locales han realizado compras por COP 18,7 b en títulos de deuda pública en moneda local durante 2024 (Gráfico 4.22), concentrados en el tramo largo de la curva (COP 20,3 b). Así, la participación de esos agentes en el total de la deuda pública en moneda local aumentó del 31% al 33% entre diciembre de 2023 y junio de 2024.

En lo corrido de 2024 el financiamiento mediante la colocación de títulos de deuda corporativa disminuyó con respecto al último semestre de 2023, debido principalmente a una menor participación del sector no financiero. En este periodo se han realizado colocaciones a través de la Bolsa de Valores de Colombia por COP 2,2 b, ubicándose por debajo de lo observado el semestre anterior (COP 2,9 b), explicado, principalmente, por una disminución del 48% en las emisiones del sector no financiero.

El índice MSCI Colcap⁴² aumentó en lo corrido del año por encima del promedio registrado en la región⁴³ y presentó mejores condiciones de liquidez. El índice presentó un desempeño favorable y una mayor liquidez durante el semestre, corrigiendo el comportamiento observado durante 2023. Las valorizaciones estuvieron soportadas por la entrega de resultados corporativos favorables y la evolución de algunas

39 Los inversionistas extranjeros realizaron compras por COP 7,7 b en títulos del tramo largo de la curva, mientras que en los tramos medio y corto vendieron COP 2,4 b y COP 1,9 b, respectivamente.

40 La participación de los inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública se ubicó en el 21% a junio de 2024.

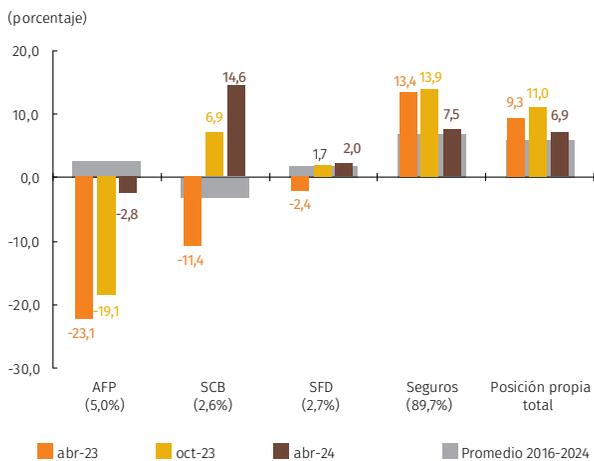
41 Véase <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/reporte-mercados-financieros/recuadro-3-tercer-trimestre-2023>

42 Es un índice calculado por la firma proveedora de índices MSCI y corresponde a la referencia principal del mercado accionario colombiano y se compone de los 20 emisores y 25 acciones más líquidas del mercado, ponderando las acciones por capitalización de mercado ajustada sin límite de participación.

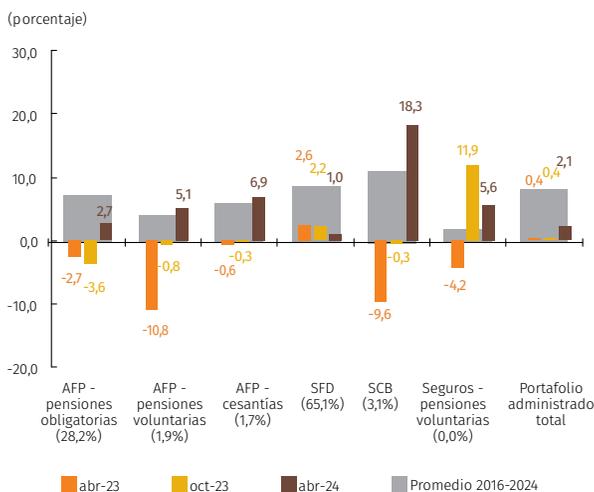
43 En 2024 (al 28 de junio) el índice MSCI Colcap se valorizó un 15,5%, mientras que los principales índices bursátiles de México, Perú, Brasil y Chile se han valorizado en promedio un 0,6%.

Gráfico 4.23
Crecimiento real anual del activo de las instituciones financieras no bancarias

A. Portafolio en cuenta propia



B. Portafolio administrado



Nota 1: el gráfico incluye la información de las administradoras de fondos de pensiones (AFP); sociedades comisionistas de bolsa (SCB), sociedades fiduciarias (SFD) y compañías de seguros (Seguros). Las series se deflactan empleando el IPC sin alimentos.

Nota 2: entre paréntesis se hace referencia a la participación del portafolio de cada tipo de entidad en el total.

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

operaciones especiales en el mercado⁴⁴. Adicionalmente, durante el semestre el promedio diario negociado en el mercado se ubicó en COP 82,7 mm, el más alto observado desde el primer semestre de 2022 (COP 137,7 mm).

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

En lo corrido de 2024 las instituciones financieras no bancarias (IFNB) registraron crecimientos tanto en su portafolio de posición propia como en sus portafolios administrados. El portafolio en posición propia, el cual asciende a COP 164,9 b, registró un crecimiento real anual del 6,9% en abril de 2024⁴⁵, cifra que se encuentra por encima del promedio de los últimos años (Gráfico 4.23, panel A). Este comportamiento se debió, principalmente, al buen desempeño de las inversiones, el cual impactó positivamente el activo del sector asegurador, de las sociedades fiduciarias y de las comisionistas de bolsa que, en conjunto, representan el 95% de los activos del sector en posición propia. En cuanto al portafolio administrado por las IFNB, se observa que, si bien hubo un crecimiento real anual del 2,1%, al alcanzar un valor de COP 1.522,0 b, este aumento es inferior a su promedio histórico (Gráfico 4.23, panel B). Esto ocurrió por el bajo crecimiento observado para los recursos administrados por los fondos de pensiones obligatorias y aquellos administrados por las fiduciarias, los cuales representan el 28,2% y 65,1% del portafolio administrado.

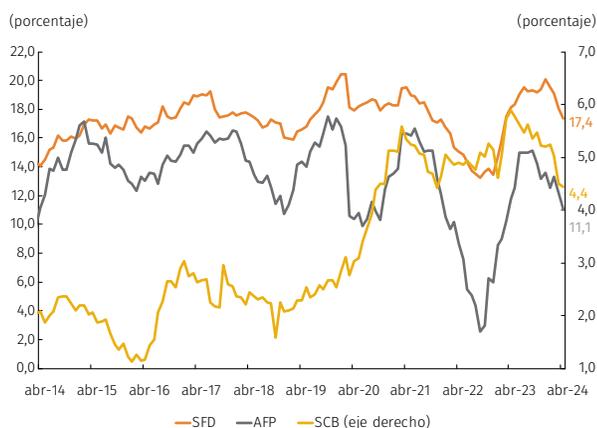
Luego de recuperarse y regresar a niveles prepandemia en 2023, en lo corrido del año la rentabilidad en posición propia de las IFNB ha presentado una tendencia decreciente. Durante los primeros meses de 2024 se evidenció una tendencia decreciente en el ROA de todas las IFNB. Sin embargo, para la mayoría los valores observados se encuentran alrededor del promedio de los últimos diez años (Gráfico 4.24). Para las sociedades comisionistas de bolsa (SCB) su rentabilidad aún se encuentra en niveles históricamente altos, los cuales se han mantenido en los últimos cuatro años (Gráfico 4.24, panel A). Para las aseguradoras se observó una disminución en su rentabilidad, aunque en el caso de los seguros generales su nivel sigue siendo históricamente alto (Gráfico 4.24, panel B).

44 En particular, se destaca la finalización de la operación entre el Grupo Gilinski y el Grupo Empresarial Antioqueño (GEA), donde se buscó que el Grupo Gilinski y su socio resultaran como inversionistas mayoritarios de Nutresa, y entregaran sus tenencias en Grupo Sura y Grupo Argos a las empresas del GEA. Adicionalmente, se destacan los anuncios de programas de recompras de acciones por parte de Cementos Argos, Celsia y Grupo Bolívar.

45 Los crecimientos reales anuales se calcularon utilizando el IPC sin alimentos.

Gráfico 4.24
ROA de las instituciones financieras no bancarias

A. SFC, AFP y SCB^{a/}

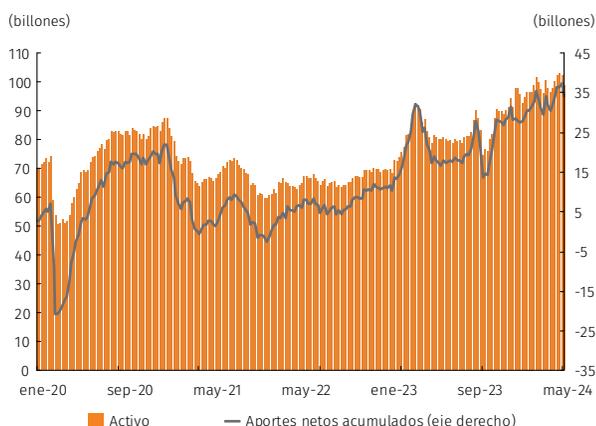


B. Seguros generales y de vida



a/ El gráfico incluye la información de las administradoras de fondos de pensiones (AFP); sociedades comisionistas de bolsa (SCB), sociedades fiduciarias (SFD) y compañías de seguros (Seguros).
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (SFC); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.25
Activo y aportes netos de los fondos de inversión colectiva sin pacto de permanencia



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

El activo administrado por los fondos de inversión colectiva sin pacto de permanencia (Ficaspp) alcanzó máximos históricos en medio de la alta volatilidad que lo caracteriza. A mediados de mayo de 2024 el activo de los Ficaspp⁴⁶ alcanzó máximos históricos, cuando registró COP 102,8 b. Sin embargo, dada la volatilidad que caracteriza al activo por cuenta del comportamiento de los aportes netos⁴⁷ de los adherentes, este descendió levemente a finales del mismo mes, hasta alcanzar COP 98,6 b (Gráfico 4.25). Esta dinámica coincidió con el comportamiento de los precios de los CDT de corto y mediano plazos⁴⁸, los cuales constituyen cerca del 58,9% del portafolio de inversiones de estos fondos⁴⁹.

46 Los fondos de inversión colectiva (FIC) son vehículos financieros de ahorro e inversión administrados por sociedades especializadas en los que se invierten recursos provenientes de los aportes de varios inversionistas en un portafolio de activos. En particular, los Ficaspp brindan liquidez a los inversionistas, rentabilidad y estabilidad al capital mediante inversiones en valores de alta calidad a corto plazo. Dada su naturaleza, son susceptibles a retiros que, en tiempos normales, respaldan con los recursos en cuentas a la vista y el vencimiento de sus títulos. Sin embargo, ante retiros masivos por parte de sus inversionistas, los fondos podrían recurrir a la liquidación anticipada de sus títulos, lo que generaría mayores presiones sobre su precio y volatilidad en el mercado.

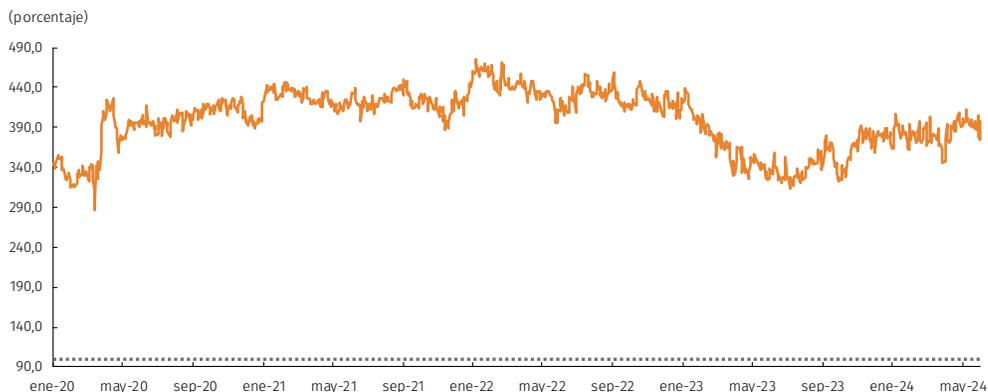
47 Los aportes netos acumulados corresponden a los aportes totales menos los retiros totales acumulados.

48 Los CDT de corto plazo son aquellos con vencimiento menor o igual a 365 días; los CDT de mediano plazo son aquellos con vencimiento mayor a 365 días e inferior e igual a 1.095 días; los CDT de largo plazo son aquellos con vencimiento mayor a 1.095 días.

49 Para mayor detalle, véase la sección 2.1.3.1 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer trimestre de 2024, disponible en: <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/reportes-estabilidad-financiera/primer-semestre-2024>

En lo corrido de 2024 la liquidez de los Ficaspp aumentó con respecto a los niveles registrados durante 2023, y se ha mantenido por encima de los mínimos regulatorios. En promedio, durante los primeros seis meses de 2024, el indicador de riesgo de liquidez (IRL) de los Ficaspp continuó en niveles adecuados y estuvo por encima del promedio registrado durante 2023. Sin embargo, a mediados de marzo de 2024 este indicador presentó un leve descenso, ante la reducción de los recursos disponibles en cuentas a la vista utilizados para hacer frente al incremento de los retiros por parte de sus inversionistas (Gráfico 4.26).

Gráfico 4.26
IRL de los fondos de inversión colectiva sin pacto de permanencia



Nota: la línea punteada corresponde al límite regulatorio del indicador de riesgo de liquidez para los Ficaspp.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (SFC); cálculos del Banco de la República.

Sombreado 2

Base monetaria y M3

Durante el primer semestre de 2024 los agregados monetarios continuaron presentando crecimientos anuales relativamente bajos en términos históricos. Sin embargo, para el efectivo, la base monetaria, los medios de pago más líquidos (como las cuentas corrientes y de ahorro) y los CDT de corto plazo las variaciones anuales fueron mayores que las registradas en 2023, debido al efecto de una baja base de comparación el año anterior, pero también por incrementos en el margen. Para el agregado monetario más amplio (M3), el incremento en la demanda de medios de pago a la vista o de corto plazo fue compensado por un menor dinamismo en los CDT de largo plazo y en los bonos. Esto ocurrió en un entorno de una actividad económica algo más dinámica que el año anterior, y de reducciones en las tasas de interés y de inflación.

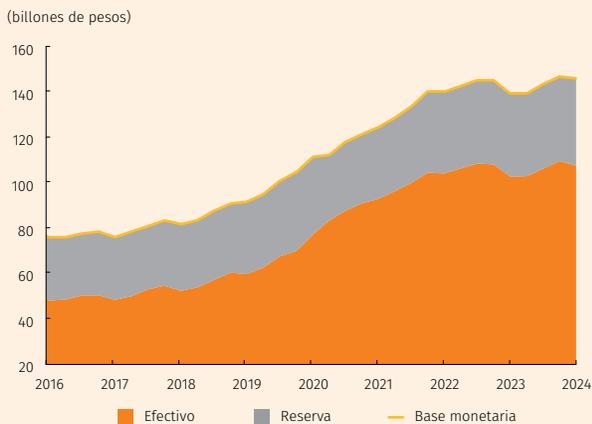
Durante la primera mitad del año la base monetaria registró un crecimiento anual promedio del 3,0% (vs. -0,1% en promedio para todo 2023). Lo anterior se explica tanto por el comportamiento del efectivo en poder del público, que es el principal componente de la base monetaria¹, como por el de la reserva bancaria². En cuanto al efectivo, su saldo en términos nominales retornó a niveles similares a los de 2022, después de haber caído durante la mayor parte de 2023³. Para la reserva bancaria, la recuperación en la demanda de cuentas de ahorro y, en menor medida, de otros pasivos a la vista de las entidades financieras, como las cuentas corrientes, jalonó al alza el saldo de la reserva requerida en razón a que los pasivos a la vista tienen un requerimiento de encaje más alto que el de los CDT y otros pasivos a plazo⁴. En términos relativos al PIB, los niveles de la base monetaria y del efectivo se ubicaron cerca de los observados antes de la pandemia⁵ (Gráficos S2.1 y S2.2).

En niveles, al cierre de junio de 2024 el saldo de la base monetaria fue inferior al observado a finales de 2023 en COP 5.953 miles de millones (mm) (el efectivo disminuyó COP 4.079 mm y la reserva COP 1.874 mm). Esta disminución en el saldo se debe, principalmente, al efecto estacional de la demanda por efectivo que se presenta en el primer semestre del año. Desde el punto de vista de las fuentes⁶, el Banco de la República (Banrep) realizó ventas de TES por COP 16.499 mm, para compensar el fuerte efecto expansionista causado por los bajos niveles de depósitos del Gobierno

-
- 1 Entre enero y junio de 2024 la participación del efectivo en poder del público en la base monetaria fue del 74%.
 - 2 Con datos semanales (con corte a viernes), en el primer semestre del año el crecimiento anual promedio del efectivo y de la reserva bancaria fue 3,0% (vs. -0,8% para el efectivo y 1,9% para la reserva bancaria en promedio para 2023).
 - 3 Durante 2023 se registró una fuerte corrección del efecto que tuvo el choque de la pandemia del covid-19 sobre la demanda de efectivo. Véase el Recuadro 2, "Suministro de liquidez primaria por parte del Banco de la República, 2023-2024", en este *Informe*.
 - 4 En la actualidad los pasivos a la vista tienen un requerimiento de encaje del 8% de su saldo, los CDT y otros pasivos a plazo menor a dieciocho meses del 3,5% y los de plazo superior del 0%. Véase la Resolución Externa 5 de 2008, disponible en <https://www.banrep.gov.co/es/normatividad/crediticia/encaje>
 - 5 Con corte a junio de 2024, la base monetaria y el efectivo tienen un nivel equivalente al 9,0% y 6,7%, respectivamente (frente al 9,5% y 6,4% al cierre de 2019).
 - 6 Para una explicación más detallada sobre la manera como el Banrep elige las operaciones a realizar para garantizar un adecuado suministro de liquidez primaria, véase el Recuadro 2: "Suministro de liquidez primaria por parte del Banco de la República, 2023-2024", en este *Informe*.

Gráfico S2.1
Base monetaria, efectivo y reserva bancaria

A. Saldo

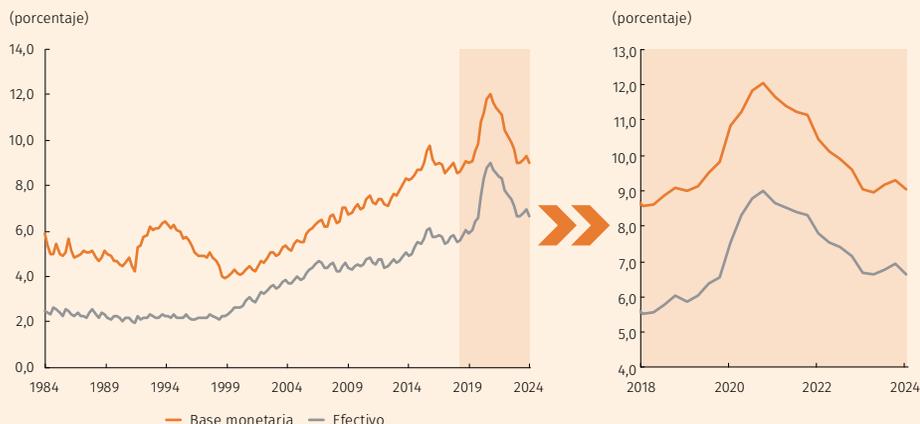


B. Variación anual



Fuente: Banco de la República.

