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

ISSN-1657-799X



03/
2024



Marzo 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



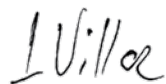
Bogotá, marzo 1 de 2024

**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 de 2023 y las perspectivas para 2024. 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 gestión ambiental del Banco de la República.

Con un atento saludo,



**Leonardo Villar Gómez
Gerente General**

Contenido

Introducción 9

01 Resumen ejecutivo **11**

02 Entorno macroeconómico **18**

2.1 Evolución y perspectivas del entorno macroeconómico internacional **18**

2.2 Evolución y perspectivas de la actividad económica y el mercado laboral **23**

2.3 Evolución y perspectivas de la situación fiscal **30**

03 Inflación y decisiones de política monetaria **33**

3.1 Evolución y perspectivas de la inflación **33**

3.2 Decisiones de política monetaria **35**

Recuadro 1: El papel de la credibilidad en las acciones de política monetaria del banco central **37**

04 Evolución y perspectivas de los mercados financieros y de crédito **42**

4.1 Intermediación financiera de los establecimientos de crédito **42**

4.2 Mercados financieros locales **52**

4.3 Exposición al riesgo de mercado del sistema financiero y evolución del portafolio de las instituciones financieras no bancarias **56**

Sombreado 1: Base monetaria y M3 **59**

Recuadro 2: Evolución de los flujos de venta de los inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública local y el papel de los fondos de pensiones como agentes estabilizadores en este mercado durante 2023 **63**

05 Balance externo y reservas internacionales **66**

5.1 Evolución y perspectivas de la balanza de pagos de Colombia **66**

5.2 Reservas internacionales **69**

Sombreado 2: Consideraciones para la acumulación de reservas internacionales **76**

Sombreado 3: Participación del Banco de la República en el Banco de Pagos Internacionales **79**

06	Situación financiera del Banco de la República 81
	6.1 Estado de situación financiera del Banco de la República (balance general) 81
	6.2 Estado de resultados (PyG) 82
	6.3 Constitución de reservas y distribución de utilidades 88
<hr/>	
07	El cambio climático y el Banco de la República 89
	7.1 Acciones inherentes a las funciones de banca central y custodio del patrimonio cultural 89
	7.2 Acciones para contribuir al entendimiento, adaptación y mitigación del cambio climático 95
<hr/>	
Anexo	Políticas de administración del portafolio de inversión de las reservas internacionales 100

Índice de gráficos

- Gráfico 2.1** Crecimiento económico mundial **18**
Gráfico 2.2 Precio internacional del petróleo **18**
Gráfico 2.3 Inflación total e inflación total excluyendo alimentos y energía para el G7 y la OCDE **19**
Gráfico 2.4 Inflación total al consumidor **20**
Gráfico 2.5 Tasa de interés de política monetaria en algunas economías **21**
Gráfico 2.6 Indicadores de percepción de riesgo en los mercados financieros internacionales **21**
Gráfico 2.7 Índices bursátiles en algunas economías emergentes **22**
Gráfico 2.8 Flujos de portafolio hacia economías emergentes por parte de no residentes **23**
Gráfico 2.9 Producto interno bruto (PIB) **23**
Gráfico 2.10 Población ocupada por dominios geográficos **27**
Gráfico 2.11 Empleo por posición ocupacional (agregado nacional) **28**
Gráfico 2.12 Tasa global de participación por dominios geográficos **28**
Gráfico 2.13 Tasa de desempleo por dominios geográficos **29**
Gráfico 2.14 Índice de vacantes de diferentes fuentes **29**
- Gráfico 3.1** IPC e IPC sin alimentos ni regulados **33**
- Gráfico R1.1** Inflación total y expectativas de inflación para un conjunto de países **39**
Gráfico R1.2 Inflación total, expectativas de inflación y meta para Colombia **40**
Gráfico R1.3 Estimación del *stock* de credibilidad para Colombia **40**
- Gráfico 4.1** Indicadores de capital adecuado y liquidez de los EC **43**
Gráfico 4.2 Evolución de las provisiones **44**
Gráfico 4.3 Indicador de cubrimiento **44**
Gráfico 4.4 Crecimiento real anual de la cartera vencida **45**
Gráfico 4.5 Indicador de calidad por mora (ICM) **45**
Gráfico 4.6 Crecimiento real anual de la cartera bruta de los establecimientos de crédito **46**
Gráfico 4.7 Percepción de la demanda de crédito para los establecimientos de crédito **46**
Gráfico 4.8 Cambios de las exigencias en la asignación de nuevos créditos (bancos) **47**
Gráfico 4.9 Percepción de la oferta de nuevos créditos por parte de los establecimientos de crédito **47**
Gráfico 4.10 Deuda a ingreso disponible de los hogares (DTI) **48**
Gráfico 4.11 Ahorro bruto de los hogares y sus componentes **48**
Gráfico 4.12 Carga financiera promedio ponderado de los hogares que accedieron a nuevos créditos **48**
Gráfico 4.13 Endeudamiento del sector corporativo privado, por cobertura cambiaria, inversión extranjera directa (IED) y comercio exterior del deudor (porcentaje del PIB) **49**
Gráfico 4.14 Crecimiento real anual del fondeo y contribución al crecimiento de sus componentes **49**
Gráfico 4.15 Saldo de los depósitos por plazos **50**
Gráfico 4.16 Rentabilidad de los activos de los establecimientos de crédito **50**
Gráfico 4.17 Tasa de política monetaria, tasa interbancaria e IBR (*overnight*, a 1, 3, 6 y 12 meses) **51**
Gráfico 4.18 Tasas de interés pasivas **52**
Gráfico 4.19 Tasas de interés activas nominales **53**
Gráfico 4.20 Comportamiento del mercado cambiario de la región **54**
Gráfico 4.21 Prima de riesgo (CDS a cinco años) para algunas economías de la región **54**
Gráfico 4.22 Índice de tasas de interés en algunas economías de la región **54**
Gráfico 4.23 Tasas cero cupón TES en pesos por plazo, índice de deuda privada y tasa de política monetaria **55**
Gráfico 4.24 Compras netas acumuladas por año de los fondos de pensiones y cesantías en el mercado al contado de TES **55**
Gráfico 4.25 Compras netas acumuladas por año de los inversionistas extranjeros en el mercado al contado de TES **55**
Gráfico 4.26 Crecimiento real anual del activo de las instituciones financieras no bancarias **56**
Gráfico 4.27 ROA **57**
Gráfico 4.28 Activo y aportes netos de los fondos de inversión colectiva sin pacto de permanencia **57**
Gráfico 4.29 IRL de los fondos de inversión colectiva sin pacto de permanencia **58**
- Gráfico S1.1** Base monetaria, efectivo y reserva **59**
Gráfico S1.2 Base monetaria y efectivo como porcentaje del PIB **60**
Gráfico S1.3 Variación mensual de la base monetaria según fuentes **61**
Gráfico S1.4 M3 y sus componentes (variación porcentual anual, datos a viernes) **61**
Gráfico S1.5 Depósitos y agregados monetarios como porcentaje del PIB **62**

Gráfico R2.1 Participación por tipo de agente dentro del total circulando de TES en pesos y UVR (sin transferencia del Fonpet) **63**

Gráfico R2.2 Variación del saldo de extranjeros en el mercado de TES expresado en dólares vs. flujos en pesos de extranjeros en TES **63**

Gráfico R2.3 Flujos acumulados en 2023 por tipo de inversionista extranjero en el mercado de TES **64**

Gráfico R2.4 Saldos netos de compra (compras-ventas) *forwards* y *swaps* peso-dólar **64**

Gráfico R2.5 Probabilidad de los estados de volatilidad en el mercado de TES **65**

Gráfico 5.1 Composición de las reservas internacionales **70**

Gráfico 5.2 Composición del portafolio de inversión por sectores (información al 31 de diciembre de 2023) **71**

Gráfico 5.3 Distribución de las inversiones por calificación crediticia **72**

Gráfico 5.4 Composición cambiaria del portafolio de inversión **72**

Gráfico 5.5 Duración del portafolio de inversión **72**

Gráfico 5.6 Acuerdos recientes de la LCF **74**

Gráfico S2.1 Razón reservas internacionales/ARA **77**

Gráfico 7.1 Huella de carbono total: Banco de la República **96**

Gráfico A1.1 Composición de los índices de referencia de los tramos de corto y mediano plazo **103**

Gráfico A1.2 Administración del portafolio de inversión **103**

Índice de cuadros

Cuadro 2.1 Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto **24**

Cuadro 2.2 Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica **26**

Cuadro 5.1 Balanza de pagos de Colombia **67**

Cuadro 6.1 Estado de la situación financiera del Banco de la República clasificado por criterio económico **83**

Cuadro 6.2 Estado de resultados del Banco de la República, 2023 **84**

Cuadro 6.3 Presupuesto del Banco de la República, 2024 **86**

Cuadro 6.4 Distribución de utilidades **88**

Cuadro 7.1 Digitalización por tipo de colección **94**

Introducción

En el curso de 2023 la economía colombiana avanzó en el ajuste macroeconómico requerido para lograr un crecimiento compatible con su capacidad productiva y con la estabilidad externa y de precios. Fue así como después de registrar crecimientos históricamente altos en 2021 (10,7%) y 2022 (7,3%), que llevaron el producto interno bruto (PIB) a niveles superiores a los registrados antes de la pandemia, la actividad económica se desaceleró durante 2023, para cerrar el año con una variación anual del 0,6%. El débil crecimiento económico se explicó por una pérdida de dinamismo de la demanda interna, la cual se contrajo un 3,8% en 2023, como respuesta, en parte, a las políticas monetaria y fiscal que fueron necesarias para facilitar el proceso de ajuste. La política monetaria contraccionista se ejecutó mediante incrementos progresivos de la tasa de interés de política a partir de septiembre de 2021. Por su parte, el ajuste fiscal implicó una reducción del déficit del Gobierno General, que cayó del 6,5% al 2,5% del PIB entre 2022 y 2023. El menor dinamismo de la demanda interna provino fundamentalmente de una significativa contracción de la formación bruta de capital (inversión), principalmente en los rubros de maquinaria y equipo, vivienda y obras civiles. Adicionalmente, el consumo total de los hogares se desaceleró, y sus componentes de bienes durables y semidurables se contrajeron. Un factor en la desaceleración del crecimiento fue el ambiente de incertidumbre que afectó las decisiones de inversión.

La moderación de la demanda interna se reflejó en una disminución del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, el cual pasaría del 6,2% del PIB en 2022 al 2,7% en 2023, contribuyendo a reducir la vulnerabilidad de la economía ante eventuales deterioros en el contexto externo. Igualmente, el ajuste macroeconómico se reflejó en el inicio de la convergencia de la inflación hacia la meta. A pesar de las diversas presiones que todavía subsisten, la inflación cerró el año en el 9,3% y en enero descendió al 8,3%, sustancialmente por debajo del pico del 13,3% registrado en marzo de 2023.

Además de la reducción de la inflación, también se produjo una revisión a la baja de la mayoría de las medidas de expectativas de inflación, que ahora señalan más claramente una trayectoria descendente de la variación de precios. Específicamente, la encuesta mensual de analistas que realiza el Banco mostró que entre enero y diciembre del año anterior las expectativas de inflación a un año en la mediana de la muestra se redujeron del 7,7% al 5,7% y a dos años del 4,5% al 3,8%. Igualmente, las expectativas que se extraen de los mercados de deuda pública ajustadas mostraron reducciones para todos los plazos. La disminución de las expectativas de inflación constituye un avance importante en el propósito de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) de conducir la inflación hacia su meta a más tardar a mediados de 2025, según lo manifestó en su sesión de noviembre pasado. El favorable comportamiento de la inflación en enero, al descender al 8,3% y al 7,8% para la inflación anual total y para la inflación básica, respectivamente, dará un nuevo impulso a la revisión a la baja de las expectativas de inflación a corto y mediano plazos, en beneficio de la convergencia de la inflación a la meta en el plazo propuesto por la JDBR.

Los desarrollos favorables en materia de inflación y sus expectativas llevaron a que la JDBR decidiera reducir en 25 puntos básicos (pb) la tasa de interés de política en cada una de sus sesiones de diciembre y enero, para un recorte total de 50 pb. En su sesión de enero todos los miembros de la JDBR coincidieron en que se presentaban las condiciones propicias para continuar reduciendo la tasa de interés de política en el transcurso de 2024, sujeto a la convergencia de las expectativas de inflación a la meta y a los demás indicadores sobre la estabilidad macroeconómica del país. La recuperación de la actividad económica se favorecerá con las menores tasas de interés e incentivos apropiados que promuevan la sinergia entre los sectores público y privado para cumplir sus planes de inversión.

Desde esta perspectiva, las proyecciones de crecimiento del equipo técnico prevén una expansión moderada en 2024 de alrededor del 0,8 %, y pronostican que hacia 2025 la economía entraría en una fase de recuperación importante, logrando un crecimiento anual del 3,5%. Al mismo tiempo, el equipo técnico prevé que la inflación para finales de 2024 sería del 5,9 % y del 2,8 % al cierre de 2025.

01/ Resumen ejecutivo

1. Entorno macroeconómico internacional

Según las principales entidades multilaterales (FMI; Banco Mundial; OCDE), la actividad económica global en 2023 se desaceleró frente a sus registros de 2022. Las mediciones del FMI, por ejemplo, indican que el crecimiento del PIB mundial se redujo del 3,5% en 2022 al 3,1% en 2023, y según las estimaciones del Banco Mundial, del 3,3% al 3,0%. Entre las causas de esta menor actividad global se señalan la política monetaria contraccionista de numerosos bancos centrales; el ajuste fiscal en la mayoría de los países avanzados, y la elevada incertidumbre internacional por los conflictos entre Rusia y Ucrania y en el Medio Oriente. A ello se sumó la menor actividad en Europa, afectada por la crisis energética de 2022. La resiliencia del consumo privado en los Estados Unidos, ante el ajuste de la política monetaria y la eliminación de las restricciones por el covid-19 a principios del año en China, ayudó a que la desaceleración económica mundial no hubiera sido más aguda.

La pérdida de dinamismo de la demanda mundial y la mayor disponibilidad global de petróleo incidieron en una caída de sus precios en 2023. En el caso de la referencia Brent, su precio disminuyó cerca del 17% frente a 2022 y se ubicó, en promedio, alrededor de USD 82 por barril (bl). A pesar de ello, los precios del crudo continuaron por encima de sus registros anteriores a la pandemia.

La inflación total mundial se moderó en 2023 como resultado de los menores precios de la energía; la normalización de las cadenas globales de suministro; la reducción de los precios de los alimentos, y la disminución del dinamismo de la demanda en muchos países, debido al ciclo sincronizado de política monetaria contractiva y de políticas fiscales menos expansivas. De manera similar, la inflación básica (excluyendo energía, combustibles y alimentos) a nivel global se moderó, aunque menos que la total. Así, para diciembre de 2023 la inflación anual de los miembros de la OCDE se ubicó en el 6,0%, luego del nivel máximo observado en octubre de 2022 (10,7%). Por su parte, la inflación básica se ubicó en un 6,7%, ligeramente inferior al pico del 7,7% observado en octubre de 2022. En el caso de América Latina, en donde el ciclo de endurecimiento de la política monetaria se inició antes y fue más fuerte que en las economías avanzadas, se observaron inflaciones cercanas a su meta en algunos países. En particular, para diciembre de 2023 la inflación total en Brasil (4,6%) y Chile (3,9%) se ubicó dentro del rango meta, mientras que en México (4,7%) y Perú (3,2%) se situó a menos de un punto porcentual de la meta.

Las distintas agencias internacionales pronostican un crecimiento de la economía global para 2024 igual o marginalmente inferior al registrado en 2023. Así, para el FMI el crecimiento mundial en 2024 se mantendría inalterado en el 3,1%, según el Banco Mundial se reduciría del 3% al 2,9% y de acuerdo con la OCDE disminuiría del 3,1% al 2,9%. Estos pronósticos no están exentos de riesgos, entre los cuales se contemplan: 1) fenómenos climáticos o agravamiento de tensiones geopolíticas que puedan producir incrementos bruscos en los precios de los alimentos; energía y costos de transporte; 2) persistencia de la inflación básica que requiera mantener políticas monetarias restrictivas; 3) desaceleración de la economía china, por el escalamiento de los problemas en el sector inmobiliario, y 4) ajustes fiscales excesivos apoyados en incremento de impuestos o reducciones de gastos, como reacción a los incrementos de las razones de deuda.

Para América Latina y el Caribe, luego de un crecimiento estimado del 2,5% en 2023, el FMI pronostica una desaceleración al 1,9% en 2024. Esto refleja la perspectiva de un decrecimiento en Argentina, resultante de un fuerte ajuste macroeconómico, lo cual sería, en parte, compensado por la mejor expectativa de crecimiento para México, consecuencia de la continuación del fortalecimiento de su demanda interna y el dinamismo de su comercio con los Estados Unidos.

2. Actividad económica en Colombia

Según la información del DANE, el crecimiento de la economía colombiana en 2023 fue del 0,6%, el cual resultó inferior a todos los pronósticos. La significativa desaceleración de la actividad económica se produjo como resultado de una combinación de factores. Por una parte, la política monetaria mantuvo una postura contractiva a lo largo del año, acorde con el cometido de la JDBR de lograr la convergencia de la inflación a la meta en el primer semestre de 2025, acompañada de una moderación del gasto hacia niveles más sostenibles, compatibles con la capacidad productiva de la economía. Como era de prever, ello se tradujo en una menor dinámica de todas las modalidades de crédito. Por otra parte, en 2023 se emprendió un ajuste importante de las finanzas públicas, según lo muestra la disminución de 4 puntos del PIB del déficit del Gobierno General, al pasar del 6,5% al 2,5% del PIB entre 2022 y 2023. Este ajuste tuvo origen fundamental en un incremento de la carga tributaria, resultante de las reformas realizadas en 2021 y 2022, que en el caso del Gobierno Nacional Central (GNC) llevaron a un incremento del recaudo tributario por concepto de impuestos superior a 2 puntos del PIB, al alcanzar un máximo histórico del 16,6% del PIB en 2023. Por el lado del gasto, la contracción de las obras civiles (-12,3%) reflejó una baja ejecución de la inversión pública, lo cual se sumó al impacto de los impuestos sobre la demanda agregada. Un factor en la desaceleración del crecimiento fue el ambiente de incertidumbre que afectó las decisiones de inversión.

Desde el punto de vista del gasto, el resultado del PIB estuvo asociado con una significativa contracción de la demanda interna, que después de haberse expandido un 10,2% en 2022, registró una caída del -3,8% en 2023. La formación bruta de capital (inversión) fue el componente de la demanda que más se redujo, al presentar un desplome (-24,8%) en 2023, que contrasta con el elevado crecimiento de este rubro en 2022 (16%). Sobresale en este renglón la caída en la inversión en maquinaria y equipo (-16,2%) desde los altos niveles alcanzados en 2022, en un contexto de altos costos de financiamiento y poca disposición a invertir. Otros componentes de la inversión que tuvieron un mal desempeño fueron vivienda (-1,2%), y otros edificios y estructuras (-4,9%), lo que se reflejó en la caída de la construcción, incluyendo obras civiles. La caída de la inversión, especialmente en lo que corresponde a infraestructura, reduce el crecimiento potencial de la economía en el mediano y largo plazos. A diferencia de la inversión, el consumo total logró sostenerse en 2023, al registrar un crecimiento positivo, pero bajo, comparado con la expansión observada en 2022. En particular, el consumo de los hogares creció un 1,1%, jalonado por el aumento en el consumo de bienes no durables y de servicios. No obstante, el consumo de bienes durables y semidurables tuvo caídas importantes (-10,3% y -5,6%, respectivamente). Por su parte, el consumo del Gobierno se incrementó un 0,9% en 2023, ayudando a la expansión del consumo total. Finalmente, la demanda externa neta contribuyó positivamente al crecimiento económico. Lo anterior se explica por el aumento de las exportaciones reales en pesos (3,1%), como resultado de los mayores volúmenes exportados de petróleo crudo y del dinamismo de las ventas externas de manufacturas y de servicios, aunado a la fuerte caída de las importaciones reales (-14,7%).

Por el lado de la oferta, el bajo crecimiento económico en 2023 se explicó fundamentalmente por la contracción de la construcción (-4,2%), la industria manufacturera (-3,5%) y el comercio (-2,8%). La caída de la construcción obedeció,

principalmente, al mal desempeño de las obras civiles. En contraste con el bajo desempeño de estos sectores, se observó un aceptable dinamismo de la agricultura y la minería, con crecimientos del 1,8% y 2,6%, respectivamente. Esto se explicó en mayor medida por la recuperación en la producción de cultivos agrícolas diferentes a café y por el aumento en la extracción de petróleo y carbón. Otras actividades que se destacaron por su buen desempeño fueron el sector artístico y de entretenimiento (7%), jalonado por el auge de los juegos operados en línea, las apuestas deportivas y la realización de conciertos masivos. Las actividades financieras y de seguros, junto con los servicios de administración pública, salud y educación, también registraron buenas tasas de expansión (7,9% y 3,9%, respectivamente), superiores a las observadas en 2022.

Para 2024 el equipo técnico prevé que la economía colombiana continuaría mostrando una tasa de crecimiento baja de alrededor del 0,8%, siguiendo una senda de recuperación gradual que debería ser compatible con la estabilidad macroeconómica de largo plazo y con un crecimiento cercano al potencial a partir de 2025.

3. Empleo

La tasa de desempleo nacional se redujo en 2023, situándose en un 10,4% al final del año. La disminución de la tasa de desempleo en el agregado nacional fue jalonada por el área urbana, compensada parcialmente por el incremento del desempleo en las otras cabeceras y el área rural a partir del tercer trimestre. La brecha de género, que mide la diferencia entre la (usualmente mayor) tasa de desempleo de las mujeres frente a la de los hombres, se redujo y alcanzó 4,3 puntos porcentuales (pp) al cierre de 2023. Este resultado fue, sin embargo, originado por la contracción de la participación de las mujeres en el mercado laboral en cerca de 0,9 pp que se observó en los últimos meses del año, lo que también explica un menor aumento de su tasa de desempleo. En cuanto a los ingresos laborales, estos crecieron durante 2023 impulsados por los ajustes nominales del salario mínimo y por una menor presión de la inflación. En particular, en el segmento asalariado el salario real creció en términos anuales en un 4,8% entre diciembre de 2022 y un año después. Por su parte, en este mismo periodo, en el segmento no asalariado los ingresos laborales reales crecieron en un 6,1%.