Gráfico S2.2
Base monetaria y efectivo
(porcentaje del PIB)



Nota: se consideran los saldos promedio semanales (a viernes) del trimestre. Información actualizada a junio de 2024.
Fuente: Banco de la República.

en el Banrep⁷. Dichos depósitos típicamente alcanzan un nivel mínimo al cierre de cada año y, posteriormente, se incrementan de nuevo, generando un efecto contraccionista en la primera mitad del año. En esta ocasión, el aumento del saldo del Gobierno en sus cuentas en el Banrep en el primer semestre fue bajo, en comparación

7 Además de las ventas de TES, durante el primer semestre de 2024 también contribuyeron a drenar los excedentes de liquidez los depósitos remunerados no constitutivos de encaje (depósitos de contracción), cuyo saldo fue significativo (en promedio COP 8.171 mm). La mayor parte del periodo solo se recibieron depósitos de contracción mediante la ventanilla a plazo *overnight* (se realizaron subastas a plazos de siete y catorce días, los primeros días del año hasta el 11 de enero de 2024, entre el 7 y el 16 de febrero de 2024 y entre el 5 y el 11 de marzo de 2024; y a plazo de treinta días entre el 5 y el 7 de marzo de 2024).

Gráfico S2.3
M3 y depósitos

A. M3



B. Total depósitos



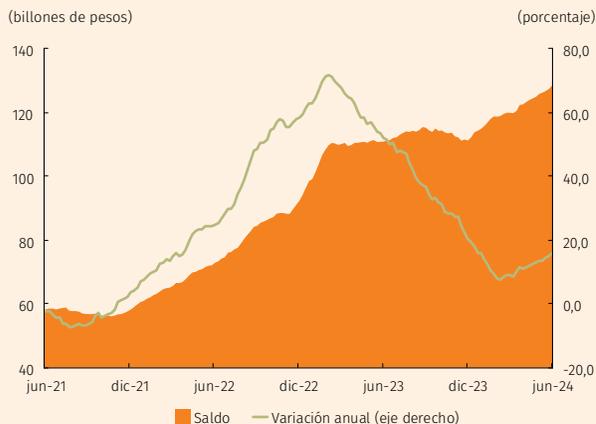
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (formato 281); cálculos del Banco de la República.

Gráfico S2.4
Depósitos a la vista y a plazo

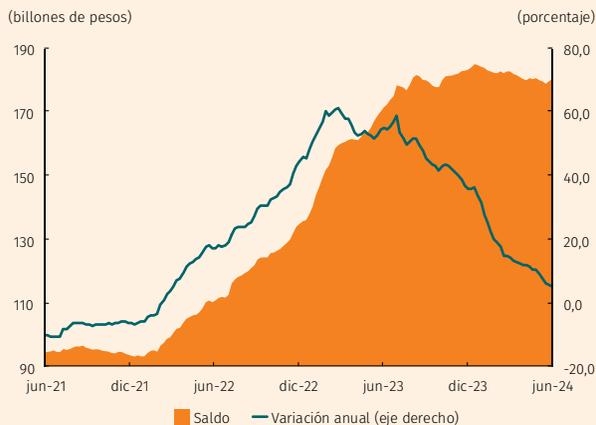
A. Depósitos a la vista



B. CDT plazo menor a 12 meses



C. CDT y bonos a plazo mayor a 12 meses



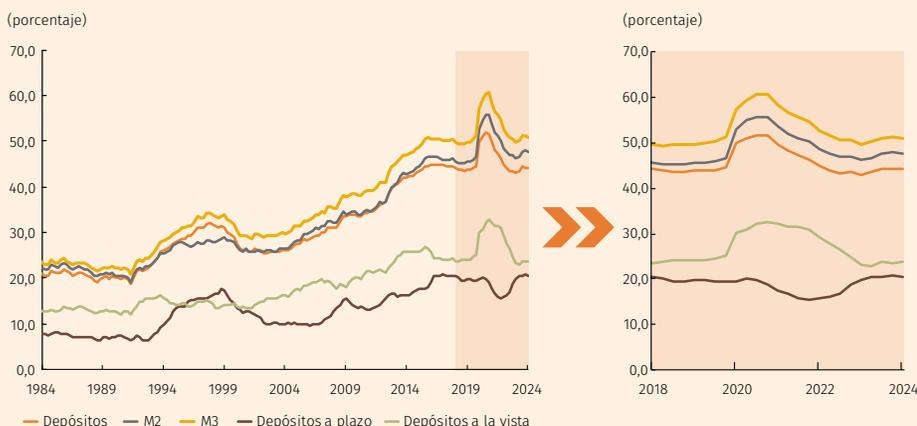
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (formato 281); cálculos del Banco de la República.

con el de años anteriores y con la expansión de finales de 2023. En algunos días, sus depósitos fueron incluso inferiores a los del cierre de 2023⁸.

En cuanto a las operaciones que tuvieron un efecto expansionista sobre la base monetaria, se destacan la compra de USD 824,9 millones de reservas internacionales mediante opciones *put*, como parte del programa de acumulación anunciado en diciembre de 2023⁹ y el traslado de las utilidades del Banrep al Gobierno correspondientes a la vigencia 2023. En particular, el 27 de marzo se trasladaron al Gobierno COP 9.216,7 mm, de los cuales COP 4.904,1 mm se entregaron en TES, atendiendo la solicitud del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, y el remanente, de COP 4.312,6 mm, se abonó a su cuenta en pesos en el Banrep.

Por su parte, en lo corrido del año hasta el cierre de junio, el M3 (Gráfico S2.3), que es el agregado monetario más amplio, registró una variación anual promedio del 6,5% (vs. 8,7% en promedio en el año 2023). Este agregado comprende el efectivo en poder del público y los activos emitidos por los establecimientos de crédito que cumplen las funciones del dinero, en términos de que pueden ser utilizados para realizar pagos en moneda legal (como lo son las cuentas corrientes o las cuentas de ahorro), o para ahorrar (depósito de valor) en instrumentos sobre los que se tenga algún nivel de certeza sobre su valor nominal y que se puedan convertir en medios de pago líquidos (como los CDT)¹⁰. La recuperación en la demanda de depósitos de ahorro y de otros depósitos a la vista (Gráfico S2.4), así como la de CDT de plazo menor a un año, ha jalonado el saldo del M3 en el margen, y ha compensado la leve caída en los saldos de CDT de largo plazo y de los bonos. Los saldos de distintos agregados monetarios relativos al PIB se mantuvieron en niveles similares a los observados al cierre de 2023 (Gráfico S2.5).

Gráfico S2.5
Depósitos y agregados monetarios
(porcentaje del PIB)



Nota 1: el M2 incluye el efectivo en poder del público, las cuentas corrientes y de ahorro, y los CDTs; el M3 incluye el M2 más los bonos, los depósitos fiduciarios (servicios de recaudo) y otros depósitos a la vista.
Nota 2: se consideran los saldos promedio semanales (a viernes) del trimestre. Información actualizada a junio de 2024.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (formato 281); cálculos del Banco de la República.

- 8 Al cierre de 2023 el saldo de los depósitos del Gobierno en el Banrep fue de COP 6.824 mm, y en promedio en el primer semestre de 2024 de COP 12.083 mm, con un mínimo de COP 2.302 mm.
- 9 Véase <https://www.banrep.gov.co/es/noticias/jdbr-decidio-iniciar-programa-acumulacion-reservas-internacionales>
- 10 En particular, en Colombia el M1 incluye el efectivo en poder del público y las cuentas corrientes; el M2 incluye el M1, las cuentas de ahorro y los CDT, y el M3, el M2 más los bonos, los depósitos fiduciarios (servicios de recaudo) y otros depósitos a la vista.

Recuadro 3

Suministro de liquidez por parte del Banco de la República, 2023-2024

La política monetaria del Banco de la República (Banrep) tiene como objetivo mantener una tasa de inflación baja y estable en coordinación con la política económica general. Para lograr lo anterior, el Banrep sigue un esquema de inflación objetivo en un régimen de tipo de cambio flexible; es decir que las acciones de política monetaria están dirigidas a que la inflación futura se sitúe en la meta fijada en el horizonte de política. En Colombia la meta fijada por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) es del 3%¹.

Dentro de este esquema, el principal instrumento que tiene la JDBR para el control de la inflación es la tasa de interés de política monetaria (TPM). La TPM es la tasa de interés mínima que cobra el banco a las entidades financieras por la liquidez que les suministra (generalmente a un día) y, además, sirve como referencia para establecer la tasa de interés máxima que les paga por recibirles dinero que tengan como excedente. Cuando la JDBR fija dicha tasa, busca afectar el costo del dinero (tasa de interés) de corto plazo en la economía y, con ello, la entrada en operación de una serie de mecanismos para la transmisión de la política monetaria, los cuales tienen efectos sobre las decisiones de los agentes y, en últimas, llevan a un resultado en términos de crecimiento económico e inflación².

La operatividad de la política monetaria se realiza utilizando diferentes instrumentos entregados por el banco central para suministrar o contraer la liquidez en la economía³. En particular existen instrumentos para suministrar o retirar la liquidez en la economía de carácter permanente o transitorio. Los instrumentos de carácter transitorio con los que cuenta el Banrep corresponden, como se explicará más adelante, a las operaciones repo a diferentes plazos y los depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE), mientras que las operaciones permanentes hacen alusión a las operaciones de compra o venta de títulos (principalmente títulos de deuda emitidos por el Gobierno Nacional, tal como los TES).

En términos operativos, el suministro o retiro de liquidez busca minimizar la distancia entre la tasa de interés de corto plazo, que se aproxima por el indicador bancario de referencia (IBR)⁴ y la TPM establecida por la JDBR. Dentro de este esquema no se establece un propósito específico sobre las cantidades de dinero en la economía. Desviaciones pronunciadas y persistentes del IBR frente a la TPM indicarían que el costo del dinero de corto plazo en la economía difiere del nivel que la JDBR considera compatible con el logro de la meta de inflación. Cuando las tasas de interés de corto plazo son estables y se alinean con la TPM, las entidades financieras pueden tener un mejor manejo de su liquidez y de su propio esquema de tasas de interés de captación y colocación. Esto se debe a que tienen la confianza de que los cambios en la TPM se mantendrán en las tasas a las que acceden a recursos de corto plazo en el mercado. Para lograr el mencionado propósito, el Banrep considera las proyecciones internas de la demanda y la oferta de la base monetaria, lo cual, aunque está sujeto a gran incertidumbre, permite evaluar la conveniencia de emplear diferentes formas de inyectar o retirar liquidez de la economía. Una situación en la que el IBR supera la TPM sugiere la presencia de unas presiones altas de liquidez, mientras que lo contrario sugiere la presencia de excesos de liquidez.

Este recuadro presenta una breve descripción de los principales instrumentos que utiliza el Banrep para implementar la política monetaria, así como su comparación con el marco operativo de la política monetaria de otros países, lo cual permite apreciar que el esquema

1 Véase <https://www.banrep.gov.co/es/noticias/junta-directiva-banco-republica-reitera-meta-inflacion-3>

2 Para mayor detalle sobre los canales de transmisión de la política monetaria puede consultar <https://www.banrep.gov.co/nuestro-banco-central/politica-monetaria>

3 Véase Resolución Externa 5/2022, disponible en <https://www.banrep.gov.co/es/reglamentacion-expansion-y-contraccion-monetaria>

4 Para más información sobre el IBR, véase <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/indicador-bancario-referencia-ibr>

local no dista de las mejores prácticas internacionales. Además, describe las proyecciones de oferta y demanda de base monetaria que son insumos esenciales en la valoración de las necesidades de liquidez de la economía. Finalmente, se ejemplifica la implementación del marco de política expuesto, tomando como referencia la evolución del mercado monetario en 2023 y 2024.

1. Principales instrumentos para contraer o proveer liquidez a la economía

Para suministrar liquidez de carácter transitorio, se encuentran las operaciones repo a diferentes plazos. En estas operaciones la entidad financiera⁵ entrega títulos al Banrep como colateral y recibe dinero a cambio. En el momento del vencimiento, la operación se reversa, lo cual implica que el Banrep recibe el dinero más los intereses generados y devuelve el colateral al intermediario financiero. En condiciones normales el Banrep ofrece repos a plazo de uno y siete días que se adjudican mediante subasta, con un monto total que se anuncia diariamente. Al otorgarse estas operaciones con un plazo determinado se consideran una fuente de liquidez transitoria.

También se pueden presentar escenarios en los que la economía presenta excedentes de liquidez de carácter transitorio. En estos casos el Banrep utiliza los DRNCE. Con estas operaciones, que se adjudican mediante subasta, las instituciones financieras depositan por un plazo específico recursos en el Emisor a cambio de una rentabilidad. Lo anterior genera un efecto de contracción monetaria durante el plazo en el que esté activo el DRNCE.

Cuando se prevén necesidades o excedentes de liquidez significativos y persistentes en la economía, se realizan compras o ventas de títulos en el mercado secundario, principalmente títulos de deuda emitidos por el Gobierno Nacional (TES). En este caso, el Banrep participa como un agente más en el mercado secundario de títulos, buscando ser un tomador de precios⁶ y no afectar significativamente los precios de estos activos financieros⁷, otorgando liquidez al sistema si realiza compras de títulos, o retirando excedentes de liquidez si realiza ventas.

En adición a lo anterior, el Banrep cuenta con las ventanillas de contracción y expansión en las cuales está dispuesto a otorgar liquidez o recibir excedentes de liquidez del sistema sin un límite de cupo, bajo las condiciones de plazo y de tasa de interés de estos instrumentos. El Banrep ha establecido un corredor de tasas de 100 puntos básicos (pb) alrededor de la TPM. Por una parte, la ventanilla de contracción corresponde a DRNCE a un día, que se remuneran a la TPM menos 100 pb sin consideraciones sobre el monto total de las operaciones. Por su parte, la ventanilla de expansión corresponde a una operación repo a un día con una tasa de TPM más 100 pb. A esta tasa y sujeto a la disponibilidad de títulos admisibles para el acceso a operaciones repo por parte de las entidades, el Banrep está dispuesto a otorgar la liquidez que requiera el sistema sin sujeción a un cupo preestablecido.

2. Experiencia internacional sobre el marco operativo de la política monetaria

El BIS realiza una encuesta dirigida a bancos centrales, la cual permite comparar los objetivos e instrumentos utilizados para la implementación de la política monetaria en diferentes jurisdicciones⁸. Si bien el esquema de implementación de la política monetaria responde a las características de cada país, la comparación entre jurisdicciones permite identificar algunos elementos en común.

5 Las entidades financieras con las que el Banco de la República realiza operaciones de liquidez transitoria se denominan "agentes colocadores de OMA" y están especificadas en la Resolución Externa 5 de 2022 (<https://www.banrep.gov.co/es/reglamentacion-expansion-y-contraccion-monetaria>).

6 Un agente es tomador de precios si acepta comprar o vender un título al precio que se esté negociando en el mercado. En otras palabras, la oferta o demanda de un agente tomador de precios no puede influir en el precio de mercado.

7 La curva de rendimientos del mercado de deuda pública muestra la relación entre las tasas de interés que pagan los bonos del Gobierno (TES) y sus respectivos vencimientos. Para no afectar esta curva el Banrep puede ofrecer o comprar bonos a diferentes plazos, de esta manera, propende por evitar una sobreoferta o sobredemanda de un título específico, y así evitar que el precio de los diferentes títulos se afecte.

8 Para mayor detalle consulte <https://www.bis.org/mc/comparison.htm?m=150>

Los instrumentos empleados por algunos bancos centrales de la región muestran una gran similitud con los mecanismos para proveer la liquidez local (Cuadro R3.1). Se destaca que los países de la muestra emplean como objetivo operativo una tasa de interés con plazo a un día (*overnight*) y que todos utilizan un corredor de tasas de interés en su esquema⁹. Con respecto a las operaciones empleadas, se encuentra que los repos aparecen dentro de las principales operaciones realizadas por los países analizados, y las de compra y venta de títulos soberanos dentro del grupo de otras medidas para el manejo de la liquidez en Brasil y México. Por su parte, en todos los casos se identifica a los flujos o depósitos del Gobierno como la principal fuente de volatilidad en las proyecciones de liquidez de la economía.

Cuadro R3.1
Mecanismos para manejo de liquidez de diferentes bancos centrales de economías emergentes

Variable	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Indonesia	Corea del Sur	Tailandia
Plazo de la tasa objetivo	<i>Overnight</i>	<i>Overnight</i>	<i>Overnight</i>	<i>Overnight</i>	<i>Overnight</i>	<i>Overnight</i>	<i>Overnight</i>	Repo 1 día
Corredor de tasas	(-35 pb; 35pb)	(-25 pb; 25pb)	(-100 pb; 100pb)	Variable	250 pb	150 pb	200 pb	100 pb
Principales operaciones	Repo/ repo en reversa	Títulos del banco central	Repos	Repos y depósitos	Repos, títulos del banco central y depósitos a plazo	Repo en reversa	Repo en reversa, títulos del banco central y cuenta de estabilización monetaria	Repo en reversa, títulos del banco central y FX Swap
Plazos de las principales operaciones	1 a 360 días	1 a 360 días	Normalmente 7 y 1 día	Hasta 30 días	Variable	7 a 360 días	Variable	1,714 días y 1 mes / 3 meses a 2 años/ hasta 1 año
Frecuencia	Variable	Diaria	Diaria	Diaria	Variable	Diaria (1 semana)	Variable	Variable
Posición estructural de liquidez	Superavitaria	Superavitaria	Superavitaria	Superavitaria	Superavitaria	Superavitaria	Superavitaria	Superavitaria
Factor más volátil de las proyecciones de liquidez	Flujos del Gobierno	Flujos del Gobierno	Depósitos del Gobierno	Flujos del Gobierno	Flujos del Gobierno	Utilización de la reserva de rupias, flujos del Gobierno y flujos de divisas	Flujos del Gobierno	Flujos del sector público
Otras medidas para el manejo de la liquidez	Compras y ventas de títulos soberanos y depósitos voluntarios	Depósitos a plazo, emisión de títulos y facilidades de crédito condicional	Compras y ventas de títulos soberanos, depósitos remunerados y emisión de títulos	Compras y ventas de títulos soberanos y depósitos voluntarios	FX repo, FX certificados de depósito y depósito	Compras y ventas de títulos soberanos, depósitos remunerados y repos a plazo	Cuenta de estabilización Monetaria, Compras y ventas de títulos soberanos	Compras y ventas de títulos soberanos

Fuente: Monetary policy frameworks and central bank market operations BIS compendium (2022).

9 En otras jurisdicciones, como por ejemplo los Estados Unidos o la zona del euro, no se emplea un corredor de tasas de interés, sino que la tasa de política opera como un piso para las tasas de interés de mercado. Véase, por ejemplo, <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/the-feds-ample-reserves-approach-to-implementing-monetary-policy.htm> o <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op282-6017392312.en.pdf>

3. Proyecciones de oferta y demanda de base monetaria

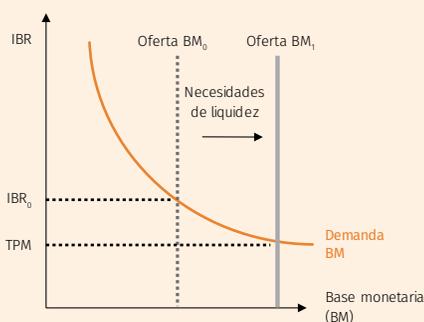
El dinero que suministra un banco central se denomina base monetaria, la cual se compone del efectivo y la reserva bancaria¹⁰. El efectivo corresponde a los billetes y monedas en poder del público¹¹, y la reserva bancaria a los recursos que mantienen los establecimientos de crédito (sociedades depositarias) en sus cajas o en sus cuentas de depósito en el Banrep para cumplir sus requisitos de encaje y para operar en el sistema de pagos. La base monetaria también se denomina dinero de alto poder, puesto que es a partir de ella que se soporta la expansión de otras formas de dinero más amplias¹² y del crédito.