La población ocupada para el agregado nacional mostró una tendencia ascendente en 2023, con incrementos anuales de hasta el 4,5%. Sin embargo, en los últimos meses del año el empleo empezó a dar muestras de deterioro. En particular, la ocupación en las otras cabeceras y el área rural se contrajo en un 3,8% entre el tercer y cuarto trimestres de 2023, pero el empleo urbano se mantuvo estable. De esta forma, en diciembre de 2023 el empleo presentó un incremento anual del 2,4% en el agregado nacional, lo que se reflejó en una tasa de ocupación (TO) que a diciembre de 2023 creció anualmente en 0,5 pp y se ubicó en el 57,1% a nivel nacional. Por dominios geográficos la TO en cabeceras y el área rural se ubicó en el 55,1% en diciembre de 2023, mientras que en el área urbana llegó al 59,1% en el mismo mes. Por sectores económicos, la caída del empleo en el agregado nacional observada entre el tercer y cuarto trimestres del año anterior se concentró en las ramas de manufacturas; transporte y comunicaciones, y comercio.

El empleo asalariado y formal fue el segmento más dinámico en el curso de 2023, con un aumento del 2,9%. Esto se reflejó en una disminución de la tasa de informalidad, que pasó del 57,1% a finales de 2022 al 55,1% en diciembre de 2023, alcanzando mínimos históricos. Por su parte, el segmento no asalariado presentó una caída en sus niveles de empleo a finales de año, acorde con la menor dinámica del empleo en el área rural, dominio en el cual este tipo de posición ocupacional tiene mayor participación. La tasa global de participación (TGP) en el dominio urbano y en las otras cabeceras presentó un comportamiento diferente a la observada en el área rural. Por un lado, la TGP en el área urbana creció 1 pp en 2023, con lo que

se situó en el 66% al final del año. En contraste, la TGP en el dominio rural se redujo en 0,4 pp y se situó en un 61,4% a finales del año. Esto obedeció a la menor dinámica del empleo en el segmento no asalariado ya señalada. Por otro lado, la migración desde Venezuela, que había sido una fuente de incremento de la oferta laboral, se ha estabilizado desde 2021.

Para 2024 el equipo técnico espera que la tasa de desempleo registre incrementos. Los pronósticos sobre la evolución de la tasa de desempleo para el presente año sugieren que el desempleo urbano se ubicaría, en promedio, entre el 9% y 12,1%, con un 10,5% como valor más probable. Por su parte, la tasa de desempleo nacional podría ubicarse entre el 9,3% y 12,4%, con un 10,8% como valor más probable. Los crecimientos contemplados de la tasa de desempleo para 2024 son coherentes con un pronóstico de crecimiento moderado a medida que la economía y, particularmente el mercado laboral, converge a sus niveles de largo plazo.

4. Inflación y política monetaria

La inflación anual de precios al consumidor en Colombia alcanzó un pico del 13,34% en marzo de 2023, y a partir de abril inició una senda decreciente, hasta llegar a un nivel del 9,28% al cierre de 2023. Con ello, la tasa de inflación anual regresó a terreno de un dígito, después de diecisiete meses de permanecer por encima del 10%. En enero de 2024 la inflación continuó disminuyendo, al ubicarse en el 8,35% anual, por debajo de lo esperado por el equipo técnico. Ello significó un nuevo e importante avance en el proceso de convergencia de la inflación hacia la meta. Se destaca en este resultado la contribución de la canasta de alimentos, cuya inflación disminuyó desde el 5% en diciembre al 3% en enero. También se resalta el favorable comportamiento de las medidas de inflación básica, que son un buen indicador de la menor presión de demanda sobre los precios. En particular, la inflación sin alimentos ni regulados se redujo del 8,42% en diciembre al 7,81% en enero. Dentro de esta subcanasta, el mayor ajuste se produjo en la inflación de bienes, en tanto que la inflación de servicios continuó mostrando rigidez a la baja. La inflación de regulados en enero también empezó a ceder, a pesar de los incrementos en los precios de la gasolina y los peajes.

La tendencia decreciente de la inflación anual que se empezó a observar a partir del segundo trimestre de 2023 se produjo en el entorno de una inflación internacional decreciente, gracias a la progresiva corrección de los choques de oferta globales que ocurrieron a propósito de la pandemia, y como respuesta a políticas monetarias contraccionistas en la mayoría de los países desarrollados y emergentes. A nivel interno, la JDBR continuó incrementando la tasa de interés de política monetaria durante los primeros meses de 2023, hasta llevarla al 13,25% en su sesión de abril, nivel en que la mantuvo hasta noviembre. Ante claros indicios de menores presiones inflacionarias, la JDBR procedió a recortar en 25 pb la tasa de interés de política en sus sesiones de diciembre y enero, para situarla en un 12,75%. En su comunicación de enero la JDBR señaló que existían condiciones propicias que permitirían continuar reduciendo la tasa de interés en sesiones futuras, con un ritmo de reducción que dependerá de la solidez de la convergencia de la inflación a la meta y de la evolución de los factores que determinan la estabilidad macroeconómica del país.

Sin subestimar la importancia de los avances logrados, debe advertirse que el ajuste en curso no ha terminado. La inflación continúa alejada de la meta y se sitúa considerablemente por encima de la de países como Brasil, Chile, Perú, Uruguay o Costa Rica, que tienen niveles inferiores al 5%. El plazo límite que la JDBR se fijó para que la inflación converja a la meta del 3% fue el primer semestre de 2025. Este objetivo enfrenta riesgos asociados con los efectos del fenómeno de El Niño que pudieran superar los contemplados en las proyecciones; una transmisión más alta

del ajuste del salario mínimo a los demás precios y salarios de la economía, y un aumento de las presiones fiscales, entre otros. De allí la importancia de mantener cautela en el manejo de la política monetaria en el futuro próximo.

5. Balanza de pagos

La información de balanza de pagos indica que el déficit de la cuenta corriente durante 2023 se ubicó en el 2,7% del PIB, inferior en 3,5 pp del PIB al registrado en el mismo periodo de 2022 (6,2% del PIB). Todos los componentes de la cuenta corriente contribuyeron a esta corrección. El mayor ajuste se produjo en el balance comercial de bienes, cuyo déficit se redujo USD 5.310 millones con respecto a un año atrás. Esto se explica por la significativa caída de las importaciones (-USD 12.278 m), que superó la reducción en el valor de las exportaciones (-USD 6.968 m)¹. El retroceso de la formación bruta de capital durante 2023, especialmente en el rubro de maquinaria y equipo, se reflejó en las menores compras externas de bienes. Por otra parte, los menores precios del carbón y del crudo explican la reducción del valor de las exportaciones de bienes. En cuanto a la balanza de servicios, su déficit se contrajo USD 3.058 m, debido a las menores importaciones de servicios de transporte de carga y por el incremento en las exportaciones por servicios de viajes, gracias al mayor número de viajeros internacionales que arribaron al país.

La renta neta de los factores también redujo su balance negativo en USD 2.682 m, como resultado del menor valor de las utilidades remitidas hacia el exterior por parte de las firmas con inversión extranjera directa (IED) que operan en el país, principalmente aquellas dedicadas a actividades de explotación petrolera y minera, servicios financieros y empresariales, y de comercio, restaurantes y hoteles. Lo anterior fue compensado, parcialmente, por el aumento en los pagos de intereses por préstamos externos, debido a los incrementos generalizados de las tasas de interés internacionales y, en menor medida, a los mayores saldos de la deuda externa.

El incremento en los ingresos netos por transferencias corrientes fue otro factor que contribuyó a la reducción del déficit corriente. En gran parte esto obedeció a las mayores remesas de trabajadores que durante 2023 ascendieron a USD 10.091 m, con un incremento anual del 7% (USD 662 m). Estos ingresos, provenientes en su mayor parte de los Estados Unidos y España, fueron equivalentes al 2,8% del PIB a septiembre y al 11,1% de los ingresos corrientes de la balanza de pagos.

La cuenta financiera registró en 2023 entradas netas de capital por una suma equivalente al 2,4% del PIB 8.880 m. Entre ellas se destacan los recursos recibidos por concepto de IED por un monto de USD 17.446 m (4,8% del PIB). Estas inversiones se orientaron a la mayoría de las actividades económicas, especialmente en las actividades de explotación de minas y canteras e industria manufacturera. Entre los créditos externos y otros flujos de capital, se destacan los desembolsos netos recibidos por el sector privado (USD 2.216 m) y por el sector público (USD 2.173 m). Por su parte, se registraron desinversiones extranjeras de cartera por USD 1.117 m, como resultado de ventas netas de títulos de renta fija en el mercado local por parte de no residentes, que se compensaron parcialmente por colocaciones de títulos de deuda de largo plazo en los mercados internacionales. Finalmente, se presentaron salidas de capital para constituir activos financieros en el exterior por un monto estimado de USD 13.718 m, correspondientes a inversiones de cartera en el exterior y a otros activos realizadas principalmente por entidades del sector financiero y del sector real.

1 Nótese que el valor nominal de las exportaciones en dólares se redujo en 2023, pero su valor real en pesos aumentó, según se registra en las cuentas nacionales. Esta aparente contradicción se explica porque la caída del valor nominal de las exportaciones obedeció a una reducción de sus precios de venta en el exterior, pero los volúmenes exportados sí aumentaron.

Para 2024 el equipo técnico del Banco de la República proyecta un déficit en la cuenta corriente cercano al 3% del PIB, en un entorno de bajo crecimiento de la economía y de una recuperación moderada de la demanda interna. El país mantendría el acceso al financiamiento externo en un contexto de tasas de interés internacionales que continuarían altas durante la primera mitad del año y de una prima de riesgo colombiana superior a su promedio histórico.

6. Finanzas públicas

Según el *Plan Financiero* para 2024 presentado por el Ministerio de Hacienda, el déficit del Gobierno General (GG) se redujo desde el 6,5% del PIB en 2022 al 2,5% en 2023. Esta importante corrección fue posible gracias al ajuste realizado en la mayoría de los componentes de este nivel de gobierno, en particular, en el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC) y en el Gobierno Nacional Central (GNC). En cuanto al FEPC, que se incluye en el rubro *resto del nivel central*, se destaca el superávit del 0,4% del PIB que este Fondo obtuvo en 2023, frente al déficit del 1,3% registrado un año atrás. La corrección de este desbalance se logró como resultado de los recursos transferidos por la Nación para saldar las obligaciones pendientes con Ecopetrol y otras empresas del sector, y los ajustes graduales y progresivos en el precio de la gasolina que el GNC decretó desde finales de 2022, para prevenir que este déficit continuara aumentando.

Por su parte, el GNC logró un ajuste sustancial de sus finanzas en 2023 como resultado del incremento del recaudo, derivado de las reformas tributarias de 2021 y 2022, así como de los mayores ingresos petroleros, del aumento de los dividendos de Ecopetrol y del incremento de las utilidades del Banco de la República. De esta forma, el GNC logró reducir su déficit del 5,3% del PIB en 2022 al 4,2% en 2023. Esto se reflejó en una reducción de su deuda en algo más de 5 puntos del PIB, al ubicarse en 52,8% del PIB, por debajo del ancla del 55% que establece la regla fiscal. En 2023 el gasto total del GNC alcanzó el 23,0% del PIB, que se distribuyó entre pagos de intereses por 3,9% del PIB, pagos por parte de la Nación para cubrir la posición neta del FEPC por 1,7% del PIB, y un gasto primario sin FEPC que alcanzó un 17,4% del PIB.

Para 2024 se proyecta una ampliación de los déficit total y primario del GNC, a niveles del 5,3% y el 0,9% del PIB, respectivamente. Los ingresos tributarios de la nación aumentarían del 16,6% del PIB en 2023 al 17,3% en 2024, alcanzando un máximo histórico. Esto se lograría como resultado de los mayores ingresos de la reforma tributaria aprobada en 2022; el control de la evasión y elusión fiscal de la DIAN, y los procesos de arbitramento en litigios. Con respecto a estos últimos, el Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF) advirtió sobre los riesgos y la incertidumbre a los que están sujetos. Por su parte, los gastos totales aumentarían 1,4 puntos del PIB, hasta un nivel del 24,4% del PIB en 2024, y el gasto primario llegaría al 19,9% del PIB, con un aumento de 0,8 puntos del PIB frente a 2023. El mayor déficit previsto se reflejaría en un aumento de la deuda neta del GNC, la cual alcanzaría el 57,0% del PIB al cierre de 2024.

7. Reservas internacionales

Las reservas internacionales netas a finales de 2023 totalizaron USD 59.608,3 m, lo que significa un incremento de USD 2.339 m durante el año. El principal factor que explica este aumento corresponde a la causación de intereses recibidos por las inversiones. El rendimiento de las reservas internacionales durante 2023, excluyendo el componente cambiario, fue del 4% (USD 2.355 m). A su vez, en los últimos meses del año se presentó un aumento en los precios de las inversiones ante la reducción de las tasas de interés de corto y mediano plazos de los principales mercados en

los que se invierten las reservas internacionales. Este efecto de valoración se presenta porque existe una relación inversa entre el precio de los bonos y las tasas de interés, es decir, el precio de los bonos aumenta a medida que las tasas de interés disminuyen.

Los indicadores que evalúan las reservas internacionales sugieren que su nivel es adecuado. Un indicador ampliamente utilizado internacionalmente para medir el nivel adecuado de reservas internacionales es la métrica propuesta por el FMI². Este criterio establece que las reservas deben cubrir los principales riesgos de la balanza de pagos en periodos de presión en el mercado cambiario. De acuerdo con el FMI, este indicador busca cubrir riesgos asociados con una pérdida de acceso al financiamiento externo, una pérdida de confianza en la moneda local, una reversión de los flujos de capital, y un posible colapso de la demanda externa. Se considera que una economía mantiene niveles adecuados de reservas si la razón entre las reservas y un indicador que se denomina ARA se ubica entre 1,0 y 1,5. Con cifras a diciembre de 2023, la razón entre las reservas y el ARA del FMI calculado para Colombia se ubicaba en 1,25. Otros indicadores usados para evaluar el nivel de suficiencia de las reservas internacionales incluyen las razones de reservas internacionales con respecto a importaciones, agregados monetarios, a la suma de deuda externa de corto plazo y al déficit en la cuenta corriente. En el caso colombiano, a diciembre de 2023 todos estos indicadores sugieren que el nivel de reservas se encuentra en niveles adecuados.

8. Utilidades del Banco de la República

Al cierre de 2023, la utilidad del Banco fue históricamente alta y ascendió a COP 9.226 mm, como resultado de ingresos por COP 14.798 mm y de egresos por COP 5.572 mm. El récord histórico se explicó por el nivel extraordinario de los ingresos del Banco, a pesar de que los egresos también alcanzaron sus registros máximos en 2023. Frente a lo observado en 2022, la utilidad fue superior en COP 7.720 mm debido al incremento anual de los ingresos, que superó ampliamente el aumento de los egresos durante el año.

Los ingresos observados en 2023 fueron superiores en COP 10.350 mm a los de 2022 debido, principalmente, al rendimiento de las reservas internacionales. Por su parte, los egresos fueron mayores en COP 2.630 mm a los del año anterior, fundamentalmente por el incremento de la remuneración de los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco, dados los aumentos en la tasa de interés de política monetaria y saldos promedio más altos. Para el ejercicio de 2024 se proyecta una utilidad de COP 10.345 mm, superior a la observada para 2023. Este resultado sería producto de ingresos por COP 15.620 mm y egresos por COP 5.275 mm.

2 Metodología denominada *assessing reserve adequacy* (ARA).

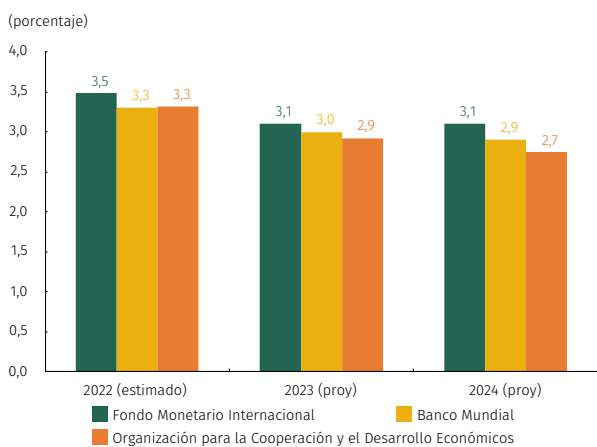
02/ Entorno macroeconómico

2.1 Evolución y perspectivas del entorno macroeconómico internacional

En 2023 la actividad económica global se desaceleró luego del fuerte repunte que tuvo durante los dos años posteriores a la pandemia. El menor crecimiento se dio en medio de una política monetaria contractiva, ajustes fiscales en varios países, la moderación del consumo privado y la elevada incertidumbre internacional. Para 2023 organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI)¹ y el Banco Mundial² estiman que el crecimiento económico global habría sido del 3,1% y 3,0%, respectivamente (Gráfico 2.1). Estas cifras representan una desaceleración frente al crecimiento del 3,5% en 2022 (según estimaciones del FMI), pero incluyen una revisión al alza frente a las proyecciones de comienzos del año³. Lo anterior ocurrió en medio de la resiliencia del consumo privado en los Estados Unidos ante el ajuste de su política monetaria y la eliminación de las restricciones por el covid-19 a principios del año en China. Esto fue parcialmente compensado por la fuerte desaceleración en Europa luego de la crisis energética de 2022, la cual llevó a leves recesiones técnicas en la zona del euro y el Reino Unido. A eso se suma la persistencia de la elevada incertidumbre mundial luego de la invasión de Rusia a Ucrania iniciada en 2022, el bajo crecimiento del comercio internacional, las tensiones comerciales, sociales y bélicas ocurridas en el transcurso del año y el retiro gradual del apoyo fiscal en varias economías, en particular en la zona del euro, luego de las medidas adoptadas en el contexto de la pandemia y el aumento en el precio de los combustibles y la energía en 2022. Para 2024 se espera que continúe la desaceleración del crecimiento mundial, en medio de los impactos rezagados y continuos de políticas monetarias restrictivas sobre la actividad económica mundial, una inflación que se mantendría por encima del objetivo en algunas economías avanzadas, el bajo crecimiento del comercio global, la continuación de los conflictos bélicos y comerciales, la persistencia de los problemas estructurales de la economía china, además de eventos climáticos adversos.

La desaceleración de la demanda mundial y una mayor disponibilidad global de petróleo contribuyeron a la reducción del precio de este bien en 2023, el cual, sin embargo, continuó por encima de lo registrado antes de la pandemia. En 2023 el precio para la referencia Brent disminuyó cerca del 17% frente a 2022 y se ubicó, en promedio, alrededor de USD 82 por barril (bl, Gráfico 2.2). La moderación en la cotización internacional del petróleo se debe, en parte, al aumento en la producción

Gráfico 2.1
Crecimiento económico mundial (variación anual)



proy.: proyectado.
Fuentes: Fondo Monetario Internacional (enero 2024), Banco Mundial (enero 2024), Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (noviembre 2023).

Gráfico 2.2
Precio internacional del petróleo



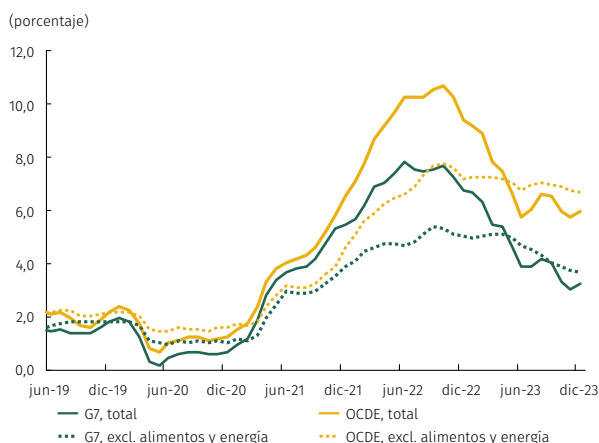
Fuente: Bloomberg.

- 1 IMF, *World Economic Outlook Update*, enero de 2024.
- 2 World Bank. 2024. *Global Economic Prospects*, enero, Washington, D. C.
- 3 En enero de 2023 el FMI proyectaba un crecimiento del 2,9% para 2023, mientras que el Banco Mundial pronosticaba un 2,2%.

de naciones por fuera de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+), entre los que se destaca Estados Unidos, Brasil y Guyana. A lo anterior se sumó el incremento en la producción de Irán y el redireccionamiento del petróleo ruso hacia el continente asiático. Adicionalmente, el abastecimiento de gas natural en Europa por encima de los máximos históricos, la moderación en la demanda por algunos derivados de petróleo, junto con los temores asociados con una débil actividad económica en China, contribuyeron en la reducción de los precios. Dicha disminución de precios estuvo limitada, en parte, por los recortes de la extracción de petróleo por el lado de la OPEP+, el incremento en el consumo de petróleo en India y los temores asociados con la interrupción en el transporte global de petróleo debido a las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente y al conflicto entre Rusia y Ucrania. Para 2024 la Administración de Información de Energía de los Estados Unidos, en su informe de febrero, proyectó un precio promedio cercano a los USD82 bl, en un entorno de alta incertidumbre.

Los menores precios internacionales de la energía y los alimentos, la desaceleración de la actividad económica global, una política monetaria que se mantuvo contractiva a nivel mundial, una consolidación fiscal en varios países y la normalización de las cadenas globales de suministro permitieron que, en la mayoría de economías, la inflación total y básica registraran moderaciones a lo largo de 2023. En diciembre de 2023, la inflación total interanual de los miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) se ubicó en el 6,0%, luego del nivel máximo del 10,7% observado en octubre de 2022. Por su parte, la inflación básica se ubicó al terminar 2023 en un 6,7%, ligeramente inferior al pico del 7,7% de octubre de 2022 (Gráfico 2.3). En varios de esos países la menor reducción de la inflación básica se dio en un entorno de unos aumentos altos y persistentes en los precios de los servicios, de un mercado laboral fuerte, de un crecimiento salarial superior a la inflación observada y de un cambio en los patrones de demanda de los consumidores desde los bienes hacia los servicios. En cuanto a América Latina, en donde el ciclo de endurecimiento de la política monetaria inició antes que en las economías avanzadas, se observaron inflaciones cercanas a su meta en algunos países. En particular, para diciembre de 2023 la inflación total en Brasil (4,6%) y Chile (3,9%) se ubicó dentro del rango meta, mientras que en México (4,7%) y Perú (3,2%) se situó a menos de un punto porcentual de la meta⁴ (Gráfico 2.4, panel B). Según el Fondo Monetario Internacional y la OCDE, la reducción de la inflación total continuaría en 2024, pero esta se mantendría por encima del objetivo de los bancos centrales de algunas economías avanzadas. No obstante, se resalta que la incertidumbre sigue siendo elevada, asociada con choques geopolíticos y comerciales que podrían aumentar los precios de las materias primas y generar disrupciones en la oferta.