Bajo el marco de inflación objetivo, ante una demanda de base monetaria dada por las distintas condiciones macroeconómicas, el Banrep ajusta la oferta de base monetaria propendiendo porque el mercado monetario se equilibre en un nivel de tasa de interés a un día igual a la TPM. La demanda de base monetaria se ve afectada por distintos factores, principalmente la actividad económica, la tasa de interés, el nivel de incertidumbre, las distintas tecnologías disponibles para hacer pagos, entre otros. Lo anterior está relacionado con el hecho de que el público demanda efectivo mayoritariamente para realizar transacciones (función medio de pago), como instrumento de ahorro o como precaución ante eventualidades (función depósito de valor). Los intermediarios financieros demandan reserva bancaria para sus necesidades de transacciones en el sistema de pagos de alto valor, para atender las obligaciones con sus clientes¹³, así como para cumplir el requerimiento de encaje (por tanto, está determinada por los saldos de los pasivos sujetos a este requisito). La oferta de base monetaria, por su parte, es resultado de todas las transacciones que hasta ese momento han afectado el efectivo en poder del público, los saldos de la caja o los depósitos de los establecimientos de crédito en el banco central.

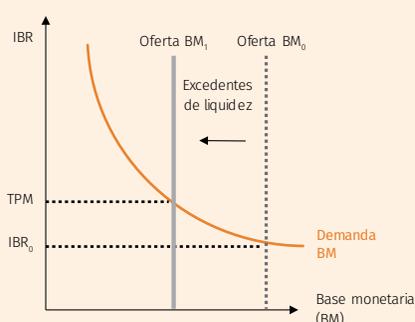
La relación negativa entre la demanda de base monetaria y la tasa de interés, así como su relación con las operaciones del Banrep en escenarios de necesidades y excedentes de liquidez, se ilustra de manera esquemática en el Gráfico R3.1. Como se mencionó, la tasa de interés que el Banrep sigue como referencia del costo del dinero a plazo *overnight* en el mercado es el IBR a dicho horizonte. La línea punteada vertical señala la oferta de base monetaria si en un momento determinado el banco central no realiza ninguna operación que la afecte. En el panel A, en ausencia de transacciones con el Banrep, el mercado se equilibraría

Gráfico R3.1
Oferta y demanda de base monetaria

A. Situación con necesidades de liquidez



B. Situación con excedentes de liquidez



Nota: la oferta BM_0 corresponde a aquella sin operaciones de liquidez adicionales del BR; la oferta BM_1 corresponde a operaciones de liquidez adicionales del Banrep.
Fuente: Banco de la República.

- 10 Otra forma de discriminar la base monetaria es dividirla entre los billetes y monedas en circulación, y el saldo en depósitos en el banco central.
- 11 En la base monetaria también se incluyen los saldos de los depósitos de particulares en el Banco de la República, que son los saldos en cuenta de depósito de entidades no financieras que participan en el sistema de pagos de alto valor (sistema de cuentas de depósito CUD), los cuales tienen una baja participación. Por simplicidad en la presentación, se incluyen como parte del efectivo.
- 12 Las definiciones más amplias de dinero incluyen instrumentos emitidos por el sistema financiero, como cuentas corrientes o cuentas de ahorro, entre otros.
- 13 Al respecto, los clientes de las entidades financieras requieren poder hacer traslados a otros intermediarios, y también poder retirar recursos en efectivo.

Cuadro R3.2
Esquema del balance del Banco de la República

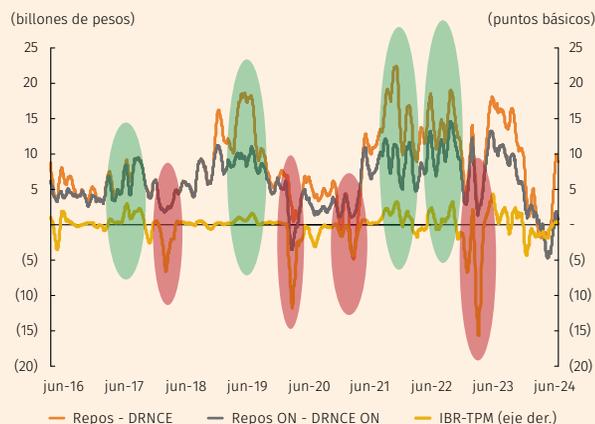
Activos	Pasivos
<ul style="list-style-type: none"> Reservas internacionales TES Repos Otros activos netos 	<ul style="list-style-type: none"> Base monetaria <ul style="list-style-type: none"> - Efectivo - Reserva Depósitos del Gobierno en pesos Depósitos de contracción (DRNCE^{a/})
	Patrimonio
	<ul style="list-style-type: none"> Capital Utilidades

a/Depósitos remunerados no constitutivos de encaje.
Fuente: Banco de la República.

a una tasa de interés (IBR_0) superior a la TPM. Si esta situación persiste, es decir, si la tasa de interés de corto plazo de la economía es superior a la que se considera compatible con el logro de la meta de inflación, el Banrep tendría *de facto* una postura más restrictiva que lo anunciado. En el caso en el que la oferta de base monetaria es insuficiente para equilibrar el mercado a una tasa cercana a la TPM, la economía tiene necesidades de liquidez y se requiere que el Banrep realice operaciones que permitan expandir la base monetaria. En el caso contrario, ilustrado en el panel B, la economía tiene excedentes de liquidez, lo que llevaría a que la tasa de interés del mercado fuera más baja que la TPM anunciada por el banco central (es decir, *de facto* la postura sería más relajada), por lo que se requiere recoger dichos excedentes. En ese escenario se dice que la economía tiene necesidades de contracción.

Con el fin de poder determinar qué tipo de operaciones requiere la economía y evitar situaciones en las que persistan necesidades o excedentes significativos de base monetaria, los cuales puedan desviar el IBR, el Banrep requiere realizar proyecciones de la oferta y de la demanda de base monetaria. Para la oferta de la base monetaria se hacen proyecciones de diferentes rubros del balance del Banrep. El Cuadro R3.2 muestra un esquema simplificado del balance del Emisor. La base monetaria constituye el principal pasivo para la autoridad monetaria y es contrapartida de los movimientos de otras cuentas. Por ejemplo, cuando el Emisor adquiere divisas¹⁴, abona pesos a las cuentas en el Banrep de los intermediarios financieros con quienes realiza dichas operaciones y, por tanto, incrementa la reserva bancaria y la base monetaria. Por el contrario, cuando el Gobierno aumenta el saldo de su cuenta en el banco central porque coloca deuda pública o recauda impuestos, la base monetaria cae. Dentro del esquema de inflación objetivo, buena parte de los movimientos en el balance del Banrep no obedecen a consideraciones sobre el suministro de liquidez. Por ejemplo, en el caso de los depósitos de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN), los movimientos dependen de los flujos de ingresos y pagos que tiene el Gobierno Central, decisiones externas al Banrep. Para proyectar los flujos de caja en pesos del Gobierno en el Banrep, existen mecanismos de coordinación con el Ministerio de Hacienda que permiten hacerles un seguimiento detallado. Por su parte, la demanda de base monetaria se estima utilizando técnicas de series de tiempo que incorporan tanto su comportamiento reciente, como lo que se espera para distintos factores macroeconómicos.

Gráfico R3.2
Posición del Banrep y diferencia del IBR *overnight* frente a la TPM (promedio móvil de 20 días)



Nota: la posición del BanRep corresponde a la diferencia entre el saldo de repos y el saldo de depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE). Se presenta la posición total y la posición a plazo *overnight* (ON).
Fuente: Banco de la República.

El Banrep elige los diferentes instrumentos para regular la liquidez de la economía, buscando una posición acreedora estructural, pero sin alcanzar niveles excesivos. El Emisor elige sus instrumentos, procurando mantener una situación en la que existan ciertos niveles de necesidades de liquidez. Como se observa en el Gráfico R3.2, en los momentos en que se han presentado excedentes de liquidez, e incluso necesidades de liquidez bajas, el IBR *overnight* ha mostrado desviaciones más significativas y persistentes que cuando la economía presenta necesidades de liquidez no tan bajas. No obstante, si dichas necesidades exceden cierto nivel, suelen evidenciarse presiones al alza en el IBR *overnight*.

Así, cuando se prevén diferencias amplias y persistentes entre la oferta y la demanda de base monetaria, se evalúa la utilización de instrumentos permanentes, es decir, la compra o venta de títulos. Cuando las diferencias entre la oferta y la demanda de base monetaria no son significativas, los requerimientos (excesos) de liquidez

14 Tal ha sido el caso en el transcurso de 2024 tras el inicio del programa de acumulación de reservas internacionales por USD 1500 millones anunciado en diciembre de 2023. Véase <https://www.banrep.gov.co/es/noticias/jdbr-decidió-iniciar-programa-acumulacion-reservas-internacionales>.

se pueden suplir (retirar) mediante instrumentos transitorios. En ese sentido, las proyecciones de oferta y demanda de base monetaria, la temporalidad esperada de las necesidades o excesos de liquidez y el objetivo de evitar desviaciones significativas del IBR *overnight* frente a la TPM guían en gran medida el uso de instrumentos transitorios y permanentes para proveer o contraer liquidez al sistema. Cabe resaltar que la evaluación de la posibilidad de intervenir, comprando o vendiendo títulos, tiene en cuenta el entorno de los mercados en el momento en el que se plantean las operaciones y el hecho de que las proyecciones están sujetas a incertidumbre, tanto por el lado de la oferta como por el lado de la demanda.

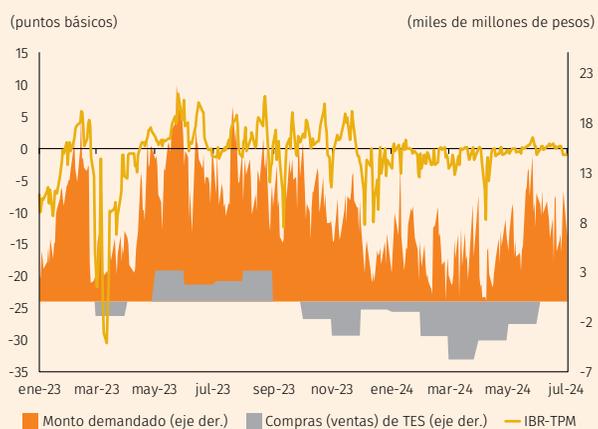
El Comité de Intervención Monetaria y Cambiaria (CIMC) es el encargado de establecer las condiciones para realizar las operaciones que buscan regular la liquidez de la economía, con sujeción a los lineamientos establecidos por la JDBR. Este comité está conformado por el gerente general y los demás codirectores del Banrep, y un delegado del ministro de Hacienda, y toma como base para sus decisiones las proyecciones y análisis que realiza el equipo de la Gerencia Técnica del Emisor. El Comité se reúne de forma periódica, mientras que la Gerencia Técnica diariamente actualiza las proyecciones de corto plazo y hace seguimiento a las condiciones de los mercados. Esto permite ajustar de manera ágil y eficiente los cupos y los plazos de las subastas de repos de expansión y de depósitos de contracción (cuando estas últimas se realizan). El seguimiento diario también permite mantener informados a los miembros del Comité en los periodos intermedios entre las reuniones ordinarias, y permite convocar reuniones extraordinarias, de ser necesario.

4. Suministro de liquidez en el periodo 2023-2024

En cumplimiento de su objetivo operativo, el Banrep ha empleado instrumentos para proveer o contraer la liquidez de la economía, los cuales han permitido que el IBR *overnight* se ubique muy cerca de la TPM durante 2023 y lo corrido de 2024 (Gráfico R3.3). En 2023 el IBR fue inferior a la TPM en 0,4 pb en promedio (mínimo -30,6 pb y máximo 8,5 pb) y en el primer semestre de 2024 en 0,8 pb (mínimo -11,7 pb y máximo 1,7 pb). En línea con lo mencionado, durante 2023 y lo corrido de 2024 se evidencia que son más pronunciadas las desviaciones negativas.

Durante 2023 se observó una desaceleración marcada de la demanda de base monetaria, con lo que se reversó el incremento que había registrado durante la pandemia. En términos nominales, entre el cierre de 2022 y el cierre de 2023, el saldo de la base monetaria permaneció estable (subió COP 34 mil millones, 0,02%). La demanda de efectivo, su principal componente, se había incrementado de forma significativa en la pandemia, lo cual reflejó la preferencia por activos líquidos en medio de una incertidumbre elevada. Sin embargo, en 2023 se consolidó su regreso hacia el nivel tendencial calculado con información antes del inicio de la pandemia (lo cual había iniciado en 2022), y se presentaron las variaciones anuales más bajas en lo corrido del siglo (en términos nominales y reales)¹⁵. Como se observa en el Gráfico R3.4, la reversión del choque fue más pronunciada que el choque en sí mismo. Lo anterior, en un entorno de menor dinamismo de la actividad económica en comparación con los periodos anteriores, y de tasas de interés y de inflación que permanecían en niveles elevados. Es importante destacar que las tasas de interés y la inflación representan costos de oportunidad para los tenedores de efectivo (al igual que para los tenedores de otros activos líqui-

Gráfico R3.3
Evolución de la diferencia entre la IBR-TPM, compra y venta de TES del BR y monto adjudicado en operaciones repo



Compras - Ventas de TES (billones de pesos)					
ene-23	feb-23	mar-23	abr-23	may-23	jun-23
-	-	-1,5	-	3,1	1,7
jul-23	ago-23	sep-23	oct-23	nov-23	dic-23
2,1	3,1	-	-1,8	-3,4	-0,8
ene-24	feb-24	mar-24	abr-24	may-24	jun-24
-1,0	-3,5	-6,0	-4,0	-2,3	-

Fuente: Banco de la República.

15 En 2023, con información semanal (a viernes), el efectivo presentó una variación anual promedio de -0,08%, correspondiente a -11,3% en términos reales (utilizando el IPC como deflactor).

Gráfico R3.4
Efectivo en poder del público
(saldo real desestacionalizado)



Nota: se utilizó el IPC total como deflactor. Series desestacionalizadas utilizando X13-ARIMA-SEATS. Se empleó el filtro Hodrick-Prescott para calcular la tendencia pre-covid utilizando datos hasta febrero de 2020, y la muestra completa para la tendencia actual.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico R3.5
Reserva requerida
(saldo real)



Nota: se utilizó el IPC total como deflactor.
Fuente: Banco de la República.

dos, como las cuentas corrientes y de ahorro). En cuanto a la reserva bancaria, el menor crecimiento de los pasivos sujetos a encaje y la recomposición desde depósitos a la vista (como las cuentas corrientes y de ahorro) hacia pasivos a plazo (como los CDT), cuyo coeficiente de encaje es más bajo¹⁶, también implicó una desaceleración significativa de la reserva requerida¹⁷ (Gráfico R3.5).

En el corrido de 2024 hasta el cierre de junio, en términos nominales se siguen observando crecimientos bajos en la demanda de base monetaria, aunque superiores a los registrados en 2023. Al cierre de junio el saldo de la base monetaria se redujo COP 6,0 billones (3,8%) en comparación con el cierre de diciembre de 2023, debido, principalmente, a la caída estacional que tiene el efectivo, que tiende a alcanzar un máximo a finales de cada año. Sin embargo, su saldo ha presentado algunos incrementos en el margen. En la misma dirección, el saldo de las cuentas corrientes y de ahorro ha vuelto a subir y ha aumentado su participación dentro del total de pasivos sujetos a encaje, lo que resulta en un mayor saldo de la reserva requerida y, por ende, de la reserva bancaria.

En el periodo de análisis el Banrep realizó las operaciones pertinentes para garantizar el suministro adecuado de liquidez primaria, buscando que las diferencias entre la oferta y la demanda de esta no generaran presiones significativas en el mercado monetario. Lo anterior implicó alternar periodos de ventas y de compras de TES, la realización de subastas de depósitos de contracción y las de repos de expansión a plazos mayores a los habituales de siete días y *overnight*. En particular:

- **En los primeros meses de 2023 el Banrep combinó la realización de subastas de DRNCE (desde finales de febrero y hasta mediados de abril), junto con ventas de TES en el mes de marzo¹⁸,** las cuales buscaron compensar la fuerte expansión generada por el vencimiento de TES UVR del 23 de febrero, así como los pagos y vencimientos de TES de corto plazo, y de cupones de principios de marzo.
- **En el segundo y tercer trimestre de 2023 se empezaron a incrementar las necesidades de liquidez a niveles relevantes, lo cual se estimaba que podía persistir algunos meses, por lo que en mayo el Banrep inició compras de TES¹⁹. En adición a lo anterior, el Emisor apoyó la provisión de liquidez mediante operaciones repo de mayor plazo a su estándar de siete y un días²⁰.** Esto, ante el importante nivel de los depósitos de la Tesorería General de la Nación en el Banrep, que alcanzaron máximos entre agosto y septiembre (Gráfico R3.6) y la acumulación de vencimientos de CDT, entre otros factores²¹.

16 La participación de los depósitos a la vista (cuyo coeficiente de encaje es 8%) como cuentas corrientes y cuentas de ahorro pasó del 63,9% en promedio en 2022 al 54,3% en 2023. Por su parte, los pasivos sujetos a encaje a plazo menor o igual a dieciocho meses, que corresponden principalmente a CDT y tienen un coeficiente de encaje del 3,5%, tuvieron una participación promedio del 26,2% (vs. 18,4% en 2022). Por último, aquellos con un plazo mayor a dieciocho meses, que corresponden a CDT y bonos principalmente (con coeficiente de encaje 0%), pasaron de representar el 17,7% en promedio en 2022 a 19,5% en 2023.

17 El exceso de reserva suele ser cercano al 3% del total de la reserva requerida.

18 En dicho mes, el Banrep realizó ventas de TES en el mercado secundario por COP 1,5 billones.

19 Entre mayo y agosto el Banrep realizó compras de TES por cerca de COP 10 billones.

20 Desde mayo se ofrecieron repos a plazos de treinta y catorce días, además de los usuales de siete días y *overnight*. En agosto y septiembre se ofrecieron también repos a 90 y 180 días.

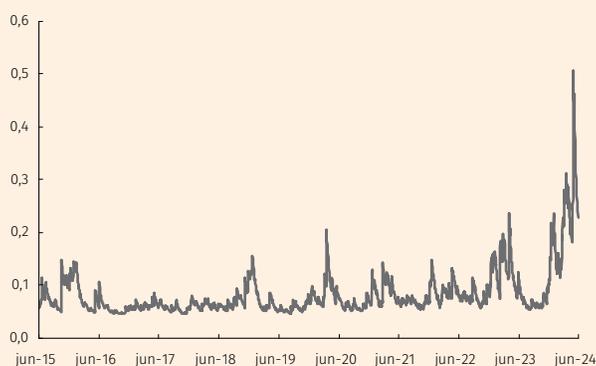
21 Para mayor detalle sobre los diferentes factores que incidieron en las necesidades de liquidez del sistema en el segundo y tercer trimestre de 2023, véase el recuadro

Gráfico R3.6
Saldo y volatilidad de los depósitos de la DGCPNT^{a/} en el Banco de la República

A. Saldos diarios^{b/}



B. Volatilidad saldos DGCPNT^{c/}



a/ Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional.
b/ Incluye saldos remunerados y no remunerados. No incluye el saldo de los depósitos de control monetario.
c/ Se usó un modelo GARCH (1,1) que incluye la modelación de la media con un modelo ARMA de ordenar = 5 y ma = 3.
Fuente: Banco de la República.

- **Desde octubre de 2023 y hasta mayo de 2024, el Banrep realizó ventas de TES²².** En los primeros meses, las ventas se realizaron en anticipación al efecto expansionista que, sobre la base monetaria, tiene la reducción estacional a finales de cada año los depósitos del Gobierno en el Banrep, dado que en esta época se concentran buena parte de sus pagos. En 2024 las ventas buscaron compensar los bajos niveles en los que se ubicaron los depósitos del Gobierno en el Emisor²³, los cuales, además, exhibieron una volatilidad mayor a la usual (Gráfico R3.6). En este periodo solo se realizaron subastas de DRNCE en algunos momentos, dada la demanda observada en la ventanilla de contracción²⁴.