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

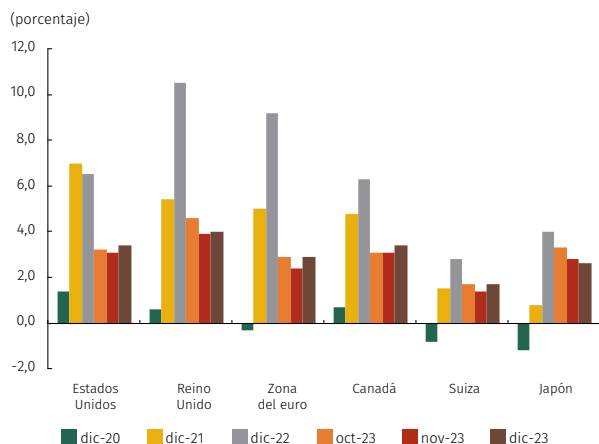


Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

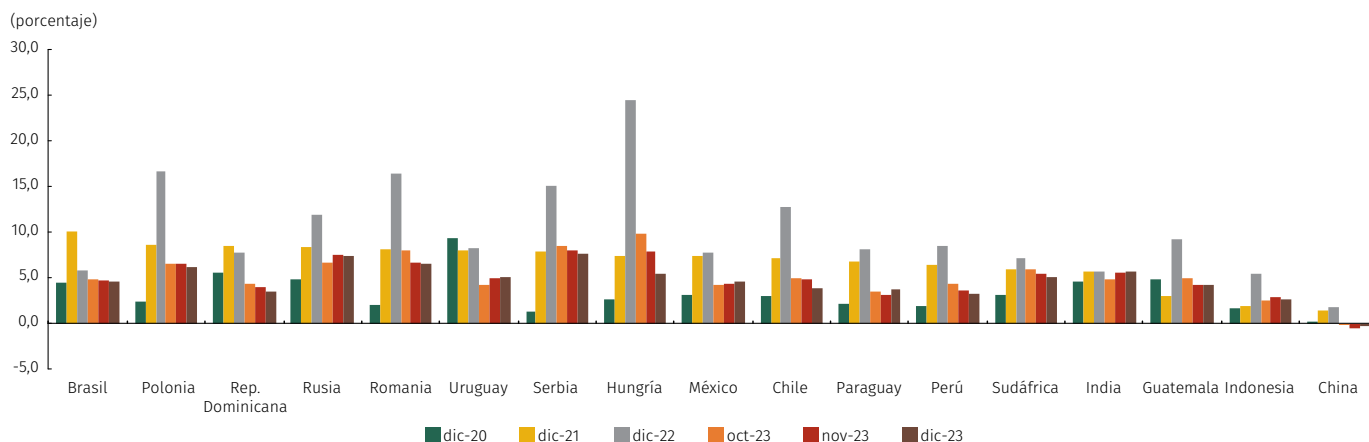
4 En contraste, otras economías emergentes como Argentina (211,4%), Venezuela (189,8%) y Turquía (64,8%) continuaron presentando niveles elevados de inflación a diciembre de 2023.

Gráfico 2.4
Inflación total al consumidor

A. Algunas economías avanzadas



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



Fuente: Bloomberg.

El proceso de endurecimiento de la política monetaria continuó a lo largo de 2023 en la mayoría de las economías avanzadas con un ciclo de aumentos que culminó en el segundo semestre del año. En 2024 las tasas de interés en estos países se mantendrían elevadas y las reducciones comenzarían hacia la segunda mitad del año. Durante 2023 la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) continuó con el proceso de endurecimiento de su política monetaria iniciado en marzo de 2022 y la tasa de los fondos federales aumentó del 4,25% al 4,50% a finales de 2022 hasta alcanzar del 5,25% al 5,50% en julio, rango en el cual se encuentra en la actualidad. Lo anterior ocurrió en medio de un contexto de fortaleza de la actividad económica, moderación de los niveles de inflación, un mercado laboral que se mantuvo fuerte y algunas preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal del país. Hacia adelante, las perspectivas de la Fed señalan que esta tasa de interés permanecería en niveles elevados hasta que los datos indiquen que la trayectoria de la inflación es consistente con su meta del 2%. De tal forma, las proyecciones más recientes del Comité Federal de

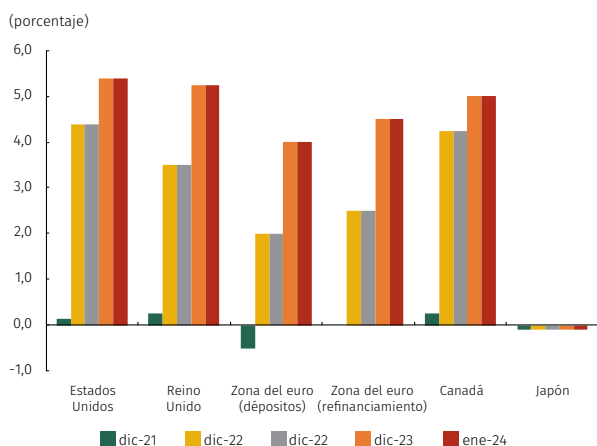
Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) no contemplan reducciones de tasa de interés en la primera mitad de 2024, si bien el mercado de futuros sí las sugiere. Durante 2023 otros bancos centrales de economías avanzadas también mantuvieron un proceso de endurecimiento de la política monetaria. Así, el banco central de Canadá fijó su tasa en 5,0% en la reunión de julio, el Banco de Inglaterra la ubicó en 5,25% en su reunión de agosto, mientras que el Banco Central Europeo la llevó al 4,5%⁵ en su reunión de septiembre (Gráfico 2.5, panel A). Se espera que estas economías avanzadas empiecen a reducir sus tasas de interés de política en la segunda mitad de 2024, en la medida en que sus niveles de inflación observados y esperados se acerquen a sus metas.

En la segunda mitad de 2023 varios países de América Latina empezaron a reducir su tasa de interés de política monetaria, en un entorno de una disminución significativa de la inflación y sus expectativas (Gráfico 2.5, panel B). En países como Perú, Paraguay, Brasil, Uruguay y Chile, en donde la inflación tuvo

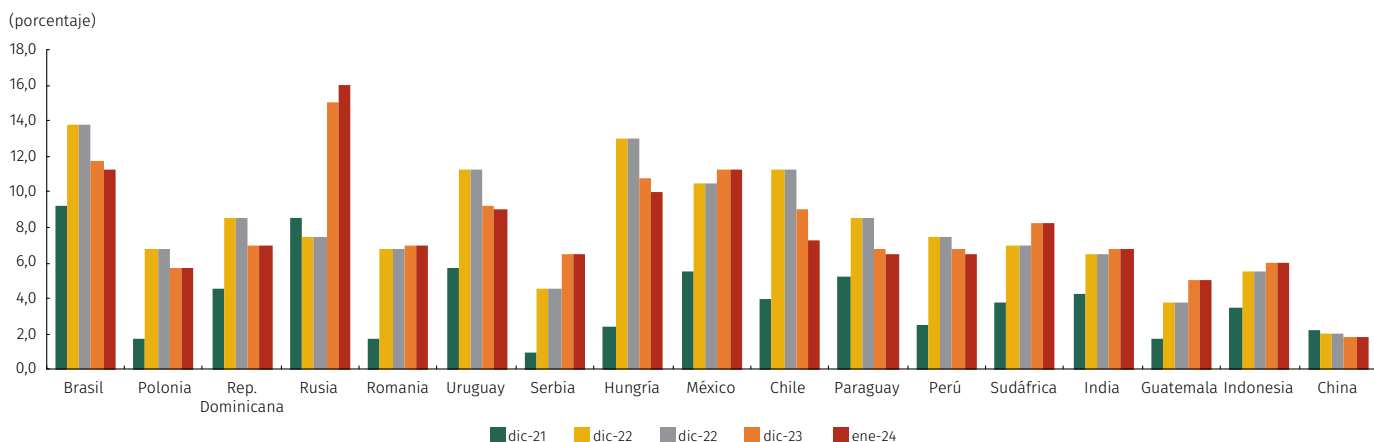
5 Se refiere a la tasa para las principales operaciones de refinanciamiento (MRO). A su vez, a enero de 2024 la tasa de facilidad de depósito (DFR) se ubica en el 4,0%.

Gráfico 2.5
Tasa de interés de política monetaria en algunas economías

A. Algunas economías avanzadas

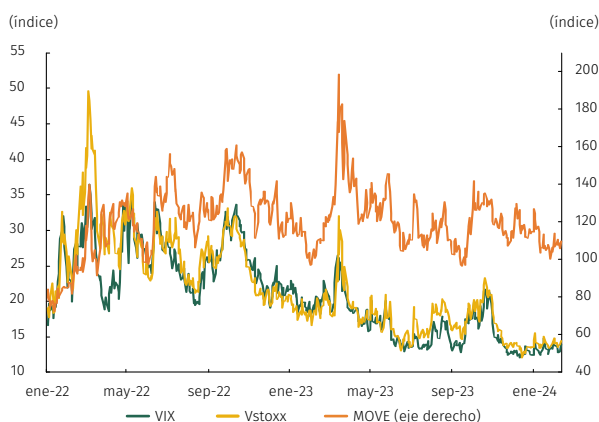


B. Algunas economías emergentes y de la región



Fuente: Bloomberg.

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



Fuentes: Bloomberg y Data License.

una reducción significativa, las tasas de interés de política disminuyeron durante 2023. Así, en enero de 2024 las tasas de interés en estos países fueron inferiores en 125 puntos básicos (pb) en Perú, 200 pb en Paraguay y Brasil, 225 pb en Uruguay y 300 pb en Chile, frente a sus tasas de interés máximas observadas. Este comportamiento también se registró en otras economías emergentes como República Dominicana (75 pb), Polonia (100 pb) y Hungría (300 pb). En Colombia la reducción de la tasa de interés de política inició en diciembre de 2023 y ha sido menor (50 pb) que en otros países. Lo anterior, en un entorno de inflación que, si bien se redujo durante el año, se mantuvo hasta noviembre en niveles de dos dígitos, muy por encima de la meta del 3%. Por otro lado, en China, donde la inflación ha estado cercana a cero, el banco central ha relajado ligeramente su política monetaria, mientras que otras economías emergentes como Rumania, Serbia, México, Sudáfrica, India y Guatemala no han iniciado su proceso de relajación monetaria, pero se contempla que comience en la primera mitad de 2024.

Durante la mayor parte de 2023 la dinámica de los mercados financieros internacionales estuvo marcada por una inflación global decreciente, en un entorno de incrementos de las tasas de interés de política monetaria en economías avanzadas y algunos eventos puntuales que afectaron la percepción de riesgo⁶. Los bancos centrales de las principales economías avanzadas emprendieron aumentos de sus tasas de interés de política superiores a los que descontaban los analistas a inicios del año. A comienzos de año los mercados preveían la ocurrencia de una recesión en las economías avanzadas, la cual no se materializó. En este contexto, los indicadores globales de percepción de riesgo presentaron un buen desempeño, pese a la ocurrencia de algunos eventos puntuales de menor demanda por activos riesgosos durante el año⁷ (Gráfico 2.6).

6 Activos riesgosos hace referencia a, por ejemplo, acciones, títulos de deuda sin grado de inversión y activos de economías emergentes.

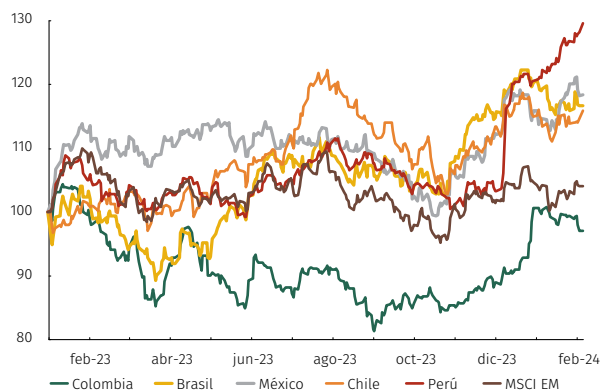
7 Dentro de estos se destacó la crisis de algunos bancos regionales en los Estados Unidos, la quiebra de Credit Suisse en Europa, y la incertidumbre fiscal de los Estados Unidos durante el tercer trimestre.

Las tasas de interés de los títulos de deuda pública presentaron una alta volatilidad a nivel global. Durante buena parte de 2023, estas tasas de interés estuvieron presionadas al alza ante un endurecimiento de la política monetaria mayor al que descontaba el mercado y ante la incertidumbre fiscal en los Estados Unidos. Esta tendencia se revirtió durante el último trimestre ante la expectativa del fin del ciclo de aumentos de la tasa de interés de política, y el pronto inicio de potenciales recortes de aquella, así como ante mejoras en el entorno fiscal estadounidense. Durante lo corrido de 2024 estos títulos han vuelto a desvalorizarse ante el menor optimismo del mercado frente al ritmo de recortes de las tasas de interés de política monetaria en estos países.

Los activos riesgosos internacionales, como las acciones y los activos de economías emergentes, registraron un buen comportamiento, especialmente durante el último trimestre de 2023, ante el mejor desempeño de la actividad económica global frente a lo que se esperaba a inicios del año. En línea con la demanda favorable por riesgo a nivel global, evidenciada durante buena parte del año, tanto la mayoría de los índices bursátiles como los activos de economías emergentes tuvieron un buen desempeño (Gráfico 2.7). Dentro de estos se cuentan, además de los índices bursátiles, los títulos de renta fija y las tasas de cambio. Adicionalmente, la renta fija se vio favorecida por la consolidación a la baja de las sendas de inflación, permitiendo que la mayoría de los bancos centrales de estas economías comenzara su ciclo de recortes de tasa de interés de política monetaria.

Gráfico 2.7
Índices bursátiles en algunas economías emergentes

(Índice; 31 de diciembre de 2022 = 100)



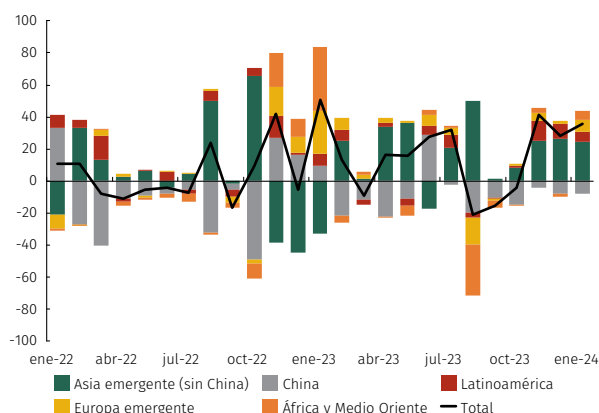
Fuentes: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

Al cierre del año el dólar se debilitó, afectado por las expectativas de una política monetaria menos restrictiva en ese país. Con esto, el dólar (medido por el índice DXY⁸) disminuyó 2,1% frente al cierre de 2022. En lo corrido de 2024 el dólar se ha fortalecido ante las expectativas de que la Fed retrasará el posible recorte de su tasa de interés. Durante 2023 el dólar presentó leves variaciones sin una tendencia clara, guiado por cambios en las expectativas de la magnitud del ajuste monetario por parte de la Fed ante la divulgación de cifras económicas mixtas en los Estados Unidos, junto con algunos eventos puntuales que generaron una menor demanda por activos riesgosos durante periodos particulares. En este contexto, algunas monedas de las economías avanzadas se apreciaron (libra esterlina y euro) soportadas por las expectativas de una política monetaria contractiva por un periodo prolongado por parte de los bancos centrales de estos países (Reino Unido y eurozona). Por su parte, el comportamiento de las divisas emergentes respondió principalmente a algunos factores idiosincrásicos, a un contexto externo más favorable para estas economías, pero en algunos casos estuvo contrarrestado por las preocupaciones por la recuperación económica de China.

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

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

(miles de millones de dólares)



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

En este contexto se evidenció un endurecimiento de las condiciones financieras internacionales⁹ durante buena parte de 2023, comportamiento que se revirtió durante el último trimestre del año, especialmente en los Estados Unidos. En las economías avanzadas este comportamiento estuvo en línea con los incrementos de las tasas de interés de los títulos de deuda pública. En los Estados Unidos se destaca que las condiciones financieras resultaron más favorables al cierre de 2023 frente a lo observado al comienzo del año, dada la fuerte corrección registrada en el último trimestre. Esta corrección fue acorde con el buen desempeño de los títulos de renta fija y de los índices bursátiles, así como con la debilidad del dólar a nivel global.

Durante 2023 se observaron entradas netas de inversión extranjera de portafolio hacia economías emergentes por un monto mayor al observado en 2022. De acuerdo con cifras preliminares publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por su sigla en inglés), en 2023 se observaron entradas netas de USD 177 miles de millones (mm)¹⁰, de las cuales USD 137 mm y USD 40 mm se dirigieron a los mercados de deuda y accionarios, respectivamente (Gráfico 2.8). El comportamiento general se explicó por entradas a países emergentes (sin China), frente a persistentes salidas de este país. En el caso de América Latina, en 2023 los flujos de capital de portafolio presentaron entradas netas por un total de USD 42 mm, de las cuales USD 37 mm y USD 5 mm se dieron a los mercados de deuda y accionarios, respectivamente.

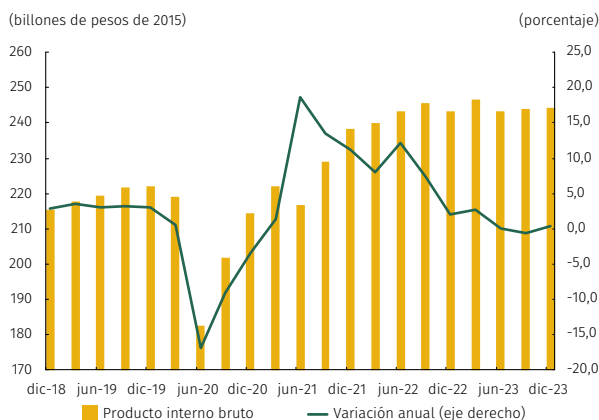
2.2 Evolución y perspectivas de la actividad económica y el mercado laboral

2.2.1 Actividad económica

Después del muy buen desempeño del PIB en 2021 y 2022, durante 2023 la economía colombiana inició un proceso de ajuste hacia niveles más sostenibles en el largo plazo, lo que implicó una moderación de su crecimiento. La economía colombiana se expandió 0,6% en todo 2023, y aunque la expansión anual fue baja, el PIB en términos reales se mantuvo en niveles relativamente altos, situándose en un 11% por encima de lo registrado antes de la pandemia en 2019. El crecimiento anual por trimestres se fue desacelerando en la medida en que avanzaba el año, llegando incluso a registrar una ligera contracción anual durante el tercer trimestre (Gráfico 2.9).

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

(billones de pesos de 2015)



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

9 Las condiciones financieras se pueden interpretar como el mecanismo a través del cual la postura de la política monetaria de los bancos centrales se transmite a los mercados financieros. Este indicador suele estimarse como un promedio ponderado de tasas de interés libres de riesgo, tasa de cambio, valoraciones del mercado accionario y *spreads* crediticios. Las ponderaciones corresponden al impacto que tiene cada variable sobre el PIB. De esta manera, un endurecimiento de las condiciones financieras está asociado con un aumento de las tasas de interés, una apreciación de la tasa de cambio, unas desvalorizaciones del mercado accionario, un aumento de los *spreads* crediticios, o varias de estas al mismo tiempo.

10 De las cuales USD 137 mm corresponden a entradas al mercado de renta fija y USD 40 mm a entradas al mercado de renta variable.

El menor ritmo de crecimiento se dio en un contexto de bajos niveles de confianza de los consumidores y de las empresas, una inflación alta y superior a la meta, y una postura de política monetaria que se mantuvo en terreno contractivo, la cual se tradujo en una menor dinámica del crédito. Cabe señalar que la moderación en el crecimiento de la economía colombiana en 2023 era una condición requerida para facilitar el descenso gradual de la inflación que se observó durante dicho año y su convergencia a la meta¹¹.