El Banrep sigue con su compromiso de mantener un adecuado balance en la liquidez de la economía. El Banrep cuenta con un marco de implementación de su política monetaria robusto que ha demostrado su conveniencia y adaptabilidad en diferentes coyunturas. La combinación de instrumentos de liquidez, tanto transitoria como permanente, han permitido alcanzar el objetivo operativo, contribuyendo a la adecuada transmisión de las decisiones de política monetaria, reforzando la credibilidad en la política monetaria, y permitiendo un manejo adecuado de su liquidez por parte del sistema financiero.

“Situación reciente de liquidez y el rol del Banrep”, publicado en el *Reporte de Mercados Financieros* del Banco de la República en el tercer trimestre de 2023 (banrep.gov.co).

- 22 Entre octubre y diciembre de 2023 el Banrep realizó ventas de TES por COP 6 billones, y entre enero y mayo de 2024, por COP 16,5 b adicionales.
- 23 Los depósitos del Gobierno en el Banrep usualmente se recuperan después de alcanzar un mínimo al cierre de cada año. Sin embargo, en 2024 han permanecido en niveles bajos.
- 24 En la ventanilla, los depósitos de contracción se constituyen a plazo *overnight* y su remuneración es 100 pb por debajo de la TPM. A diferencia de las operaciones repo y de DRNCE, que tienen un cupo asignado, las operaciones de ventanilla no lo tienen.

5. Balance externo y reservas internacionales

5.1 Evolución y perspectivas de la balanza de pagos de Colombia

Durante el primer trimestre de 2024 la cuenta corriente registró un déficit de USD 1.924 millones (m), correspondiente al 1,9% del PIB, lo cual implicó una reducción de 1,8 puntos porcentuales (pp) del PIB frente a lo registrado en el mismo periodo del año anterior (Cuadro 5.1). Esta reducción del desbalance externo se dio en un entorno de menor dinamismo de la demanda interna, resultado, principalmente, de la contracción en la inversión en maquinaria y equipo. Este comportamiento se reflejó en una significativa disminución del valor de las importaciones, lo que, sumado al crecimiento de las exportaciones de servicios, redujo de manera importante el déficit comercial. El déficit en la cuenta corriente del país ha mostrado ajustes anuales importantes desde el tercer trimestre de 2022, comportamiento que se mantuvo para el primer trimestre de 2024, acorde con un entorno de desaceleración de la actividad económica y de un mayor ahorro local.

Los menores egresos netos de la renta de los factores y la variación favorable en la balanza comercial de servicios son los principales factores que explican la reducción del déficit en la cuenta corriente. La mejoría en la balanza comercial de servicios estaría asociada con la mayor afluencia de viajeros internacionales (USD 389 m) y el menor dinamismo de la demanda interna, en particular de la inversión, lo que se refleja en el menor valor registrado en los servicios de transporte de carga (USD 186 m). Esta mejora del déficit también se sustenta en la disminución de los egresos netos por renta de los factores en USD 542 m, explicada, principalmente, por la reducción de las utilidades de las empresas con inversión extranjera directa (IED), lo que se reflejó en menores egresos por remisión de utilidades. A su vez, los ingresos netos por transferencias corrientes aumentaron en USD 235 m, con unos ingresos por remesas de trabajadores que ascendieron a USD 2.721 m entre enero y marzo de 2024, cuyo incremento anual fue del 9,9% (USD 245 m). Estos resultados fueron compensados, parcialmente, por la ampliación en el déficit comercial de bienes (USD 171 m), resultado de la mayor reducción en las exportaciones frente a la de las importaciones.

El menor déficit de la renta factorial se explica por la reducción de las utilidades estimadas para las firmas con IED en el país y por el aumento de los ingresos de las inversiones de Colombia en el exterior, resultado que estuvo compensado, parcialmente, por los mayores pagos de intereses de créditos externos. Con respecto a un año atrás, los egresos por renta factorial disminuyeron en USD 395 m, resultado explicado, principalmente, por la reducción de las utilidades estimadas para las empresas con IED (USD 1.278 m), en parte compensado por el aumento en los pagos de intereses de préstamos externos (USD 564 m). La disminución en las utilidades de la IED fue generalizada y se explica en especial por las menores ganancias estimadas para las firmas que operan en las actividades de minas y canteras (USD 926,6 m), de explotación petrolera (USD 129,5 m), de establecimientos financieros y servicios empresariales (USD 76,8 m) y de transporte y comunicaciones (USD 55,6 m). Por su parte, los mayores pagos de intereses de préstamos externos se sustentan en los aumentos generalizados de las tasas de interés internacionales y, en menor medida, en los mayores saldos de la deuda externa¹. Los ingresos por renta de los factores

¹ El aumento en la renta de la otra inversión entre 2024 y 2023 se explica en un 64,8% por aumento en las tasas de interés, 29,4% por el aumento en el saldo y un 5,8% por efecto cruzado (aumento en saldo y tasas).

Cuadro 5.1
Balanza de pagos de Colombia

Cuenta corriente (millones de dólares)	2023 (p) ene-mar	2024 (p) ene-mar	Variación (millones de dólares)
Cuenta corriente (A + B + C)	-2.996	-1.924	1.072
Porcentaje del PIB	-3,7%	-1,9%	
A. Bienes y servicios	-2.228	-1.932	296
1. Bienes	-1.885	-2.057	-171
Exportaciones FOB	13.490	11.781	-1.709
Importaciones FOB	15.376	13.838	-1.538
2. Servicios	-343	125	467
Exportaciones	3.601	4.251	650
Importaciones	3.943	4.126	183
B. Renta de los factores	-3.866	-3.324	542
Ingresos	2.137	2.283	147
Egresos	6.002	5.607	-395
C. Transferencias corrientes	3.097	3.332	235
Ingresos	3.404	3.737	333
Egresos	307	405	98
Cuenta financiera Flujos anuales (millones de dólares)	2023 (p) ene-mar	2024 (p) ene-mar	Variación (millones de dólares)
Cuenta financiera con variación de reservas internacionales (A + B + C + D)	-2.556	-1.397	1.158
Porcentaje del PIB	-3,2%	-1,4%	
A. Inversión directa (ii-i)	-3.564	-2.533	1.031
1. Extranjera en Colombia (IED)	4.109	3.620	-489
Porcentaje del PIB (IED)	5,1%	3,6%	
2. Colombiana en el exterior	545	1.087	542
B. Inversión de cartera (1+2)	1.111	1.589	477
1. Sector público (ii-i)	-1.108	-263	845
i. Inversión extranjera de cartera (a + b)	1.463	749	
a. Mercados internacionales (bonos)	1.729	641	
b. Mercado local (TES)	-267	108	
ii. Inversión de cartera en el exterior	355	486	
2. Sector privado (ii-i)	2.219	1.852	-367
i. Inversión extranjera de cartera (a + b)	-473	-166	
a. Mercados internacionales (bonos)	-500	-170	
b. Mercado local	27	4	
ii. Inversión de cartera en el exterior	1.746	1.686	
C. Otros flujos de capital del sector público + sector privado	-468	-1.404	-936
D. Activos de reserva	366	951	586
Errores y omisiones (E y O)	441	527	86
Memo ítem			
Cuenta financiera sin variación de reservas internacionales	-2.921	-2.349	573
Variación de reservas internacionales	366	951	

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

fueron superiores en USD147 m frente a lo registrado un año atrás, debido a unos mayores rendimientos de los activos de reservas internacionales y a la mayor renta asociada con las inversiones directas de Colombia en el exterior.

El superávit de la balanza de servicios se dio, principalmente, por el desempeño favorable de los ingresos por turismo, los cuales crecieron un 19%, mientras que los egresos disminuyeron, en parte, por los rubros vinculados al transporte de mercancías. En el caso del superávit en la balanza de servicios (USD125 m), el mayor número de viajeros internacionales que arribaron al país, junto con las mayores ventas de servicios de informática y servicios técnicos, explicaron el crecimiento de las exportaciones de servicios en USD650 m. Por el lado de las importaciones de servicios, aumentaron los pagos por servicios de viajes y las compras de servicios modernos, resultado compensado parcialmente por las menores compras asociadas con los servicios de transporte de carga que hicieron que las importaciones de servicios crecieran en USD183 m. En cuanto al déficit comercial de bienes, este se amplió en USD171 m con respecto a un año atrás. Esto fue resultado de una mayor reducción en el valor de las exportaciones (USD1.709 m) frente a lo observado en las importaciones (USD1.538 m). Por un lado, los menores precios del carbón y el ferróníquel explicaron la reducción de las exportaciones de bienes. Por el otro, la disminución en el primer trimestre de la formación bruta de capital fijo, en particular en maquinaria y equipo (-10,8% anual), contribuyó a la contracción generalizada en el valor de las compras externas de bienes.

La principal fuente de financiación son los ingresos de capital extranjero por IED, y en menor medida por inversiones de cartera. Entre enero y marzo de 2024 la cuenta financiera registró entradas netas de capital por USD1.397 m (1,4% del PIB trimestral), inferiores a lo observado un año atrás (USD2.553 m, 3,2% del PIB trimestral). Se destacan los recursos recibidos por IED (USD3.620 m) y los ingresos por inversiones extranjeras de cartera (USD583 m) frente a las amortizaciones netas por concepto de préstamos externos y otros flujos de capital (USD493 m). Cabe resaltar que el monto por concepto de IED fue inferior en USD489 m a lo recibido un año antes. Esta dinámica de la IED se explica, principalmente, por la reducción en las inversiones recibidas en las actividades de industria manufacturera (USD240 m), petróleo (USD229 m), servicios comunales y personales (USD148 m) y electricidad, gas y agua (USD76 m), mientras que se registra un aumento de la IED en minería (USD162 m), y en comercio y hoteles (USD92 m).

Por su parte, continuaron saliendo capitales nacionales para constituir activos en el exterior por parte del sector privado en inversiones financieras e inversiones directas. En los primeros tres meses de 2024 se estimaron inversiones extranjeras de cartera pública y privada por USD583 m, resultado de colocaciones de títulos de deuda de largo plazo en los mercados internacionales (USD471 m) y compras netas de instrumentos financieros en el mercado local por parte de no residentes (USD112 m). Por su parte, en los créditos externos y otros flujos de capital se presentaron amortizaciones netas por USD489 m, en las que se destacan los pagos netos realizados por el sector privado (USD498 m) frente a los desembolsos netos recibidos por el sector público (USD6 m).

Para 2024 el equipo técnico proyecta un déficit en la cuenta corriente cercano al 3,0% del PIB, manteniendo el proceso de ajuste frente al 6,1% de déficit alcanzado en 2022 y presentando una ampliación moderada desde el 2,5% de déficit observado en 2023. Para 2024 se espera un mayor desbalance en la cuenta de bienes frente al año anterior; sin embargo, el déficit corriente se mantendría en niveles cercanos a su promedio histórico² gracias a la persistencia de las dinámicas de ajuste de las cuentas de servicios, renta de factores y transferencias corrientes. En particular, la ampliación del déficit comercial de bienes se daría en un contexto de menores precios internacionales de algunos productos tradicionales de exportación y en

2 El promedio del déficit de la cuenta corriente de la Balanza de Pagos para el periodo 2000 a 2023 es del -3,0% del PIB.

medio de una recuperación de la demanda interna y la actividad económica, que se vería reflejada en un repunte de las importaciones. No obstante, la ampliación del desbalance comercial se vería parcialmente compensada por la continuación del comportamiento favorable en las exportaciones de servicios turísticos, las menores utilidades de IED remitidas al exterior, los altos rendimientos de las reservas internacionales y los mayores ingresos por remesas de trabajadores. En cuanto a la perspectiva de ahorro e inversión, la expansión moderada del déficit en 2024 sería compatible con un mayor desbalance del sector público, consistente con lo anunciado por el *Marco Fiscal de Mediano Plazo, 2024 (MFMP-2024)*, que sería parcialmente compensado con un mayor ahorro del sector privado frente al año anterior.

En 2024 el país mantendría el acceso al financiamiento externo en un contexto de condiciones financieras apretadas, con tasas de interés internacionales y prima de riesgo colombiana superiores a su promedio histórico. Para 2024 la IED se mantendría como la principal fuente de financiamiento del déficit corriente, aunque se reduciría frente a 2023 en línea con menores precios internacionales del carbón, y un crecimiento económico moderado. Por su parte, el sector público continuaría requiriendo recursos externos, mientras que el sector privado constituiría activos en el exterior.

5.2 Reservas internacionales

De acuerdo con la Ley 31 de 1992, el Banco de la República (Banrep) administra las reservas internacionales conforme al interés público, al beneficio de la economía nacional y con el propósito de facilitar los pagos del país en el exterior. Consecuentemente, la ley define que la inversión de los activos de reserva se sujetará a los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad. El criterio de seguridad con el que se gestionan las reservas internacionales en Colombia implica controlar adecuadamente los riesgos a los que se exponen las inversiones. Con el fin de manejarlos dentro de los parámetros y niveles aceptables, el Comité de Reservas Internacionales del Banrep³ 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 Banrep invierte las reservas internacionales en activos financieros fáciles de liquidar, en caso de ser necesario, o en activos que vencen en los próximos meses 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 busca propender por una rentabilidad adecuada, ya que este criterio es parte del mandato entregado por la ley al Banrep. En el Anexo se presenta una explicación de las políticas que orientan la inversión de las reservas y algunas definiciones relevantes.

El principal objetivo de las reservas internacionales es proteger al país de choques externos que pueden afectar tanto a los flujos comerciales como a los financieros y, dependiendo de su magnitud, pueden poner en riesgo la estabilidad macroeconómica. Los flujos comerciales se pueden ver afectados, por ejemplo, por una reducción drástica de las exportaciones o un aumento inusitado de las importaciones que deteriore la situación de liquidez externa; a su vez, los flujos financieros podrían afectarse debido a obstáculos para acceder al financiamiento externo, tales como un menor acceso a créditos internacionales, o mayores egresos de capital tanto de inversionistas extranjeros como de residentes. Las reservas internacionales de un país son también un factor determinante en la percepción de la capacidad de pago de los prestatarios nacionales, en la medida en que las agencias calificadoras de riesgo y los prestamistas externos consideran que un nivel adecuado de reservas permitiría que los residentes puedan atender las obligaciones en moneda extranjera, tales como el pago de las importaciones y del servicio

3 El Comité de Reservas Internacionales está compuesto por el ministro de Hacienda y Crédito Público o su delegado, los miembros de dedicación exclusiva de la Junta Directiva y el gerente general.

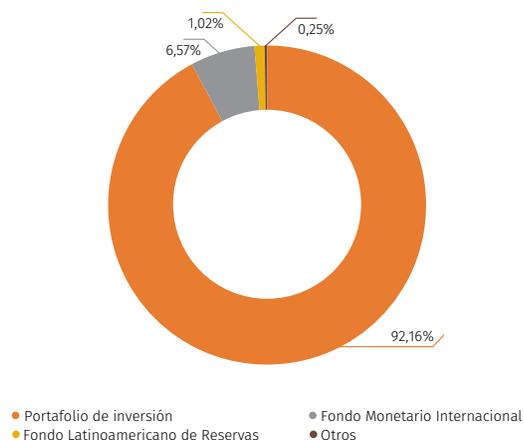
de la deuda externa, en el momento en que el país enfrentara dificultades de acceso al financiamiento externo. De esta manera, un nivel adecuado de reservas contribuye a mejorar la percepción de riesgo del país y sus residentes, facilitando el acceso del Gobierno y del sector privado a los mercados internacionales de capitales.

El Banco de la República mantiene colchones de liquidez externa en cuantías que considera suficientes para cumplir con el objetivo mencionado. En esa medida, se reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez en moneda extranjera para prevenir y enfrentar los choques externos teniendo en cuenta diferentes métricas internacionales. Por ejemplo, es deseable que el nivel de liquidez externa que administra el Banrep sea mayor a la suma del déficit de la cuenta corriente y los pagos proyectados de la deuda externa.

Durante 2024 se ha presentado un aumento en el nivel de las reservas internacionales. El principal factor que explica este aumento es el programa de acumulación gradual de reservas internacionales implementado por el Banco de la República desde el inicio del año. La rentabilidad positiva obtenida en lo corrido del año también ha contribuido al aumento en el nivel de reservas. Al 30 de junio de 2024 las reservas internacionales netas⁴ totalizaron USD 60.901 millones (m), lo que significa un aumento de USD 1.293,1 m durante lo corrido de 2024. Este aumento se debe, principalmente, al programa de acumulación de reservas anunciado por la JDBR en diciembre de 2023, que al cierre de junio presentó una acumulación de reservas por USD 824,9 m. Por otra parte, el rendimiento de las reservas internacionales en lo corrido del año, excluyendo el componente cambiario, asciende a 1,43% (USD 864 m). Este resultado se explica, principalmente, por los mayores niveles en las tasas de interés que han tenido un impacto positivo en la rentabilidad de las reservas internacionales a través de mayores intereses recibidos de las inversiones. Esto se ha visto parcialmente contrarrestado por la desvalorización de otras monedas de reserva frente al dólar de los Estados Unidos, lo que ha generado un efecto cambiario negativo en la valoración de las reservas (USD -344 m).

El principal componente de las reservas internacionales es el portafolio de inversión. Este corresponde a las inversiones en instrumentos financieros en el mercado internacional y al oro físico certificado (91,59% y 0,57% de las reservas, respectivamente). En el Gráfico 5.1 se presenta la composición de las reservas internacionales al cierre del primer semestre de 2024.

Gráfico 5.1
Composición de las reservas internacionales^{a/}
(información al 30 de junio de 2024)



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

5.2.1 Indicadores de reservas

Los indicadores que evalúan el nivel de reservas internacionales (RI), incluidos los del FMI, sugieren que su nivel es adecuado. Un indicador ampliamente utilizado internacionalmente

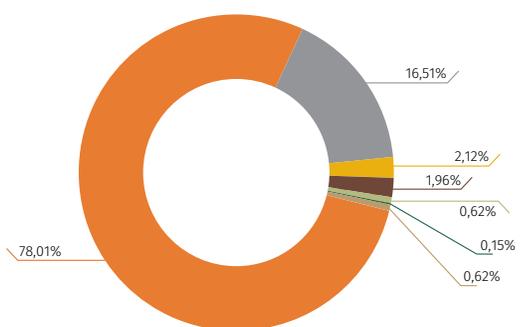
⁴ Las reservas internacionales netas son iguales al total de las reservas internacionales, o reservas brutas, menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera con agentes no residentes. Las reservas internacionales brutas ascendieron a USD 60.931,5 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron USD 30,1 m.

para medir el nivel adecuado de reservas internacionales es el propuesto por la metodología denominada *Assesing Reserve Adequacy* (ARA) del FMI. Esta métrica establece que las reservas deben cubrir los principales riesgos de la balanza de pagos en periodos de presión en el mercado cambiario. Según el FMI, este indicador busca cubrir los riesgos asociados con la pérdida de acceso al financiamiento externo, la pérdida de confianza en la moneda local, la reversión de los flujos de capital, y un posible colapso de la demanda externa⁵. Se considera que una economía mantiene niveles adecuados de reservas si la razón de reservas a nivel adecuado (ARA) se ubica entre 1,0 y 1,5. Con la información disponible más reciente, a junio de 2024 la razón de reservas a nivel adecuado (ARA) del FMI calculado para Colombia se ubicaba en 1,24.

En lo corrido del año (al 15 de julio), el Banrep ha acumulado reservas por USD 1.024,9 m, lo que corresponde al 73% del monto subastado (USD 1.400 m) y al 68% del monto total del programa de acumulación de reservas anunciado por la JDBR en diciembre de 2023 (USD 1.500 m). En total, se han realizado siete subastas, las cuales han presentado sobredemanda por parte de los agentes participantes. En junio, dada la tendencia de depreciación del peso, la condición de ejercicio no estuvo activa en ninguna jornada y, por ende, no se realizó acumulación de reservas, mientras que en lo corrido de julio ya se ejerció la totalidad de recursos subastados en el mes.