Por el lado de la demanda interna, la inversión presentó la mayor caída en términos reales, y el consumo privado mostró una desaceleración importante. Después de registrar una expansión significativa en 2022 (10,2%), en 2023 el gasto interno total tuvo una corrección importante (con una variación anual del -3,8%) hacia niveles más compatibles con la capacidad productiva de la economía (Cuadro 2.1). La formación bruta de capital registró un retroceso del 24,8%, aun cuando la inversión fija (la cual excluye la variación de inventarios y la discrepancia estadística) presentó una caída considerablemente menor (-8,9%). El fuerte descenso de la inversión total obedeció, en parte, a una reducción importante en la variación de inventarios, principalmente en sectores como el manufacturero y el de la construcción, caso que se explica por la terminación de obras en curso, en particular en el

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

	2022	2023				2024
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
Gasto de consumo final	8,9	2,7	0,8	0,5	0,4	1,1
Gasto de consumo final de los hogares	10,7	3,4	0,8	0,2	0,2	1,1
Bienes no durables	8,5	2,9	1,1	1,4	0,3	1,4
Bienes semidurables	21,0	-4,2	-7,4	-6,7	-4,0	-5,6
Bienes durables	16,8	-8,1	-14,3	-13,7	-4,7	-10,3
Servicios	10,8	6,3	3,4	1,4	1,4	3,1
Gasto de consumo final del gobierno general	0,8	-1,1	0,5	2,9	1,5	0,9
Formación bruta de capital	16,0	-9,9	-28,3	-33,7	-28,0	-24,8
Formación bruta de capital fijo	11,5	-2,7	-6,4	-10,8	-15,6	-8,9
Vivienda	2,0	11,3	-0,9	-3,7	-10,6	-1,2
Otros edificios y estructuras	-4,2	-4,2	-5,3	-10,6	0,7	-4,9
Maquinaria y equipo	30,3	-8,4	-14,4	-16,0	-26,2	-16,2
Recursos biológicos cultivados	-12,5	2,3	6,5	6,4	3,5	4,6
Productos de propiedad intelectual	8,9	0,6	1,6	-1,0	1,0	0,6
Demanda interna	10,2	-0,1	-4,3	-6,6	-4,2	-3,8
Exportaciones	12,3	3,3	2,7	-0,3	7,0	3,1
Importaciones	23,6	-7,9	-14,5	-23,1	-12,8	-14,7
PIB	7,3	2,8	0,0	-0,6	0,3	0,6

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

11 En el *Informe de Política Monetaria* de julio de 2022 el equipo técnico ya proyectaba una desaceleración de la actividad económica, con un crecimiento estimado del 1,1% para todo 2023. Acorde con la *Encuesta mensual de expectativas* de analistas económicos (EME) del Banco de la República, correspondiente a julio de 2022, la mediana de las expectativas se ubicaba en un 3,1%.

segmento de vivienda¹². Por otro lado, la expansión del consumo privado se moderó a una tasa del 1,1%, muy inferior a la observada en 2022 (10,7%). Este ajuste se dio en un contexto de condiciones monetarias y financieras restrictivas, siendo notablemente más acentuado en el consumo de bienes que en el de servicios. Finalmente, el consumo público creció a una tasa del 0,9% que, aunque similar a la tasa registrada en 2022, fue inferior a la observada en los años previos a la pandemia.

En los años posteriores a la pandemia, los diferentes componentes de la inversión han tenido un comportamiento heterogéneo. En el caso de la inversión en maquinaria y equipo, en 2022 se observó un crecimiento considerable que la llevó a registrar niveles máximos históricos muy superiores a los de la prepandemia (alrededor del 58,4% por encima del promedio alcanzado entre 2016 y 2019). De tal forma, el ajuste observado en 2023, con una variación anual del -16,2%, sucedió sobre una base de comparación muy alta, lo que permitió que el nivel se mantuviera un 32,8% por encima de lo observado antes de la pandemia. Por su parte, la inversión en vivienda durante 2021 se recuperó parcialmente del choque de la pandemia, pero en 2023 presentó una caída anual del 1,2%. El peor desempeño en estos años se ha dado por el lado de la inversión en otros edificios y estructuras, que está constituido en mayor parte por obras civiles. En este caso, los niveles se han mantenido muy bajos con respecto a lo registrado en los años anteriores a la pandemia, y en 2023 se observó un nuevo retroceso del 4,9%. Este pobre desempeño coincide con la finalización de los proyectos viales de cuarta generación (4G) y un muy lento comienzo de los proyectos viales de quinta generación (5G) y de las obras contempladas por los gobiernos locales y regionales. Lo anterior explica que este segmento de la inversión en 2023 se haya situado un 36,3% por debajo de los niveles promedio observados previos a la pandemia. La caída de la inversión, especialmente en lo que corresponde a infraestructura, reduce el crecimiento potencial de la economía en el mediano y largo plazos.

La corrección de la demanda interna permitió la reducción de los excesos de capacidad productiva. Una economía que opera por encima de su capacidad productiva (brecha del producto positiva) se caracteriza por tener una demanda agregada inicial que 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. En este sentido, la moderación del crecimiento de la economía que se dio en 2023, resultado de una contracción necesaria de la demanda interna y en un entorno de unas condiciones financieras internas y externas apretadas, permitió una importante disminución de los amplios excesos de demanda generados durante los dos años anteriores. Esto, a su vez, contribuyó a la reducción de la inflación total y básica en el segundo semestre de 2023.

La moderación de la demanda interna, tanto privada como pública, permitió una corrección del desbalance externo medido en pesos y en dólares. A esta desaceleración del consumo privado se sumó una reducción del déficit fiscal del Gobierno General (como se señala en la sección 2.3 de este *Informe*), lo que hizo posible una reducción del déficit en la cuenta corriente como porcentaje del PIB y, en particular, de la balanza comercial medida tanto en dólares (sección 5.1 de este *Informe*) como en pesos. Para este último caso, el ajuste principal provino de una caída anual del 14,7% de las importaciones reales, después de que estas habían alcanzado en 2022 niveles históricamente altos. A la contracción del desbalance externo también contribuyó el aumento de las exportaciones reales, que se expandieron un 3,1%, sobre todo jalonadas por el dinamismo de las ventas externas de manufacturas y de

12 De acuerdo con la metodología de cuentas nacionales del DANE, la inversión en vivienda registra, principalmente, la dinámica de las edificaciones residenciales terminadas, mientras que las obras en proceso se registran como parte de los inventarios. Desde el punto de vista de la producción, el valor agregado de la construcción recoge todo el proceso productivo de las edificaciones (residenciales y no residenciales), descontando la estimación del consumo intermedio.

servicios. De esta manera, durante 2023 el déficit comercial externo del país, medido en pesos constantes, disminuyó notablemente frente al observado en 2022, año en el cual se alcanzó un valor máximo en la historia reciente.

Por el lado de la oferta, en 2023 se destaca el desempeño de las actividades primarias y terciarias, las cuales crecieron 2,1% y 1,6%, respectivamente. El buen dinamismo observado en las actividades primarias se explicó, en mayor medida, por el aumento en la extracción de petróleo y carbón, así como por la recuperación en la producción de cultivos agrícolas diferentes a café. En el caso de las actividades terciarias, se destaca el sólido crecimiento del sector artístico y de entretenimiento (7,0%), jalonado en especial por el auge de los juegos operados en línea, las apuestas deportivas y la realización de conciertos masivos. Las actividades financieras y de seguros, junto con los servicios de administración pública, salud y educación, también registraron tasas de expansión altas (7,9% y 3,9%, respectivamente), superiores a las observadas en 2022 (Cuadro 2.2). En contraste, las ramas secundarias registraron un retroceso anual en sus niveles (-3,7%), dada la caída de la industria manufacturera (-3,5%), principalmente por las industrias sin refinación de petróleo, y los bajos niveles que continúa exhibiendo el sector de la construcción (-4,2%), explicados en particular por el mal desempeño de las obras civiles.

En 2024 la economía colombiana continuaría mostrando tasas bajas de crecimiento, pero siguiendo una senda de recuperación gradual que debería ser compatible con la estabilidad macroeconómica de largo plazo y con un crecimiento a partir de 2025 cercano al potencial. Los pronósticos del equipo técnico del Banco de

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

	2022	2023				2024
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	-0,8	0,6	-1,5	2,1	5,9	1,8
Explotación de minas y canteras	1,3	4,2	2,7	2,9	0,7	2,6
Industria manufacturera	9,5	0,8	-3,8	-6,3	-4,8	-3,5
Electricidad, gas y agua	4,6	1,6	1,3	2,3	3,0	2,1
Construcción	6,8	-3,2	-3,9	-7,5	-1,8	-4,2
Edificaciones	12,3	1,9	2,8	-4,7	-0,4	-0,1
Obras civiles	-4,3	-14,8	-16,3	-14,2	-2,6	-12,3
Actividades especializadas para la construcción	9,7	-2,4	-2,9	-6,4	-1,6	-3,4
Comercio, reparación, transporte y alojamiento	10,7	0,0	-4,1	-5,0	-2,2	-2,8
Información y comunicaciones	12,4	2,2	0,9	-1,0	3,4	1,4
Actividades financieras y de seguros	6,6	22,7	3,7	1,9	5,5	7,9
Actividades inmobiliarias	1,9	1,9	1,8	1,7	2,0	1,9
Actividades profesionales, científicas y técnicas	7,2	1,6	-0,4	-0,9	0,4	0,2
Administración pública y defensa, educación y salud	1,0	1,6	4,1	5,3	4,6	3,9
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación	32,3	17,4	11,5	4,1	-3,1	7,0
Subtotal valor agregado	6,4	2,7	-0,1	-0,5	0,4	0,6
Impuestos menos subsidios	15,8	4,2	0,9	-2,5	-0,7	0,4
PIB	7,3	2,8	0,0	-0,6	0,3	0,6

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

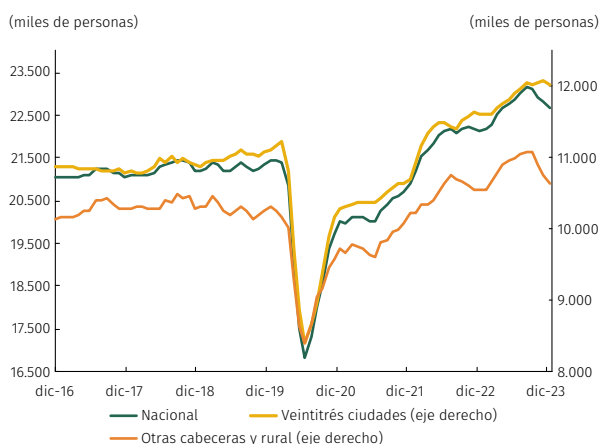
la República apuntan a un crecimiento nuevamente modesto para 2024, el cual se daría en un contexto de una disminución gradual de las tasas de interés externas, una postura de la política monetaria que, a pesar de un previsible relajamiento, se mantendría en terreno contractivo, compatible con la convergencia de la inflación a su meta, y unos niveles de confianza de consumidores y empresarios que se mantendrían bajos. Por el lado del consumo se espera un bajo dinamismo, que obedecería a la consolidación de la recuperación del ahorro de los hogares y a un escaso aumento de su ingreso real disponible por cuenta del aumento esperado en algunos precios regulados y del incremento en el impuesto de renta. Por el lado de la inversión tampoco se espera un impulso relevante, dada la menor dinámica proyectada para la construcción de vivienda, las obras civiles y la inversión pública en general, sobre todo en la primera mitad del año. En 2025 el equipo técnico considera que la economía retornaría a tasas de crecimiento mayores y cerraría ese año con una expansión superior al 3%; ello, gracias a una eventual recuperación de la demanda externa y a un relajamiento de las condiciones de financiamiento externas e internas, entre otras razones. De esta manera, la economía estaría retomando una senda de crecimiento más equilibrada y compatible con la de su capacidad productiva y con la estabilidad de precios. Estos pronósticos enfrentan un alto grado de incertidumbre por factores externos (tensiones políticas globales y condiciones financieras internacionales) e internos (incertidumbre sobre la evolución e impacto de las reformas presentadas al Congreso y la respuesta de la demanda interna a las condiciones financieras locales).

2.2.2 Mercado laboral

Durante la mayor parte de 2023 la población ocupada creció notablemente; sin embargo, en los últimos meses del año el empleo empezó a dar muestras de deterioro, principalmente en el dominio de otras cabeceras y el área rural. En 2023 el empleo para el agregado nacional mostró una tendencia ascendente que se mantuvo hasta agosto, de acuerdo con los datos en trimestre móvil de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH). No obstante, en los últimos meses del año se observó una caída en los niveles de ocupación (Gráfico 2.10). Este comportamiento del empleo obedeció a una dinámica dispar entre la demanda laboral en las veintitrés principales ciudades y el resto del país. En particular, entre el tercer y el cuarto trimestre de 2023 el empleo urbano se mantuvo estable, mientras que la ocupación en las otras cabeceras y el área rural se contrajo en un 3,8%, lo que representó una pérdida de cerca de 415.000 puestos de trabajo en ese dominio. La caída de la ocupación en el dominio de las otras cabeceras y el área rural se explica, principalmente, por contracciones del empleo en los sectores de manufacturas, comercio y transporte.