En línea con la acumulación de RI y los mayores rendimientos obtenidos, durante 2024 se ha observado una relativa estabilidad en las distintas métricas de suficiencia de las reservas, lo que muestra que Colombia mantiene un nivel adecuado. Otros indicadores utilizados para evaluar las reservas internacionales pueden dar señales de alerta sobre la vulnerabilidad externa de las economías. Entre estos se encuentran las razones de reservas internacionales a agregados monetarios, a deuda externa de corto plazo y al déficit en la cuenta corriente. En el caso colombiano, en lo corrido del año estos otros indicadores han permanecido relativamente estables, y las estimaciones muestran que el incremento en las RI ha sido adecuado para compensar la disminución en la línea de crédito flexible (LCF) con el FMI⁶. Así, en junio las métricas apuntan a que el nivel de reservas permanece en niveles adecuados.

Gráfico 5.2
Composición del portafolio de inversión por sectores (información al 30 de junio de 2024)



● Gobiernos ● Cuasigobierno ● Corporativo ● Hipotecas ● Oro ● Otros ● ABS

Fuente: Banco de la República.

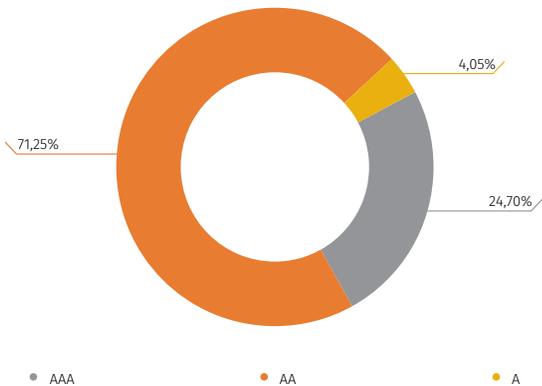
5.2.2 Composición del portafolio de inversión

El portafolio de inversión está constituido principalmente por títulos emitidos por gobiernos y entidades relacionadas con gobiernos. En el Gráfico 5.2 se observa la composición del

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

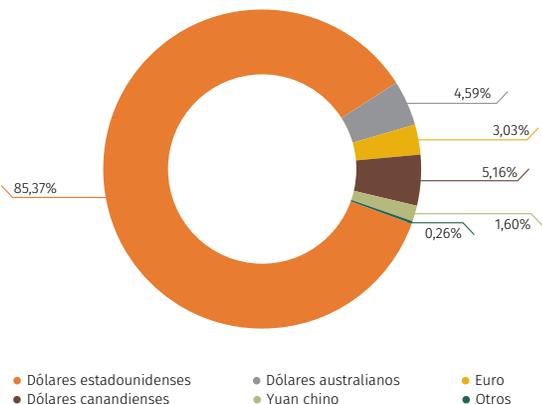
6 El 26 de abril del 2024 el FMI aprobó un nuevo acuerdo por dos años a favor de Colombia en el marco de la LCF por un monto en derechos especiales de giro (DEG) de 6.133,5 m (300% de la cuota de Colombia en el organismo), que equivale a cerca de USD 8.100 m. Este acuerdo reemplazará el anterior, aprobado en 2022 por un monto en DEG de 7.155,7 m (correspondiente al 350% de la cuota de Colombia), y será considerado por las autoridades colombianas como un instrumento de carácter precautorio para enfrentar riesgos externos.

Gráfico 5.3
Distribución de las inversiones por calificación crediticia (información al 30 de junio de 2024)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5.4
Composición cambiaria del portafolio de inversión (información al 30 de junio de 2024)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5.5
Duración del portafolio de inversión (información al 30 de junio de 2024)



Fuente: Banco de la República.

portafolio de inversión al 30 de junio de 2024, cuando alrededor del 94,53% estaba invertido en emisiones de dichas entidades.

La composición del portafolio por calificación evidencia la alta calidad crediticia de los activos en que se invierte el portafolio. El Gráfico 5.3 muestra que el 24,70% del portafolio se encontraba invertido en instrumentos con calificación AAA y el 71,25% en AA. El Banrep utiliza como referencia mínima la menor calificación para grado de inversión otorgada por al menos dos de las tres principales agencias calificadoras (S&P, Moody's y Fitch Ratings). Además de las calificaciones crediticias, el Banrep incorpora el seguimiento de factores de riesgo ambientales, sociales y de gobernanza (ESG, por su sigla en inglés) en su proceso de gestión de riesgos de las reservas internacionales.

El portafolio de inversión está compuesto por monedas que se caracterizan por contar con elevados volúmenes diarios de negociación y pertenecer a países con altas calificaciones crediticias, siendo el dólar de los Estados Unidos la moneda con mayor participación. El Gráfico 5.4 muestra la composición cambiaria que tenía el portafolio de inversión, con información al 30 de junio de 2024. Teniendo en cuenta que uno de los objetivos de las reservas internacionales es poder atender los pagos externos del país en momentos de reducción de las fuentes de financiamiento externo, la composición cambiaria de las reservas internacionales de Colombia busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país. De esta manera, las reservas intentan cubrir la volatilidad de los pagos del país en el exterior derivada de los movimientos de las tasas de cambio. El dólar de los Estados Unidos tiene la mayor participación en las reservas internacionales de Colombia, debido a que la mayor parte de las transacciones comerciales y financieras del país con el resto del mundo se realizan en esta moneda. También, se permiten inversiones en las siguientes monedas: dólar canadiense, australiano y neozelandés; corona sueca, libra esterlina, franco suizo, euro, yuan, yen, corona noruega, renminbi, dólar hongkonés, dólar singaporense y won.

Durante 2024 el Banco de la República ha incrementado gradualmente la duración⁷ del portafolio de inversión, lo cual permite tener un portafolio con un mayor nivel de retorno esperado por riesgo asumido. En el Gráfico 5.5 puede observarse la evolución de la duración del portafolio de inversión. Al 30 de junio de 2024 el portafolio de inversión tenía una duración de 3,11, lo cual significa que el valor del portafolio podría aumentar (disminuir) 3,11% frente a una disminución (aumento) del 1% en las tasas de todos los bonos del portafolio.

⁷ La duración es una medida de riesgo que se define como la disminución (aumento) porcentual en el valor del portafolio frente a un aumento (disminución) del 1% en todas las tasas de interés

5.2.3 Rentabilidad de las reservas

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

Al 30 de junio de 2024 las reservas internacionales presentaron una rentabilidad positiva debido, principalmente, a los intereses recibidos en las inversiones del portafolio de inversión (factor intereses). Las reservas internacionales han registrado una rentabilidad del 1,43%⁸ en lo corrido del año. Los incrementos de las tasas de interés de referencia por parte de los bancos centrales en 2023 y el comportamiento de la inflación en las economías desarrolladas mantuvieron las tasas de interés en niveles altos frente a los observados en los últimos años. Como resultado, en lo corrido de 2024 la causación generó una rentabilidad positiva (factor intereses), superando el efecto de menor valoración por aumento en la curva de rendimientos de los bonos de Estados Unidos durante los primeros meses del año.

Para 2024 las perspectivas en torno a la rentabilidad de las reservas internacionales son favorables. Con unas tasas de interés en los mercados internacionales en niveles relativamente altos frente a los observados en los últimos años, se espera que las inversiones de las reservas continúen generando elevados intereses (factor intereses) durante el año. Adicionalmente, en la medida en que los niveles de inflación global continúen disminuyendo, las tasas de interés de los títulos de deuda soberana tenderían a reducirse, generando valorizaciones de las inversiones. Las perspectivas en torno a la rentabilidad de las reservas internacionales son favorables dado el mayor nivel de intereses que reciben los activos del portafolio. Adicionalmente, es posible que en los próximos meses se presenten recortes de las tasas de interés, teniendo en cuenta que las autoridades monetarias han dado indicios de haber finalizado el ciclo alcista de sus tasas de política monetaria y proyectan reducciones de las tasas de interés para el año 2024. En el mediano plazo, las tasas de interés de los títulos de deuda soberana presentarán reducciones, lo cual generaría valorizaciones de las inversiones y menor causación de intereses.

5.2.4 Medidas para fortalecer la liquidez internacional

El pasado 26 de abril, el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) aprobó la renovación de la LCF a favor de Colombia por un periodo de dos años y por un monto de 300% de la cuota del país en el organismo (alrededor de USD 8.100 millones)⁹. El alto nivel de incertidumbre actual, por cuenta de factores geopolíticos, resalta la importancia de mantener unos niveles adecuados de liquidez externa y, en ese sentido, esta línea constituye una fuente de liquidez que complementa las reservas internacionales.

La LCF es un instrumento con carácter precautorio creado por el FMI para proveer financiamiento anticipado y flexible a aquellos países miembros con marcos sólidos de política macroeconómica y un historial favorable de desempeño económico. El acceso a la LCF representa una señal positiva de estabilidad, buen desempeño y resiliencia de los países beneficiarios, y contribuye a fortalecer la

8 Esta rentabilidad se obtiene al dividir la rentabilidad observada por el promedio del valor de las reservas netas el 31 de diciembre de 2023 y el 30 de junio de 2024. Desde 2015 se excluye el impacto del efecto cambiario de la rentabilidad de las reservas.

9 El nuevo acuerdo reemplazó al anterior, aprobado en 2022, el cual tenía un nivel de acceso equivalente al 350% de la cuota del país en el organismo.

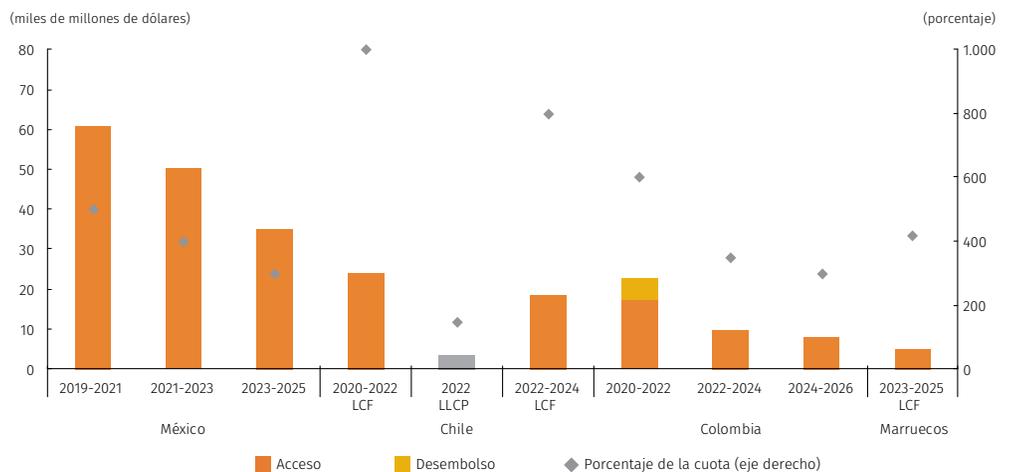
confianza internacional, facilitando el acceso a los mercados financieros internacionales en condiciones favorables.

El FMI considera que el país continúa cumpliendo con los criterios de elegibilidad¹⁰ para acceder a esta línea y resaltó su sólido marco institucional de política. Esto incluye un régimen de inflación objetivo con una alta credibilidad, un tipo de cambio flexible, unas finanzas públicas basadas en un sólido acuerdo institucional y una regulación y supervisión eficaces. En su evaluación, el organismo resaltó que, en un entorno macroeconómico y financiero que sigue siendo incierto a nivel global, el país ha logrado reducir sus desbalances y mitigar las vulnerabilidades externas, lo que le ha permitido alcanzar unos niveles de actividad más sostenibles. Sin embargo, aunque los riesgos externos se han moderado, estos permanecen elevados, por lo cual es conveniente mantener unos niveles adecuados de liquidez externa.

El nuevo acuerdo es por un acceso menor al que se tenía previamente y refleja el compromiso de las autoridades de continuar con una estrategia de reducción gradual del instrumento a medida que los riesgos externos disminuyen. En ese sentido, el programa de acumulación de reservas que se encuentra adelantando el Banco de la República desde comienzos de 2024 busca compensar el menor acceso a la LCF.

Colombia ha tenido acceso a esta línea desde 2009, periodo en el cual el monto solicitado ha variado sujeto a los choques y riesgos a los que ha tenido que hacer frente la economía. El acceso a este instrumento se ha mantenido gracias al sólido marco de política macroeconómica del país y al manejo prudente de la economía, lo que le ha permitido cumplir con los criterios requeridos. En la actualidad, otros tres países tienen acceso a la línea¹¹: México, Chile y Marruecos (Gráfico 5.6).

Gráfico 5.6
Acuerdos recientes de la línea de crédito flexible (LCF)



Fuentes: FMI, Banco de la República.

¹⁰ Los criterios son: 1) una posición externa sostenible; 2) una cuenta de capital en la que predominen los flujos privados; 3) un historial de acceso a los mercados de capitales internacionales en condiciones favorables; 4) un nivel relativamente amplio de reservas al momento de solicitar la LCF por motivo precautelativo; 5) unas finanzas públicas saneadas (incluyendo unas condiciones de endeudamiento público sostenibles); 6) una inflación baja y estable en el contexto de un marco de política monetaria y cambiaria sólidas; 7) un sistema financiero sólido y la ausencia de problemas de solvencia bancaria que supongan una amenaza sistémica para la estabilidad del sistema bancario; 8) supervisión eficaz del sector financiero, e 9) integridad y transparencia de la información.

¹¹ Perú permitió que el acuerdo que tenía por dos años (de 2022 a 2024) expirara el 26 de mayo de 2024 y decidió no solicitar una renovación del acuerdo, por lo que ya no cuenta con acceso al instrumento.

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

Finalmente, el Banco de la República cuenta con acceso a facilidades de liquidez del Banco de Pagos Internacionales (BPI), las cuales complementan la disponibilidad de liquidez externa de las reservas internacionales. Bajo estas facilidades, las inversiones que tienen los bancos centrales con dicha institución sirven de garantía para el suministro de liquidez por parte del BPI. En ese sentido, el Banrep podría disponer de liquidez contingente e inmediata, sin tener que vender los activos de los portafolios de las reservas internacionales invertidos en instrumentos del BPI, lo cual podría ser útil especialmente en circunstancias extremas de baja liquidez en los mercados globales de renta fija o episodios de alta aversión al riesgo. En particular, en el primer semestre de 2024 el BPI renovó al Banrep estas facilidades por un monto total de USD 1.600 m, que solo se utilizarían de forma excepcional ante situaciones extremas en los mercados¹². En ese sentido, el Banrep considera estas facilidades como líneas de carácter precautorio que complementan la disponibilidad de liquidez externa de las reservas internacionales.

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

Sombreado 3

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

En cumplimiento de la Ley 1484 del 12 de diciembre de 2011, que autorizó la incorporación del Banco de la República como accionista del Banco de Pagos Internacionales (BPI)¹, en el presente sombreado se detalla el informe de las actividades más relevantes realizadas con esa entidad durante los últimos meses. De acuerdo con la autorización conferida, el banco suscribió 3.000 acciones del BPI por un valor de 65.712.000 derechos especiales de giro (DEG), equivalentes a USD 100.978.710, las cuales se mantienen registradas a su costo de adquisición en DEG de acuerdo con el rubro de aportes en organismos y entidades internacionales.

Este año, en la asamblea general anual del BPI, se tomó la decisión de pagar un dividendo de DEG 370 por acción, el cual comprende un dividendo ordinario de DEG 295 por acción y un dividendo complementario de DEG 75 por acción que, en esta ocasión, se da a los miembros gracias a los buenos resultados financieros del organismo en los últimos dos años. De esta manera, tras el pago de los dividendos, las utilidades correspondientes al periodo 2023-2024 se destinaron al Fondo General de Reserva, al Fondo Especial de Reserva de Dividendos y al Fondo Libre de Reserva².

En los últimos meses, como es usual, las directivas del Banco de la República han participado en las reuniones periódicas que el organismo realiza, en las cuales se examinan los acontecimientos recientes, y las perspectivas de la economía global y de los mercados financieros. Las discusiones más recientes de las reuniones de gobernadores de países miembros del BPI se han enfocado en la divergencia de la política monetaria a nivel global, la trayectoria reciente de la inflación, la intervención cambiaria en las economías emergentes, el comportamiento de la tasa de interés neutral después de la pandemia, consideraciones ambientales respecto a los flujos de capital, nuevos formatos de trabajo en los bancos centrales y la aplicación de inteligencia artificial en la banca central.

Asimismo, en el marco de los grupos consultivos del BPI que realizan investigación y análisis en áreas como la estabilidad financiera y las operaciones bancarias, se destaca la participación periódica del Banco de la República en las reuniones del Grupo Consultivo de Directores de Estabilidad Financiera (CGDFS, por su sigla en inglés), en las que se han discutido los riesgos para la estabilidad financiera derivados de las altas tasas de interés. También se resalta la reunión del Comité Científico, en la cual se aprobó el plan de trabajo para 2024, que se centra en temas de crecimiento económico, política monetaria, finanzas digitales y cambio climático.

Se destaca también la 23.^a Conferencia Anual del BPI³, que se realizó a finales de junio de este año en Basilea (Suiza). En esta ocasión, las discusiones se enfocaron en las oportunidades y riesgos de la inteligencia artificial para los bancos centrales, los riesgos geopolíticos para las economías, las finanzas sostenibles y el comportamiento

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

2 De acuerdo con los estatutos, el 5% de la utilidad neta del periodo 2023/2024, tras descontar el pago por dividendos, se transfirió al Fondo General de Reserva y el monto restante se repartió entre el Fondo Especial de Reserva de Dividendos y el Fondo Libre de Reserva.

3 Las presentaciones de la vigésimo tercera conferencia anual del organismo están disponibles en el siguiente enlace: <https://www.bis.org/events/conf240628/overview.htm>

de la política monetaria después de la pandemia. Adicionalmente, en el marco de la asamblea general anual del BPI, el organismo realizó la presentación de los capítulos del *Informe Económico Anual, 2024*⁴. El reporte está dividido en tres capítulos, los cuales se enfocan en los desarrollos de la coyuntura económica para establecer una base macrofinanciera sólida para el futuro, las lecciones aprendidas de la política monetaria del siglo XXI y los avances y efectos de la inteligencia artificial sobre el sector financiero y la economía.

Por último, representantes del banco tuvieron la oportunidad de asistir a la cuarta edición del BIS Innovation Summit⁵, el cual se enfocó en innovación tecnológica, el futuro de las monedas digitales de banco central (CBDC, por su sigla en inglés), la presentación de los proyectos del BIS Innovation Hub y las implicaciones de la inteligencia artificial para las finanzas. El evento se celebró a inicios de mayo en Basilea y reunió a formuladores de políticas, académicos y altos funcionarios de las industrias financieras y tecnológicas para discutir estos temas.

4 El informe está disponible en el siguiente enlace: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2024e.htm>

5 La agenda y las grabaciones del evento están disponibles en el siguiente enlace: https://www.bis.org/events/bis_innovation_summit_2024/overview.htm

6. Situación financiera del Banco de la República

6.1 Estado de situación financiera del Banco de la República (balance general)¹

Al 30 de junio de 2024 los activos del Banco de la República (Banrep) ascendieron a COP 305.083 miles de millones (mm), los pasivos a COP 190.486 mm y el patrimonio a COP 114.597 mm. Los activos del Banrep se incrementaron con respecto al cierre de 2023 producto, principalmente, de la depreciación del peso colombiano frente a las monedas en las que se encuentran invertidas las reservas internacionales, lo cual aumentó su saldo en pesos y tuvo como contrapartida un incremento en la cuenta de ajuste de cambio en el patrimonio (Cuadro 6.1). Por su parte, el saldo de los pasivos disminuyó como resultado, en gran medida, de la reducción de la base monetaria y de los depósitos remunerados no constitutivos de encaje.

Frente al cierre de 2023, el activo aumentó en COP 7.900 mm, producto, principalmente, del mayor valor en pesos de las reservas internacionales netas. Durante el primer semestre del año, el saldo en pesos de estas reservas, que son el principal componente del activo, se incrementó en COP 24.796 mm (10,9%)², de los cuales COP 18.364 mm se explican por el efecto de la depreciación del peso colombiano frente a todas las monedas de reserva, COP 3.424 mm (USD 865 m) por su rendimiento, y COP 3.217 mm (USD 825 m) por compras de divisas a través del mecanismo de opciones *put* para acumulación de reservas³. Además, el saldo de las operaciones repo de expansión aumentó en COP 6.320 mm frente al observado al cierre del año anterior. El incremento de estos activos fue parcialmente compensado por la disminución en el saldo a precios de mercado del portafolio de TES en poder del Banrep por COP 21.938 mm (-50%), explicado, principalmente, por las ventas de TES (COP 16.499 mm)⁴ y por la entrega de TES al Gobierno Nacional por la distribución de una parte de los resultados de 2023 (COP 4.904 mm)⁵.

Los pasivos presentaron una disminución de COP 3.301 mm (-1,7%), debido, en especial, a la reducción de la base monetaria. El saldo de la base monetaria al cierre de junio de 2024 fue menor en COP 5.953 mm al nivel observado al cierre de 2023, debido al comportamiento estacional de la demanda de efectivo por parte del público. A su vez, la disminución de los depósitos remunerados no constitutivos de encaje por COP 1.259 mm contribuyó, en menor medida, a la disminución de

1 En esta sección se muestran las partidas según criterio económico y no contable. Frente a los estados financieros presentados a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la Contaduría General de la Nación, las diferencias son: 1) 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 Banrep esto se registra como un mayor valor del activo y como una exigibilidad de reservas internacionales en el pasivo); 2) 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 estado de situación financiera del Banrep, y 3) otras reclasificaciones de cuentas de menor valor. En este sentido, los valores del activo y del pasivo presentados en este Informe (COP 305.083 mm y COP 190.486 mm, respectivamente) difieren de los registrados en los estados financieros al 30 de junio de 2024 (COP 309.692 mm y COP 195.095 mm).

2 Véase capítulo 5 de este Informe.

3 La JDBR en su sesión del 19 de diciembre de 2023 decidió iniciar un programa de acumulación de reservas internacionales. Véase <https://www.banrep.gov.co/es/noticias/jdbr-decidió-iniciar-programa-acumulacion-reservas-internacionales>

4 Véase el Recuadro 3: “Suministro de liquidez por parte del Banco de la República, 2023-2024” y el sombreado de la base monetaria y el M3 en este Informe.

5 La transferencia total de utilidades al Gobierno Nacional con cargo a los resultados de 2023 fue COP 9.217 mm. El valor remanente, por COP 4.313 mm, fue transferido mediante depósito en las cuentas del Gobierno en el Banrep. Véase <https://www.banrep.gov.co/es/noticias/banrep-utilidad-nueve-punto-dos-billones-2023>

Cuadro 6.1

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

Cuentas	Diciembre, 2023		Junio, 2024		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	297.183	100,0	305.083	100,0	7.900	2,7
Reservas internacionales netas ^{a/}	227.826	76,7	252.622	82,8	24.796	10,9
Participación en organismos y entidades internacionales	10.052	3,4	8.270	2,7	-1.783	-17,7
Inversiones en TES en poder del Banco	43.887	14,8	21.949	7,2	-21.938	-50,0
Operaciones repo	8.880	3,0	15.200	5,0	6.320	71,2
Otros activos netos	6.537	2,2	7.043	2,3	505	7,7
Pasivos y patrimonio	297.183	100,0	305.083	100,0	7.900	2,7
Pasivos	193.787	65,2	190.486	62,4	-3.301	-1,7
Base monetaria	154.778	52,1	148.826	48,8	-5.953	-3,8
Efectivo	114.870	38,7	110.791	36,3	-4.079	-3,6
Reserva	39.909	13,4	38.035	12,5	-1.874	-4,7
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	8.393	2,8	7.135	2,3	-1.259	-15,0
Depósitos Gobierno Nacional	6.824	2,3	11.676	3,8	4.852	71,1
Obligaciones organismos internacionales	23.657	8,0	22.734	7,5	-923	-3,9
Otros depósitos	135	0,0	116	0,0	-19	-13,9
Patrimonio	103.396	34,8	114.597	37,6	11.201	10,8
Capital	13	0,0	13	0,0	-0	-0,0
Reservas	744	0,3	744	0,2	-0	-0,0
Superávit	95.737	32,2	113.219	37,1	17.482	18,3
Ajuste de cambio ^{b/}	96.787	32,6	114.259	37,5	17.472	18,1
Cuenta especial de cambios (CEC)	453	0,2	453	0,1	-0	-0,0
Inversión en activos para actividad cultural	373	0,1	382	0,1	10	2,6
Transferencia organismos internacionales	-1.943	-0,7	-1.943	-0,6	-0	0,0
Efecto acumulado cambio contable - Decreto 2386 de diciembre de 2015	67	0,0	67	0,0	-0	-0,0
Otro resultado integral (ORI)	-2.325	-0,8	-3.467	-1,1	-1.142	49,1
Resultado del ejercicio	9.226	3,1	4.088	1,3	-5.138	-55,7

a/ En informes anteriores se presentaban por separado las reservas internacionales brutas de los pasivos que afectan estas reservas. En este informe se presenta su saldo neto.

b/ Incluye el ajuste de cambio de las reservas internacionales netas, de los pasivos con el FMI (asignaciones de DEGs) y de los pasivos con el FLAR (pesos andinos).

Nota: en este cuadro se presentan las partidas según criterio económico y no contable. Frente a los estados financieros presentados a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la Contaduría General de la Nación, las diferencias son: i) 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); ii) 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 Estado de Situación Financiera del Banco; y iii) otras reclasificaciones de cuentas de menor valor. En este sentido, los valores del activo y del pasivo presentados en este Informe (COP305.083 mm y COP190.486 mm, respectivamente) difieren de los registrados en los Estados Financieros al 30 de junio de 2024 (COP309.692 mm y COP195.095 mm).

Fuente: Banco de la República.

los pasivos. Lo anterior fue compensado, en parte, por el aumento de los depósitos del Gobierno Nacional en el Banrep por COP4.852 mm⁶.

Finalmente, el patrimonio presentó un aumento de COP11.201 mm (10,8%) debido a una variación positiva en el ajuste de cambio de las reservas internacionales. La variación del patrimonio obedeció al aumento del ajuste de cambio por COP17.472 mm⁷, y al resultado del ejercicio del primer semestre de 2024 por COP4.088 mm. Lo anterior se compensó en parte por la variación negativa de la cuenta otro resultado integral (ORI) por COP1.142 mm producto, principalmente, del cambio en las valoraciones no realizadas de TES en poder del Banrep y por la distribución del resultado de 2023 por COP9.217 mm.

6.2 Estado de resultados (PyG)

6.2.1 Cierre a junio de 2024

Al cierre del primer semestre de 2024, la utilidad del Banrep ascendió a COP4.088 mm, producto de ingresos por COP5.903 mm y de egresos por COP1.815 mm (Cuadro 6.2). La utilidad fue producto de ingresos monetarios netos por COP4.519 mm, que fueron parcialmente compensados por los egresos netos de la emisión y puesta en circulación de billetes y monedas por COP83 mm y de gastos corporativos netos por COP348 mm⁸. Frente al mismo periodo de 2023, la utilidad fue superior en COP39 mm.

Durante el primer semestre de 2024, los ingresos respondieron, mayoritariamente, al rendimiento de las reservas internacionales. En particular, el rendimiento de las reservas internacionales registrado en el PyG⁹ fue de COP3.770 mm¹⁰, con un incremento anual de COP237 mm frente a lo acumulado en el periodo de enero a junio de 2023. La causación de intereses explicó una gran proporción de estos rendimientos. Por su parte, los TES en poder del Banrep y los repos de expansión generaron ingresos por COP1.310 mm y por COP616 mm, respectivamente, con disminuciones anuales de COP617 mm y COP113 mm en cada caso, originadas en la reducción de los saldos promedio y de las tasas de remuneración. Se resalta que la reducción del saldo promedio de los TES fue producto de las ventas netas en el mercado y de la entrega de títulos como parte de la distribución de los resultados de 2023 al Gobierno Nacional,

6 Véase el Recuadro 3: "Suministro de liquidez primaria por parte del Banco de la República, 2023-2024", y el sombreado 2: Base monetaria y M3 en este Informe.

7 La cuenta de ajuste en cambio es la contrapartida de los movimientos en el saldo de las reservas internacionales netas debido a las fluctuaciones del peso colombiano frente a las monedas de reserva (COP18.364 mm). Incluye la valoración por diferencia en cambio de las obligaciones de las asignaciones con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y de los pesos andinos con el FLAR (COP-892 mm).

8 Incluido el gasto de pensionados.

9 A partir de 2022, los rendimientos no realizados producto de variaciones en los precios de mercado de los títulos del portafolio bajo el mandato de administración pasiva (portafolio pasivo) se registran en la cuenta ORI en el patrimonio del Banrep, sin impacto en el PyG. Cuando se realizan, estos rendimientos (utilidades o pérdidas) se trasladan del ORI al PyG. Lo anterior, de acuerdo con lo estipulado en el Decreto 2443 del 12 de diciembre de 2022. Adicionalmente, en el PyG no se registra el ajuste de cambio resultado de variaciones de las tasas de cambio del peso frente a las monedas en las que se encuentran invertidas las reservas internacionales. Este efecto se registra en la cuenta superávit por ajuste de cambio en el patrimonio del Banrep.

10 El rendimiento de las reservas internacionales que se contabiliza en el PyG, COP3.770 mm, se obtiene de descontar del rendimiento total de las mismas, COP3.424 mm, los traslados netos del PyG al ORI por -COP345 mm. Estos traslados solo consideran los resultados del portafolio bajo el mandato de administración pasiva de las reservas y se explica por: 1) pérdidas no realizadas en el primer semestre de 2024 por COP915 mm, excluidas del PyG y reconocidas en el ORI, y 2) realización de pérdidas acumuladas de periodos anteriores por COP570 mm, trasladada del ORI al PyG.

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

	Observado a junio		Variaciones anuales	
	2023	2024	Absoluta	Porcentual
I. Total ingresos (A + B + C)	6.423	5.903	-520	-8,1
A. Monetarios	6.204	5.738	-466	-7,5
1. Intereses y rendimientos	6.191	5.696	-495	-8,0
Reservas internacionales	3.533	3.770	237	6,7
Títulos de deuda privada en poder del Banrep	2	0	-2	-100,0
TES en poder del Banrep	1.927	1.310	-617	-32,0
Repos de expansión	729	616	-113	-15,6
2. Diferencias en cambio	8	22	14	170,4
3. Otros ingresos monetarios	5	21	16	335,0
B. Valor facial de la moneda metálica puesta en circulación	78	57	-21	-27,3
C. Corporativos	141	108	-33	-23,4
II. Total gastos (A + B + C + D)	2.374	1.815	-559	-23,5
A. Monetarios	1.824	1.219	-605	-33,2
1. Intereses y rendimientos	1.694	1.135	-559	-33,0
Depósitos del Gobierno Nacional	1.495	683	-812	-54,3
Depósitos de contracción monetaria	199	452	253	127,4
2. Gastos de administración y manejo fondos en el exterior	22	29	6	28,5
3. Comisión de compromiso línea de crédito flexible (FMI)	50	50	-1	-1,1
4. Diferencias en cambio	56	5	-52	-91,9
5. Otros gastos monetarios	1	1	-0	-24,7
B. Emisión y puesta en circulación de billetes y monedas	126	140	14	10,9
C. Corporativos	424	456	32	7,6
1. Gastos de personal	272	290	18	6,7
2. Gastos generales	80	90	10	12,4
3. Otros gastos corporativos	72	76	4	5,7
D. Pensionados	0	0	0	558,6
III. Resultado del ejercicio (I - II)	4.049	4.088	39	1,0

Fuente: Banco de la República.

y que la menor tasa de remuneración de los repos¹¹ respondió a la senda decreciente de la tasa de interés de política monetaria definida por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) desde diciembre de 2023. A su vez, los ingresos por las diferencias en cambio, por el valor facial de moneda metálica puesta en circulación, por la actividad corporativa del Banrep y por los otros ingresos monetarios¹² sumaron COP22 mm, COP57 mm, COP108 mm y COP21 mm, respectivamente, con variaciones anuales de COP14 mm, COP-21 mm, COP-33 mm y COP16 mm.

Por su parte, los egresos se explican, principalmente, por la remuneración a los depósitos del Gobierno Nacional en el Banrep y a los depósitos de contracción. En lo corrido de 2024 hasta junio, la remuneración de los depósitos del Gobierno ascendió a COP683 mm, lo cual implicó una reducción de COP812 mm frente al primer semestre de 2023. Esta disminución respondió a los menores saldos promedio y, en menor proporción, a la reducción de la tasa de interés¹³. Por su parte, la remuneración de los depósitos de contracción se incrementó en COP253 mm y sumó COP452 mm durante el periodo, producto de los mayores depósitos promedio en el Banrep¹⁴. Por otro lado, los gastos corporativos totalizaron COP456 mm, explicados por los gastos de personal por COP290 mm, generales por COP90 mm y otros corporativos por COP76 mm. En el primer semestre de 2024 la variación anual de los egresos corporativos totales fue de COP32 mm, con un incremento anual del 7,6%, lo cual considera el ajuste salarial determinado por la Convención Colectiva de Trabajo (10,28%) dentro de los gastos de personal, los cuales representan el 64% del total de los gastos corporativos.

6.2.2 Proyección para 2024

Para 2024 se proyecta una utilidad de COP8.795 mm, inferior en COP431 mm a la observada en 2023 (Cuadro 6.3). Los ingresos monetarios netos, que reflejan los resultados de la política monetaria, cambiaria y crediticia, de la administración de las reservas internacionales, y de la función como banquero y prestamista de última instancia de los establecimientos de crédito, sumarían COP9.833 mm en el año. En esta estimación se destaca la participación del rendimiento de las reservas internacionales. A su vez, se presentarían egresos netos provenientes de los resultados corporativos y de emisión por COP849 y COP189 mm, respectivamente. Cabe recordar que los resultados corporativos se derivan de la gestión administrativa del Banrep, mientras que los derivados como banco de emisión son producto de la diferencia entre los ingresos por el valor facial de moneda metálica puesta en circulación y los gastos de emitir y poner en circulación las especies monetarias. Bajo esta desagregación, la reducción del resultado en 2024 se explicaría por los menores ingresos netos monetarios por COP105 mm, corporativos por COP251 mm, y de banco de emisión por COP75 mm.

Cabe advertir que el resultado estimado tiene un alto grado de incertidumbre y que existen riesgos en esta proyección, asociados, principalmente, con la evolución del rendimiento de las reservas internacionales y con el crecimiento y las fuentes de expansión de la base monetaria. En particular, cambios en las sendas y en las expectativas de las tasas de interés externas podrían tener un efecto significativo en la

11 Durante el primer semestre de 2024, la tasa de remuneración y el volumen diario de los repos de expansión fueron, en promedio, 12,41% y COP10.507 mm, en comparación con 13,03% y COP12.010 mm en igual periodo de 2023.

12 Producto, principalmente, de las primas pagadas al Banrep por las opciones *put* para acumulación de reservas.

13 En el primer semestre de 2024 el volumen promedio diario de estos depósitos fue de COP11.700 mm, con una tasa de remuneración del 12,42%, inferiores a los observados en el primer semestre de 2023, cuando estos valores ascendieron a COP24.850 mm y al 12,90%, respectivamente.

14 En particular, el volumen promedio diario de los depósitos de contracción ascendió a COP8.223 mm en lo corrido de 2024 hasta junio, superior al observado en 2023, cuando ascendió a COP3.452 mm. Por el contrario, las tasas de interés de remuneración se redujeron de 12,32% en el primer semestre de 2023 al 11,64% en igual periodo de 2024.

Cuadro 6.3
Estado de resultados (PyG) del Banco de la República
 (miles de millones de pesos)

	Observado	Proyección	Variaciones anuales	
	2023	2024	Absolutas	Porcentuales
I. Total ingresos (A + B + C)	14.798	12.944	-1.854	-12,5
A. Monetarios	14.271	12.404	-1.866	-13,1
Intereses y rendimientos	14.252	12.361	-1.892	-13,3
Reservas internacionales	8.708	8.407	-301	-3,5
TES en poder del Banrep	3.881	2.255	-1.627	-41,9
Títulos de deuda privada en poder del Banrep	2	0	-2	-100,0
Repos de expansión	1.661	1.699	38	2,3
Diferencias en cambio	13	16	2	18,6
Otros ingresos monetarios	5	28	23	474,4
B. Valor facial de moneda metálica puesta en circulación	230	338	108	46,7
C. Corporativos	297	202	-95	-32,1
Comisiones: servicios bancarios y negocios fiduciarios	265	167	-99	-37,2
Otros ingresos corporativos	32	35	3	10,9
II. Total gastos (A + B + C + D)	5.572	4.148	-1.423	-25,5
A. Monetarios	4.333	2.571	-1.762	-40,7
Intereses y rendimientos	4.093	2.403	-1.690	-41,3
Depósitos del Gobierno Nacional	3.739	1.728	-2.011	-53,8
Depósitos de contracción monetaria	354	675	321	90,6
Gastos de administración y manejo fondos en el exterior	47	71	24	50,2
Comisión de compromiso línea de crédito flexible (FMI)	107	83	-24	-22,0
Diferencias en cambio	85	12	-73	-86,1
Otros gastos monetarios	1	2	1	150,8
B. Emisión y puesta en circulación de billetes y monedas	344	527	182	52,9
C. Corporativos	890	1.035	144	16,2
Gastos de personal	553	627	74	13,3
Gastos generales	189	240	50	26,5
Otros gastos corporativos	148	163	15	10,2
Disponibilidad presupuestal flexible	0	5	5	n. a.
D. Pensionados	4	16	12	285,5
III. Resultado del ejercicio (I - II)	9.226	8.795	-431	-4,7

Fuente: Banco de la República.

proyección del rendimiento de las reservas internacionales, al tiempo que un cambio no previsto en el crecimiento o en las fuentes de expansión de la base monetaria modificaría el ingreso neto de política monetaria¹⁵, que corresponde al segundo componente más representativo dentro del resultado monetario. De hecho, durante el primer semestre de 2024 las tasas de interés en los mercados de deuda externa, particularmente en Estados Unidos, y el comportamiento de la tasa de cambio del peso frente a las monedas de reserva mostraron una alta volatilidad, lo que incrementó la incertidumbre en las proyecciones de los rendimientos en pesos de las reservas internacionales y, por consiguiente, en las utilidades esperadas a lo largo del año¹⁶.

En 2024 los ingresos del Banrep ascenderían a COP 12.944 mm, lo cual implicaría una reducción frente a 2023 del 12,5%, debido, esencialmente, a la disminución del rendimiento del portafolio de TES y de las reservas internacionales. Dentro de los ingresos que se reconocen en el PyG del Banrep, el rendimiento de las reservas internacionales estimado para 2024 ascendería a COP 8.407 mm. Los altos niveles de las tasas de interés de los bonos externos implicarían una alta causación de intereses, que sería el componente mayoritario dentro de estos rendimientos. De igual manera, el rendimiento estimado de los TES en poder del Banrep, COP 2.255 mm, disminuiría en COP 1.627 mm frente a 2023, como consecuencia de su menor saldo promedio. Por su parte, los intereses por los repos de expansión ascenderían a COP 1.699 mm, por el aumento esperado de estas operaciones¹⁷. Finalmente, se estima que el ingreso por el valor facial de la moneda metálica puesta en circulación, COP 338 mm, se incremente por la recuperación de la demanda de piezas al finalizar el año, mientras que los ingresos corporativos, COP 202 mm, se reduzcan por el menor valor de las comisiones por servicios bancarios y negocios fiduciarios.

Por otra parte, en 2024 se estima que los egresos asciendan a COP 4.148 mm, inferiores a los registrados en 2023, producto, principalmente, de la remuneración esperada de los depósitos del Gobierno Nacional en el Banrep. En particular, la remuneración de estos depósitos ascendería a COP 1.728 mm y representaría el 42% del total de gasto del PyG¹⁸. A su vez, la remuneración de los depósitos de contracción sumaría COP 675 mm en 2024, con un incremento anual de COP 321 mm, producto del mayor monto promedio de estas operaciones estimado para el año. Por otro lado, en 2024 se estiman aumentos en los gastos de emisión y puesta en circulación de billetes y monedas, corporativos, y de pensionados de COP 182 mm, COP 144 mm y COP 12 mm, respectivamente. Los mayores gastos asociados con la función de banco de emisión obedecerían a los mayores costos de producción de especies monetarias, en especial de moneda metálica. Dentro de los gastos corporativos, los de personal y generales explicarían la mayor parte de su incremento, debido al ajuste salarial y al aumento de los egresos en proyectos de tecnología, respectivamente.

15 El ingreso neto de política monetaria resulta de los ingresos por los rendimientos de las inversiones en moneda nacional en poder del Banrep y de los repos de expansión menos los egresos por la remuneración de los depósitos del Gobierno en el Banrep y de los de contracción monetaria.

16 Las utilidades estimadas para 2024 que se proyectaron en el presupuesto aprobado por la JDBR a finales de 2023 (COP 10.345 mm) son superiores a las proyectadas en este Informe.

17 Cabe aclarar que, de acuerdo con las expectativas del mercado acerca de la senda de la tasa de interés de política monetaria para 2024, la tasa de remuneración de los repos disminuiría en relación con el promedio para 2023. Como consecuencia, el incremento esperado de estos ingresos respondería al mayor saldo promedio.

18 La reducción anual estimada para la remuneración de estos depósitos, COP 2.011 mm, se originaría tanto en la disminución del saldo promedio diario como en la menor tasa promedio de remuneración. Esta última considera el supuesto de tasa de interés de política monetaria, tomado de la mediana de la encuesta mensual de expectativas de analistas económicos realizada por el Banrep en junio de 2024. Cabe aclarar que, en ningún caso, el supuesto de esta tasa corresponde a una postura de la JDBR.

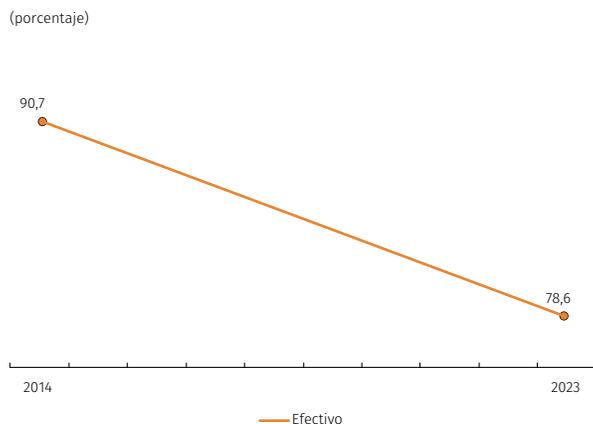
7. Los pagos en la economía colombiana

Diagrama 7.1
Pagos habituales de los colombianos



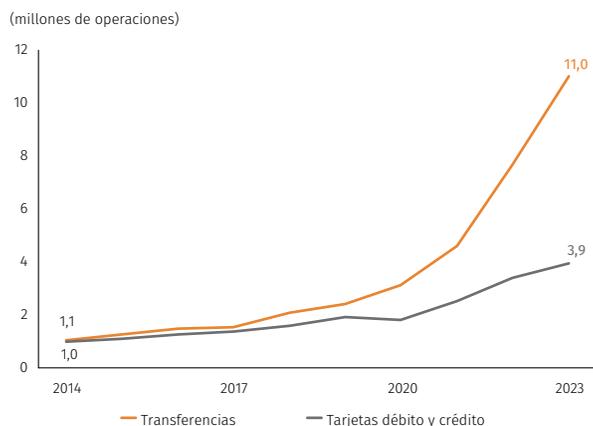
Fuente: Encuesta de provisión de billetes y monedas e instrumentos de pago (2023); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 7.1
Pagos realizados en efectivo



Fuente: Encuesta de provisión de billetes y monedas e instrumentos de pago (2023); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 7.2
Tendencias en el uso de los instrumentos de pago electrónicos (promedio diario)



Fuentes: Banco de la República, entidades financieras, ACH Colombia y Superintendencia Financiera.

7.1 Uso del efectivo y otros instrumentos de pago

El uso del efectivo como instrumento de pago en las compras habituales de los colombianos ha disminuido. Según la encuesta de percepción de uso de instrumentos de pago, realizada por el Banco de la República (2023), el medio más utilizado por los colombianos en los pagos habituales sigue siendo el efectivo, aunque durante la última década ha registrado una disminución de 12,1 puntos porcentuales (pp) (del 90,7% al 78,6%) (Gráfico 7.1). El valor de pagos frecuentes mensuales habituales en Colombia (por la compra de alimentos, bebidas, transporte, vestuario, servicios públicos, entre otros), en su mayoría se realiza con efectivo y, en menor proporción, con transferencia electrónica de fondos y tarjeta débito (Diagrama 7.1). Las principales razones que justifica el público su mayor preferencia por efectivo son la facilidad y la rapidez para pagar, así como la costumbre.

El uso de los instrumentos electrónicos de pago, como las transferencias y las tarjetas débito y crédito, aumentó en 2023. La transferencia electrónica ha sido el instrumento más utilizado gracias al desarrollo de nuevos esquemas de pago, como el botón de pagos, los pagos inmediatos y las billeteras móviles. El crecimiento del comercio electrónico se ha soportado en el uso de este instrumento. En la última década, en general, la cantidad de pagos al por menor presenta una tendencia ascendente en el uso de las transferencias y las tarjetas débito y crédito (Gráfico 7.2). En 2023 las transferencias (inter e intrabancarias) alcanzaron un valor de pago promedio diario de COP 23,4 b y 11,0 m de operaciones. El crecimiento en su valor entre 2022 y 2023 fue del 12,0% (2,3% real). El uso de las transferencias electrónicas ha venido aumentando durante los últimos años y continúan siendo el instrumento electrónico más utilizado en el país en los pagos al por menor. Esto se evidencia en el uso de esquemas como el PSE (botón de pagos), Transfiya y Entre-cuentas (pagos inmediatos), y billeteras móviles. También ha registrado alta utilización en el comercio electrónico, permitiendo recibir pagos por ventas en línea, como las realizadas a través de páginas web de comercio y redes sociales. Respecto a la tasa de adopción (número de operaciones per cápita), en Colombia la transferencia electrónica ha presentado una tendencia creciente durante los últimos años: en 2014 representaba seis transferencias por persona mientras que en 2022 el número alcanzado ya era de 36. Las tarjetas débito en el mismo periodo pasaron de 5 a 17 operaciones por persona, y las tarjetas crédito de 4 a 8 operaciones por persona. Frente al contexto internacional, Colombia ha aumentado el número de transacciones por persona significativamente, tanto de las transferencias electrónicas como de las tarjetas débito y crédito, aún con espacio para mejorar su posición con respecto a los países que presentan una mayor tasa de adopción.

7.2 Avances en torno al sistema de pagos inmediatos

La adopción de los pagos inmediatos en el mundo se ha acentuado. En algunos países se han logrado mayores tasas de profundización de operaciones instantáneas. De acuerdo con el Banco de Pagos Internacionales (BPI), existen elementos del diseño de los sistemas que explican esas diferencias entre países. En 2023 el crecimiento anual de las transferencias instantáneas fue del 42% y se identificaron más de cien países con sistemas de pagos inmediatos implementados. Se estima que esta modalidad de transferencias representará el 30% del total de pagos a nivel global, mientras que en 2020 pesaban menos del 15%¹. En algunas economías como Brasil, India y Tailandia se observa una mayor profundización. Según el BPI y el Banco Mundial, se alcanza una mayor adopción cuando el sistema es operado por el banco central, se abarcan varios casos de uso, servicios y funcionalidades, y se abre el acceso a entidades financieras y *fintech*.

Los pagos inmediatos son una herramienta de política pública. La experiencia internacional muestra un efecto positivo y cada vez mayor de los pagos inmediatos sobre el acceso y uso de servicios financieros, la competencia financiera y la competitividad de la economía. Los pagos inmediatos han servido de puerta de entrada para segmentos de la sociedad que típicamente habían estado excluidos de los servicios financieros. En Brasil alrededor del 30% de los usuarios de Pix no tenían una relación previa con el sistema financiero, y el historial transaccional que han generado empieza a ser utilizado por las entidades financieras para ofrecerles créditos y seguros a la medida de sus necesidades. Estudios recientes muestran que los sistemas de transferencias inmediatas promueven la competencia y eficiencia financiera, al disminuir la concentración de depósitos y aumentar el nivel de ahorro en la economía².

El Banco de la República avanza en la implementación del nuevo sistema de pagos inmediatos interoperado, bajo el cual se garantiza la posibilidad de enviar recursos entre cuentas, sin fricciones, a bajo costo y con un servicio 24/7 los 365 días del año. La arquitectura del nuevo sistema permite procesar operaciones dentro de las cámaras de pagos existentes y entre ellas. La infraestructura pública digital requerida para garantizar esta interoperabilidad plena será desarrollada y operada por el Banco de la República, y consta de tres componentes: el directorio centralizado, el mecanismo operativo para la liquidación y una cámara de pagos inmediatos.

El directorio centralizado almacena las llaves que identifican a todos los usuarios finales en el ecosistema, así como las cuentas asociadas con cada una de ellas. Este componente permite validar que cada una de las llaves elegidas por el usuario sean únicas en el ecosistema, lo que hace posible el procesamiento exitoso de las operaciones entre participantes de diferentes sistemas de pago. Este componente entrará en funcionamiento en el primer trimestre de 2025 y se alimentará de la información recabada en los directorios federados de cada una de las cámaras de pagos inmediatos.

El mecanismo operativo para la liquidación está diseñado para aumentar la eficiencia y seguridad en el mercado, al centralizar la liquidación de la totalidad de los pagos inmediatos en dinero de banca central. A partir de la construcción de este componente, la liquidación de los pagos inmediatos ocurrirá de forma centralizada y seguirá un esquema bruto en tiempo real utilizando las cuentas de las entidades financieras participantes en el sistema de pagos de alto valor CUD. Se espera que su entrada en operación ocurra en el segundo trimestre de 2025.

1 ACI Worldwide (2024). "It's Prime Time For Real-Time". *Real-Time Payments Adoption and Growth Around the Globe*.

2 Sarkisyan, S. (2024). "Instant Payments and Competition for Deposits", Research Paper, Jacobs Levy Equity Management Center for Quantitative Financial.

La nueva cámara de pagos inmediatos del Banco de la República busca complementar el mercado, acelerar la innovación y lograr el acceso universal al ecosistema de pagos inmediatos. Esta nueva iniciativa nace con la vocación de facilitar la llegada de los diferentes actores de la industria y promover el surgimiento de nuevos casos. El inicio de las operaciones para estos nuevos actores se espera que ocurra para el tercer trimestre de 2025.

Tanto los servicios centralizados como la cámara de compensación inmediata del Banco de la República estarán soportados con tecnología de vanguardia en sistemas de información. La adquisición de la nueva tecnología se hizo a través de un proceso competitivo en el que participó un número plural de firmas extranjeras con amplia experiencia en la implementación de sistemas de pago inmediato. La selección y firma del contrato con el proveedor ocurrió en diciembre de 2023 y desde entonces el Banco de la República ha venido avanzando en el alistamiento técnico y operativo, siguiendo metodologías ágiles que permiten optimizar los tiempos de desarrollo, pruebas y puesta en marcha.

En el frente regulatorio, en octubre de 2023 la Junta Directiva del Banco de la República expidió la Resolución Externa 6 y la Circular Reglamentaria 465, las cuales definen el marco normativo para la interoperabilidad de las transferencias inmediatas en Colombia. La nueva regulación contempla definiciones, lineamientos y estándares técnicos, operativos y tecnológicos, los cuales deberán implementar las entidades administradoras de los sistemas de pagos de bajo valor y sus participantes, siguiendo para tal efecto un cronograma con cinco fases entre 2024 y 2025. Actualmente el proyecto se encuentra en la fase 3, en la cual la industria deberá realizar los ajustes requeridos en sus sistemas y aplicativos para acoger los nuevos estándares. En el primer trimestre de 2025 se dará paso a la etapa de poblamiento de los directorios, para iniciar luego con la operación del ecosistema interoperado de pagos inmediatos.

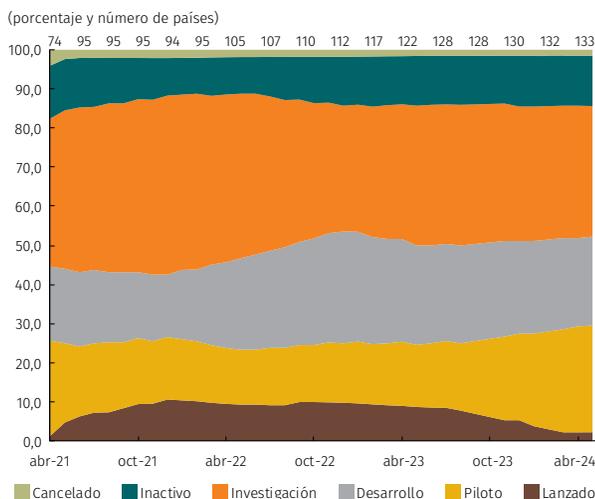
Hacia adelante, el Banco de la República propiciará la consolidación del ecosistema mediante la adición de nuevas funcionalidades y casos de uso que sigan favoreciendo la digitalización de los pagos en la economía. Para la construcción y priorización de la agenda de desarrollo y escalabilidad del ecosistema el Banco de la República tendrá en cuenta, entre otros insumos técnicos, las recomendaciones recibidas por parte de la industria a través del comité de interoperabilidad de pagos inmediatos (CIPI) creado en la reciente regulación.

7.3 Panorama global de la moneda digital de banca central (MDBC)

Un importante número de países (132), que representan un 98 % del PIB mundial, vienen evaluando la posible implementación de la MDBC³, con avances en etapas piloto y de desarrollo, pero solo pocos han llegado a la de emisión. Información recopilada por el Atlantic Council (2024) resalta que, de 132 países, 67 están analizando activamente la MDBC minorista, con 52 economías en etapas de desarrollo más avanzadas (31 pilotos y 21 pruebas de concepto), y solo tres han hecho un lanzamiento (Nigeria, Bahamas y Jamaica). Por otro lado, 36 países se encuentran en etapas avanzadas de experimentación en la MDBC mayorista (19 en pilotos y 17 en pruebas de concepto) (Gráfico 7.3).

3 La MDBC es una nueva forma de dinero de curso legal emitida por los bancos centrales como parte de la base monetaria. La MDBC minorista permite que el dinero de banco central sea accesible en forma digital por el público. La MDBC mayorista da acceso a dinero de banco central a entidades del sistema financiero elegibles y que requieren alternativas representaciones digitales del dinero de banco central a las que hoy tienen disponibles.

Gráfico 7.3
Evolución en etapas de trabajo en la Moneda Digital de Banco Central^{a/}



a/ En el eje superior se encuentra el número total de países trabajando en la Moneda Digital de Banco Central (MDBC) para cada fecha.
Fuente: Atlantic Council (2024); cálculos del Banco de la República.

La más reciente encuesta del BPI a bancos centrales sobre su trabajo en la MDBC y criptos resalta las bajas probabilidades de emisión de monedas digitales en el corto y mediano plazo. En comparación con el año anterior, los resultados de la encuesta de 2023 presentan un menor interés en la emisión de una MDBC mayorista en el corto plazo (aunque aumenta en el mediano plazo, con un 22% de bancos), mientras que en el caso de la MDBC minorista el interés disminuye (12% y 16%). Con base en estas probabilidades el BIS estima que en 2029 se hayan emitido nueve monedas con propósito mayoristas y cinco minoristas, resaltando la disminución del pronóstico para el caso minorista frente a los resultados del año anterior (diez emisiones para 2028).

Los resultados de pilotos y emisión de la MDBC minorista resaltan dificultades en la adopción por parte del público, así como retos técnicos y de diseño. En los países con mayores avances, como China, Bahamas, Nigeria y Jamaica, los resultados de uso de la moneda digital por parte del público han sido menores a los esperados, representando valores inferiores al 1% del circulante. Además, los bancos centrales han enfrentado retos asociados con la coordinación con el sector privado y con la educación de la población, e interrupciones y retrasos en servicios claves, como los pagos fuera de línea. Por su parte, aunque la tecnología puede adaptarse a distintas necesidades de diseño, no hay una solución única que cumpla con todos los requerimientos, pues se destacan los problemas de escalabilidad y riesgos operativos.

En la región el avance respecto al tema de la MDBC es heterogéneo. Brasil avanza en 2024 en un piloto como parte de la iniciativa DREX (Brazilian Digital Real) de MDBC (mayorista y minorista). Perú y Chile, tras finalizar fases de consulta pública sobre una MDBC minorista, están iniciando fases de construcción de pruebas de concepto y pilotos en entornos controlados. México, en cambio, ha pospuesto sus planes iniciales de emitir una MDB minorista hasta después de 2024. Los demás países continúan en una etapa de monitoreo e investigación.

El euro digital es el proyecto más ambicioso de MDBC minorista, con tres años de progreso en la investigación y la experimentación en diseño y pruebas de concepto. Este proyecto requerirá al menos hasta 2025 para una posible decisión sobre su lanzamiento en la Unión Europea. A finales de 2023 se inició la etapa de preparación del proyecto, en la que se buscaba elaborar las normas de funcionamiento y desarrollar la infraestructura requerida. Se espera que el euro digital sea un complemento al efectivo y que sea ampliamente accesible, de uso gratuito por parte de los consumidores, disponible sin conexión a internet, y con un alto nivel de seguridad y privacidad (BCE, 2023⁴). El Banco Central Europeo está a la expectativa del proceso legislativo, el cual definirá su papel y el alcance de la posible emisión del euro digital.

4 BCE (2023). "El eurosistema pasa a la siguiente fase del proyecto de un euro digital", octubre, disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.pr231018~111a014ae7.es.html>

En el ámbito de la experimentación y desarrollos de la MDBC sobresalen propuestas basadas en plataformas integradas, como el proyecto Agorá y Drex, así como la iniciativa de interconexión de MDBC adelantada por Swift. Muchos de estos proyectos se desarrollan buscando eficiencias en los pagos transfronterizos y para adaptarse a la innovación financiera. El proyecto Agorá, lanzado por el BPI y siete bancos centrales a inicios de 2024, tiene el propósito de explorar el funcionamiento de un ecosistema de pagos en el que coexisten depósitos y MDBC digitalizados (tokenizados) en una plataforma público-privada programable para pagos transfronterizos. Brasil, por su parte, busca desarrollar una infraestructura con expectativas sobre los potenciales beneficios en eficiencia de la digitalización de activos e innovación en servicios financieros a través de la programabilidad de distintas funcionalidades (v. g.: contratos inteligentes⁵). Por otro lado, Swift ha avanzado en varias fases para desarrollar una solución tecnológica de interconexión para las MDBC, con la colaboración de bancos centrales y entidades financieras, con el fin de impulsar la interoperabilidad entre MDBC de distintos países, y explorar la interconexión con plataformas de activos tokenizados y funcionalidades automatizadas para el comercio internacional. El posible desarrollo exitoso de esta solución tecnológica en los próximos años tiene el potencial de facilitar el intercambio de monedas, activos, y bienes y servicios, contribuyendo a lograr mayor eficiencia y seguridad en los pagos transfronterizos.

El Banco de la República ha venido estudiando los desarrollos internacionales respecto a la MDBC y la pertinencia de emitirla en Colombia. La estrategia alrededor de lograr la interoperabilidad de los pagos electrónicos en la que está comprometido el Banco apunta a la cobertura, eficiencia y acceso, similares a los que se pretenden con una MDBC minorista. El análisis concluye que por ahora no existen razones para la emisión de una MDBC minorista o mayorista (sombreado 5)⁶.

Acorde con las tendencias internacionales, el Banco de la República viene adelantando una agenda de experimentación con *distributed ledger technology (DLT)* y la MDBC mayorista. Entre los casos de uso están los pagos transfronterizos, la digitalización de activos y la integración de estas plataformas al sistema de pagos de alto valor del Banco. Esta experimentación ha estado orientada a evaluar ganancias en eficiencia en el procesamiento de las operaciones y la escalabilidad, así como el análisis de costos, riesgos y retos (sombreado 5). En suma, el Banco continuará estudiando los desarrollos en la MDBC y fortaleciendo su agenda de experimentación para evaluar su potencial.

5 En ambientes DLT la programabilidad se logra mediante los contratos inteligentes (reglas contractuales desarrolladas en código) y otros protocolos computacionales.

6 Banco de la República (2024). “Pertinencia y riesgos de emitir una moneda digital de banco central en Colombia”, disponible en: <https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/pertinencia-riesgos-moneda-digital-colombia.pdf>

7 DLT es una tecnología de almacenamiento de datos que se encuentra compartida a lo largo de diversos nodos o computadores, los cuales pueden encontrarse en distintas jurisdicciones. Sobre plataformas DLT se pueden emitir, custodiar y transferir representaciones digitales de distintos activos.

Sombreado 4

Pertinencia y riesgos de emitir una moneda digital de banco central (MDBC) en Colombia

La MDBC es una nueva forma de dinero de curso legal y es parte de los pasivos del banco central, junto con el efectivo y las reservas de las entidades financieras en las cuentas de depósito que tienen con este (base monetaria). La MDBC se considera un medio de pago (dinero de curso legal emitido por el banco central) con sus propias reglas de acceso, gobierno corporativo y operativas. La MDBC minorista permite que el dinero del banco central sea accesible al público en forma digital. La MDBC mayorista da acceso al dinero del banco central a entidades del sistema financiero elegibles y que requieren representaciones digitales del dinero de banco central alternativas a las que hoy tienen disponibles.

Los bancos centrales tienen múltiples motivaciones para considerar la posible emisión de una MDBC. Estas se pueden agrupar en tres categorías: promover el acceso a los pagos electrónicos y la inclusión financiera; facilitar la competencia, la eficiencia y la resiliencia del sistema de pagos, y mantener el acceso al dinero del banco central en la era digital para salvaguardar el sistema monetario y financiero (Kosse y Mattei, 2023).

Los riesgos de la MDBC minorista dependen de su diseño, no obstante, los riesgos operacionales y reputacionales pueden ser significativos para el banco central. Un diseño inadecuado puede traer desintermediación financiera, menor provisión de crédito, mayores tasas de interés y altos riesgos financieros, operativos y legales. Así mismo, puede reducir la efectividad de la política monetaria, al desplazar fondos prestables a la MDBC y requerir una política de prestamista de última instancia más activa en situaciones de estrés, ya que puede aumentar el riesgo de corridas bancarias¹. Por su parte, un buen diseño de la MDBC puede llevar a que su introducción sea neutral o traer beneficios sobre la estabilidad financiera, la política monetaria y el bienestar (Martínez-Ventura *et al.*, 2023; Richards, 2020; MAS, 2021; BRI, 2022).

El análisis adelantado por el Banco de la República indica que por ahora no hay razones que justifiquen la emisión de una MDBC minorista en Colombia (Banco de la República, 2024). Los riesgos (y los costos) de implementar una MDBC son significativos y los beneficios que se persigan pueden ser alcanzados con políticas alternativas. En particular, Colombia ha alcanzado altos niveles de acceso a cuentas de depósito transaccionales y ha actualizado la regulación para fomentar la competencia y conseguir una mayor transparencia en el mercado de servicios de pago (decretos 1692 de 2020 y 1297 de 2022). Asimismo, el Banco de la República ha asumido la responsabilidad de promover la interoperabilidad en los pagos electrónicos inmediatos con el desarrollo de infraestructuras centralizadas y su regulación (artículo 104 de la Ley 2294 de 2023). Además, los sistemas de pago inmediatos buscan objetivos similares a los de la MDBC minorista: tienen el potencial de reducir la dependencia en el efectivo y llegar a amplios sectores de la población a bajo costo, como ha sido el caso en Brasil, India, Tailandia y Costa Rica, entre otros (Frost *et al.*, 2024). En el futuro, como ya está ocurriendo en algunas regiones del mundo, será factible interconectar las infraestructuras de pagos inmediatos nacionales con las de otras jurisdicciones y mejorar los pagos transfronterizos.

La MDBC mayorista ha mostrado potencial internacional en el desarrollo de sistemas de pago transfronterizos y para liquidar operaciones de infraestructuras de prestación de servicios financieros innovadoras. El Banco de la República continuará desarrollando su agenda de experimentación en la MDBC mayorista y participando en

1 Como lo plantean algunos autores, el mayor riesgo de corridas bancarias estaría contenido por los esquemas públicos de seguro de depósito.

iniciativas de entidades multilaterales, tales como el BIS, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo en esta materia. Así mismo, continuará monitoreando los avances en la MDBC (mayorista y minorista) y sus oportunidades en el futuro.

Experimentación del Banco de la República en tecnologías DLT² y MDBC mayorista:

Lift challenge: prueba de concepto realizada con el Banco Central de Brasil y dos bancos comerciales (Itaú Colombia e Itaú Brasil), para simular pagos transfronterizos, bajo la utilización de múltiples CBDC mayoristas.

E-bono fase II: prueba de concepto con Davivienda y el BID. El proyecto consiste en la emisión en *blockchain*³ de un bono de deuda privada digitalizado (tokenizado) y la automatización de toda la cadena transaccional en el mercado primario y secundario, con el fin de estudiar la emisión de valores en DLT y ganancias en eficiencia y en manejo de riesgos. La plataforma *blockchain* interoperará con el sistema de pagos de alto valor del Banco de la República, habilitando funcionalidades de entrega contra pago.

MDBC y títulos: construcción de un prototipo en *blockchain* escalable en ambiente de pruebas (controlado), en el cual se buscará emitir títulos y MDBC digitalizados para evaluar beneficios en varios casos de uso, con participantes simulados. Esta experimentación cuenta con el apoyo del MinTIC, Ripple y Peersyst.

Referencias

- Banco de la República (2024). "Pertinencia y riesgos de emitir una moneda digital de banco central en Colombia", disponible en: <https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/pertinencia-riesgos-moneda-digital-colombia.pdf>
- BRI (2022). "Concept Note on Central Bank Digital Currency. Reserve Bank of India", disponible en: <https://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/PublicationReport/Pdfs/CONCEPTNOTEACB531172E0B4DFC9A6E506C2C24FFB6.PDF>
- Frost, J.; Wilkhens, P. K.; Kosse, A.; Shreeti, V.; Velásquez, C. (2024). "Fast Payments: Design and Adoption", disponible en: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2403c.pdf
- Kosse, A.; I. Mattei (2023). Making headway - Results of the 2022 BIS survey on central bank digital currencies and crypto. BIS Papers, Bank for International Settlements, núm. 136.
- Martínez-Ventura, C.; J. Parra-Polania; T. Mora-Arbeláez; A. Lizarazo-Cuéllar (2023). Expected Macroeconomic Effects of Issuing a Retail CBDC. Borradores de Economía, núm. 1247, disponible en <https://doi.org/10.32468/be.1247>.
- MAS (2021). A Retail Central Bank Digital Currency: Economic Considerations in the Singapore, Monetary Authority of Singapore.
- Richards, T. (2020). Retail Central Bank Digital Currency: Design Considerations and Rationales. <https://www.rba.gov.au/speeches/2020/sp-so-2020-10-14.html>

2 La *distributed ledger technology* es una tecnología de almacenamiento de datos que se encuentra compartida a lo largo de diversos nodos o computadores, los cuales pueden encontrarse en distintas jurisdicciones. Al momento de realizar algún tipo de operación, esta se ejecutará en todos los nodos para actualizar la información distribuida. Sobre plataformas DLT se pueden emitir, custodiar y transferir representaciones digitales de distintos activos.

3 La tecnología *blockchain* es una forma de tecnología DLT en la que la información se almacena en bloques, siguiendo una cadena de información inmutable una vez la información ha sido validada por los nodos participantes.

Anexo

Políticas de administración del portafolio de inversión de las reservas internacionales

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

1. Políticas de gestión de riesgo

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

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

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

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

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

Riesgo de contraparte: para mitigar el riesgo de contraparte las operaciones se liquidan mediante mecanismos pago contra entrega, para lo cual se requiere que las contrapartes para la negociación de renta fija sean creadoras de mercado y que las contrapartes para la negociación de divisas cuenten con altas calificaciones crediticias. Los mecanismos pago

contra entrega buscan que el intercambio de papeles por efectivo o el intercambio de pagos en una operación de divisas se hagan simultáneamente con el fin de eliminar la posibilidad de que una de las partes del negocio incumpla. Las contrapartes de divisas deben tener una calificación crediticia mínima de A- si cuentan con un contrato marco de la International Swaps and Derivatives Association (ISDA)¹. Si no se cuenta con dicho contrato, la calificación mínima es A+.

Riesgos asociados con factores ambientales, sociales y de gobernanza (ESG, por su sigla en inglés): los factores ESG son aquellos asociados con temas ambientales, sociales y de gobernanza que pueden afectar el entorno y la capacidad de un emisor para operar exitosamente. La consideración de estos factores en la inversión de las reservas internacionales resulta importante, ya que, si un emisor no los gestiona de forma adecuada, pueden afectar su capacidad para generar retornos en el largo plazo y/o manifestarse en riesgo de mercado, crédito, legales o reputacionales, entre otros. En esa medida, el Banrep incorpora factores ESG en sus procesos de inversión y monitoreo de riesgos de las reservas internacionales a través de estrategias compatibles con los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad definidos en el mandato legal asignado al Banrep para la administración de las reservas internacionales.

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. Al 30 de junio de 2024, el valor del tramo de corto plazo era de USD34.763 m, de los cuales, USD1.191 m corresponden al capital de trabajo y USD33.572 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 referencia². El portafolio pasivo está invertido en múltiples monedas y en instrumentos que son acordes con 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

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

² En la próxima sección se explica el concepto y la composición del índice de referencia.

activo que buscan generar una rentabilidad más alta que el índice de referencia³. Al cierre del primer semestre de 2024, el valor del tramo de mediano plazo ascendía a USD 21.136 m.

El último tramo corresponde a las inversiones de las reservas internacionales en oro. Este metal permite diversificar el portafolio de inversión, ya que su precio se comporta de forma diferente al de los títulos en los cuales se invierten los tramos de corto y mediano plazos. A junio de 2024 el valor de mercado del tramo del oro en las reservas ascendía a USD 349,8 m.

3. Índices de referencia

Para administrar el portafolio de inversión de las reservas, el Banco de la República define portafolios teóricos o índices de referencia⁴ para los tramos de corto y mediano plazos. Se construyen índices diferentes para cada uno de estos tramos, con el fin de reflejar sus objetivos de inversión. Los índices sirven como marco de referencia para medir la gestión de cada uno de los portafolios. A continuación, se explica la forma como se construyen los dos índices de referencia.

Para construir el índice del tramo de corto plazo⁵ 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 riesgo⁶ y que cumple con las restricciones de pérdida definidas para este tramo. La composición cambiaria de ese índice busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país⁷. 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 los que el valor en dólares de los pagos externos disminuye. A junio de 2024 la composición cambiaria del índice del tramo de corto plazo era 81% dólares de los Estados Unidos, 7% dólares australianos, 8% dólares canadienses y 4% euros. Las restricciones de pérdida definidas para el tramo de corto plazo son: 1) tener retornos positivos en un horizonte de doce meses con un 95% de confianza, excluyendo el efecto cambiario, y 2) que el valor esperado de una posible pérdida en un horizonte de doce meses no supere el 1% del valor del tramo.

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

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

4 En los mercados de capitales un índice de referencia hace alusión a una canasta de activos con ponderaciones predeterminadas de acuerdo con ciertas reglas que definen su composición. En general, un índice intenta replicar de una manera amplia el comportamiento de un mercado de activos financieros y sirve como indicador del desempeño de otros portafolios de inversión en ese mismo mercado. Por ejemplo, algunos de los índices de referencia más conocidos en los mercados accionarios son el MSCI Colcap en Colombia, o el S&P500 y el Dow Jones en los Estados Unidos (el Banco utiliza índices de mercados de renta fija únicamente).

5 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.

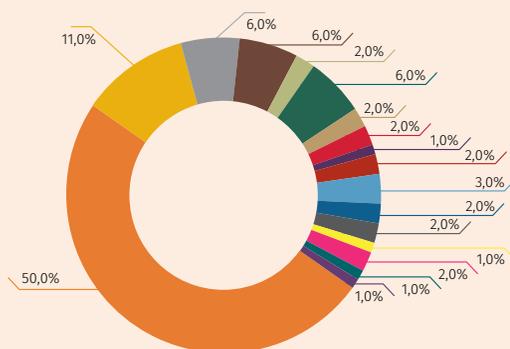
6 La descripción detallada de la metodología para la construcción del índice de referencia se encuentra en los recuadros "Explicación técnica de la metodología de construcción del índice de referencia" y "Restricciones de riesgo de mercado en el proceso de optimización" en los *Informes de Administración de las Reservas Internacionales* de 2013 y 2019.

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

A junio de 2024 los índices de referencia definidos para ambos tramos tienen un nivel moderado de riesgo de mercado, con una duración efectiva del índice del tramo de corto plazo de 2,92 y del tramo de mediano plazo de 3,42. El Gráfico A1.1 muestra los índices de referencia aprobados para los tramos de corto y mediano plazos⁸.

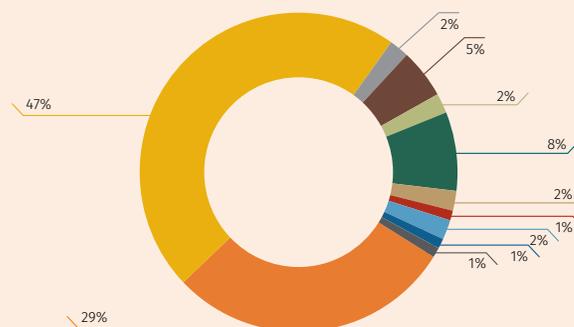
Gráfico A1.1
Composición de los índices de referencia de los tramos de corto y mediano plazo (información al 30 de junio de 2024)

A. Tramo de corto plazo



- Bonos del gobierno estadounidense (0-1 años)
- Bonos del gobierno estadounidense (1-5 años)
- Bonos del gobierno estadounidense (5-10 años)
- Bonos del gobierno estadounidense (+10 años)
- Bonos AAA-AA de supranacionales y gobiernos
- Bonos del gobierno estadounidense atados a inflación (1-10 años)
- Bonos del gobierno australiano (0-3 años)
- Bonos del gobierno australiano (3-5 años)
- Bonos del gobierno australiano (5-10 años)
- Bonos del gobierno australiano (+10 años)
- Bonos del gobierno canadiense (0-1 años)
- Bonos del gobierno canadiense (1-5 años)
- Bonos del gobierno canadiense (5-10 años)
- Bonos del gobierno canadiense (+10 años)
- Bonos del gobierno alemán (0-1 años)
- Bonos del gobierno alemán (1-5 años)
- Bonos del gobierno alemán (5-10 años)

B. Tramo de mediano plazo



- Bonos del gobierno estadounidense (0-3 años)
- Bonos del gobierno estadounidense (3-5 años)
- Bonos del gobierno estadounidense (+5 años)
- Bonos del gobierno estadounidense atados a inflación (1-10 años)
- Bonos respaldados por hipotecas estadounidenses
- Bonos de supranacionales y gobiernos (1-5 años)
- Bonos del gobierno alemán
- Bonos del gobierno de Reino Unido
- Bonos del gobierno japonés
- Bonos del gobierno australiano
- Bonos del gobierno canadiense

Fuente: Banco de la República.

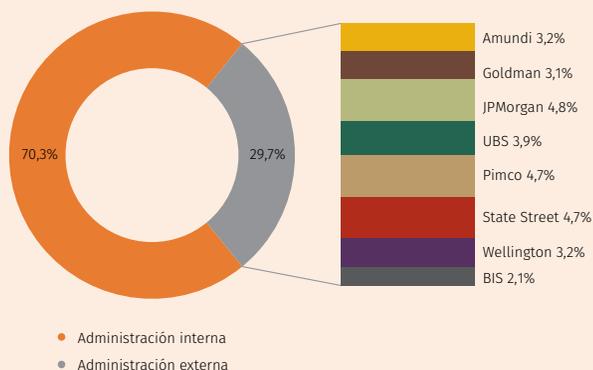
4. Programa de administración externa

El Banco de la República gestiona directamente el tramo de corto plazo, una porción del tramo de mediano plazo y el tramo del oro. El resto de los recursos del tramo de mediano plazo es gestionado por administradores externos de portafolios. Al finalizar junio de 2024 la porción del portafolio de inversión administrada internamente corresponde a USD 39.542,5 m (70,3% del portafolio de inversión), mientras que el programa de administración externa ascendía a USD 16.707,1 m (29,7% del portafolio de inversión).

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

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

Gráfico A1.2
Administración del portafolio de inversión
(información al 30 de junio de 2024)



Fuente: Banco de la República.

los mercados financieros y una infraestructura sofisticada que pueden ser aprovechadas para definir estrategias de inversión y para capacitar a los funcionarios del Banrep en la gestión de inversiones internacionales, siendo este último otro de los objetivos del programa de administración externa.

Las firmas privadas que participan en el programa son escogidas mediante procesos competitivos y son evaluadas permanentemente. De acuerdo con los resultados obtenidos por cada administrador desde su contratación, se modifica el monto administrado o se revisa su continuidad en el programa. En la actualidad, las firmas privadas que participan en el programa de administración externa son: Amundi Asset Management, Goldman Sachs Asset Management, L.P., J.P. Morgan Asset Management (UK) Limited, Pacific Investment Management Company LLC, State Street Global Advisors Trust Company, UBS Asset Management (Americas) Inc., Wellington Management Company LLP (Gráfico A1.2). Los recursos que manejan estas entidades se encuentran en las cuentas de custodia del Banrep y los contratos de los administradores se pueden cancelar cuando se considere necesario. Las inversiones en los fondos administrados por el Banco de Pagos Internacionales (BPI) también se consideran parte del programa de administración externa. A estos fondos solamente tienen acceso los bancos centrales y entidades multilaterales, y tienen como propósito hacer inversiones en activos apropiados para las reservas internacionales mundiales, en un esfuerzo cooperativo entre diferentes países⁹.

⁹ En la actualidad se invierte en un fondo de títulos emitidos por el gobierno de China (USD 892,9 m) y un fondo de títulos emitidos por corporaciones no financieras (USD 277,7 m).

Este *informe* fue coordinado, editado y diagramado por la Sección de Gestión de Publicaciones del Departamento de Servicios Administrativos, con caracteres Fira Sans de 10 puntos.

Impreso por Xpress estudio gráfico y digital S. A. S.
Agosto de 2024