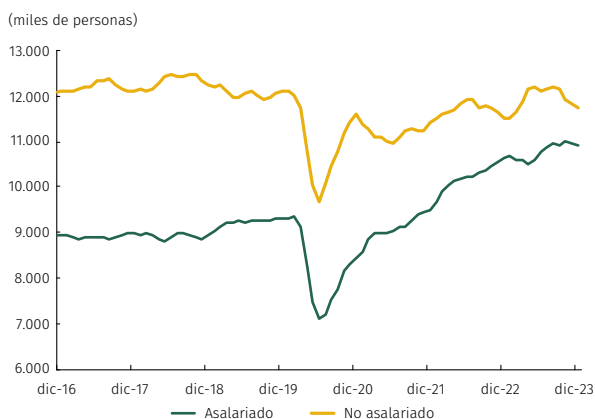
El empleo asalariado y formal fue el segmento más dinámico a lo largo del año, lo que implicó disminuciones de la tasa de informalidad, la cual alcanzó mínimos históricos. El análisis por posición ocupacional en 2023 muestra unas ganancias anuales del empleo que fueron mayores en el segmento asalariado y formal. El trabajo particular fue el principal impulsor

Gráfico 2.10
Población ocupada por dominios geográficos



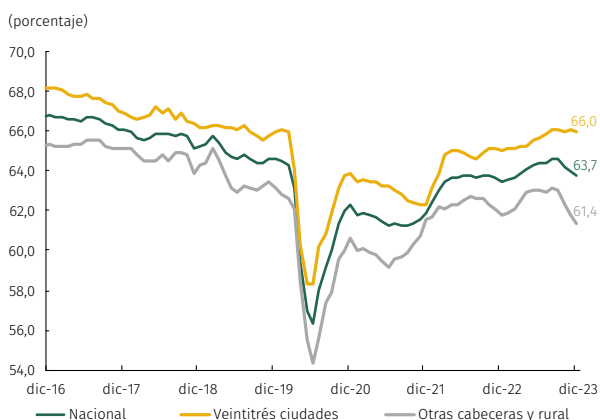
Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.11
Empleo por posición ocupacional (agregado nacional)



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

Gráfico 2.12
Tasa global de participación por dominios geográficos



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

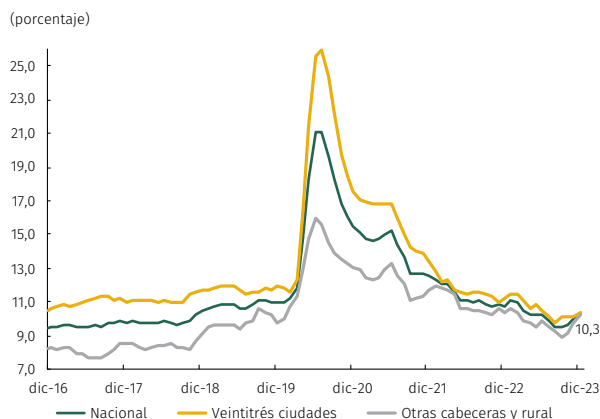
de la creación de empleo en el agregado nacional; no obstante, en la segunda mitad del año este segmento redujo su ritmo de crecimiento y presentó una relativa estabilidad. De esta manera, entre diciembre de 2022 y 2023, el nivel de empleo asalariado aumentó en un 2,9%. Por su parte, el segmento no asalariado permaneció estable en 2023, con una caída en sus niveles a finales de año (Gráfico 2.11). Esta contracción está alineada con la menor dinámica de la ocupación en el área rural, dominio en el cual el empleo no asalariado tiene mayor representación. Así, las mayores ganancias del empleo asalariado, junto con el estancamiento y la caída observada a finales de 2023 del no asalariado, explican la tendencia descendente de la tasa de informalidad (TI) durante 2023. De esta manera, la TI se ubicó en el 55,1% en diciembre de 2023, cifra inferior en 2 pp a la registrada en diciembre de 2022.

La participación laboral creció ligeramente en el área urbana, mientras que en las otras cabeceras y el área rural se redujo.

La tasa global de participación (TGP), que mide la proporción de población en edad de trabajar que se encuentra ocupada y desempleada, presentó un comportamiento dispar entre el dominio urbano y el de las otras cabeceras y el área rural, en particular durante el segundo semestre del año. Por un lado, entre diciembre de 2022 y 2023, la TGP en el área urbana creció en 1 pp, con lo que se situó al final del año en un 66%. Por su parte, la TGP en el dominio rural se redujo en 0,4 pp y se situó en un 61,4%. Este comportamiento de la participación en el dominio de las otras cabeceras y el área rural obedeció a una menor dinámica del empleo en el segmento no asalariado, el cual se caracteriza por un alto grado de transición entre la ocupación y la inactividad. Así, a pesar de mostrar variaciones anuales positivas, la tasa de participación del agregado nacional se redujo en los últimos meses y cerró el año en el 63,7% (Gráfico 2.12). Cabe mencionar que buena parte de la caída en la participación laboral observada en los últimos meses del año vino por cuenta de las mujeres, quienes entre el tercer y cuarto trimestre de 2023 redujeron su participación en 0,9 pp, para ubicarse en el 52,1% al cierre del año, mientras que los hombres mostraron una reducción de 0,7 pp, llegando al 76,4% en diciembre de 2023. Por otro lado, la migración desde Venezuela, que había sido una fuente de incremento de la oferta laboral, en la medida en que los migrantes aumentan la población en edad de trabajar, se ha estabilizado desde 2021. Actualmente, los migrantes desde Venezuela son alrededor de 2,5 millones de personas, lo que representa cerca del 4,6% de la población total del país.

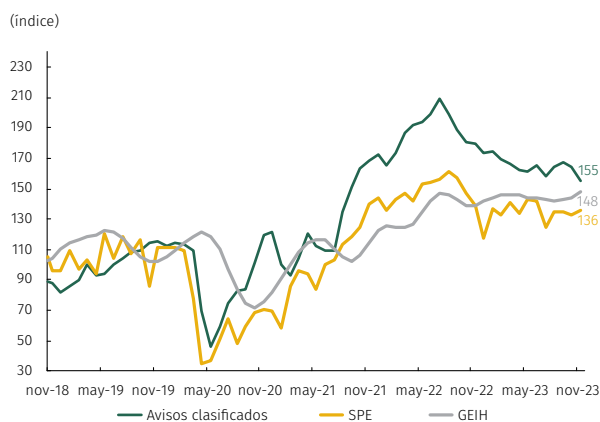
La tasa de desempleo (TD) nacional se redujo de forma importante durante 2023; sin embargo, durante el último trimestre empezó a crecer ligeramente, dada la menor dinámica de la demanda laboral hacia finales del año. Los menores aumentos de la participación con respecto a los de la ocupación dieron espacio a reducciones de la tasa de desempleo en la mayor parte de 2023. No obstante, en los últimos meses se observaron caídas en la tasa de ocupación que superaron las observadas en la oferta laboral, resultando en un incremento de la tasa de desempleo, la cual se ubicó en un 10,4%

Gráfico 2.13
Tasa de desempleo por dominios geográficos



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

Gráfico 2.14
Índice de vacantes de diferentes fuentes



Nota: base 100 = 2018. Datos desestacionalizados.
Fuentes: Arango (2013), Morales, Hermida y Dávalos (2019), Servicio Público de Empleo (SPE); cálculos del Banco de la República.

para el agregado nacional en diciembre. Los incrementos en el desempleo presentados a partir del tercer trimestre obedecieron a aumentos en las otras cabeceras y el área rural. Así, a diciembre de 2023 la TD de las veintitrés ciudades se situó en el 10,4%, mientras que en el área rural, en 10,3% (Gráfico 2.13). Por género, la brecha entre la TD de las mujeres y los hombres continuó corrigiéndose y cerró 2023 en 4,3 pp. No obstante, esta corrección obedeció a que en los últimos meses la participación por parte de las mujeres en el mercado laboral se ha reducido más que la de los hombres.

Otros indicadores de demanda sugieren un mercado laboral que durante 2023 se mantuvo apretado; sin embargo, se espera que el mercado se torne más holgado a lo largo de 2024.

Los indicadores de vacantes, calculados a partir de diferentes fuentes de información (como los avisos clasificados, el servicio público de empleo, la GEIH y PILA), se han estabilizado en los últimos meses, aunque en niveles altos respecto a su promedio histórico (Gráfico 2.14). Adicionalmente, como se mencionó, durante buena parte de 2023 se observaron reducciones sucesivas de la tasa de desempleo. Esta combinación entre un nivel alto de vacantes y niveles relativamente bajos de desempleo, respecto a los promedios históricos, sugiere un mercado laboral que se mantuvo estrecho, en el que las empresas encontraron cuellos de botella para la contratación de personal. No obstante, durante los últimos meses de 2023 los datos de la *Encuesta trimestral de expectativas* (ETE) del Banco de la República muestran que indicadores como las expectativas de contratación se han deteriorado rápidamente. De hecho, el balance de expectativas de contratación, que señala la diferencia entre las firmas que planean aumentar y disminuir su planta de personal, fue negativo para el tercer y cuarto trimestre de 2023, algo que ocurre por primera vez desde la crisis de la pandemia. Esto indicaría una menor demanda laboral en el futuro cercano.

Los ingresos laborales crecieron en términos reales durante 2023, impulsados por los ajustes nominales del salario mínimo y por una menor inflación.

En particular, en el segmento asalariado el salario real creció en términos anuales en un 4,8% entre diciembre de 2022 y un año después. Para la mayoría de estos trabajadores los incrementos salariales en 2023 excedieron a la inflación causada más la productividad, dado que buena parte de esos aumentos fueron iguales al incremento del salario mínimo. Por su parte, en este mismo periodo, en el segmento no asalariado los ingresos laborales reales crecieron en un 6,1%. Las ganancias reales de los ingresos laborales, en ambos segmentos del mercado, se vieron favorecidas por un menor deterioro de los salarios por cuenta de la inflación, la cual se redujo de manera importante a lo largo del año.

Para 2024 el equipo técnico espera que la tasa de desempleo (TD) registre incrementos, dada la desaceleración observada y prevista de la actividad económica.

Los pronósticos sobre la evolución de la tasa de desempleo para el presente año sugieren que la TD urbana se ubicaría, en promedio, entre el 9% y 12,1%, con un 10,5% como valor más probable. Por su parte,

la TD nacional podría ubicarse entre el 9,3% y 12,4%, con un 10,8% como valor más probable. Los crecimientos contemplados de la TD para 2024, frente a 2023, están en línea con un comportamiento más moderado del PIB, a medida que la economía, y particularmente el mercado laboral, converge a sus niveles de largo plazo.

2.3 Evolución y perspectivas de la situación fiscal

El déficit fiscal del Gobierno General (GG) experimentó una corrección significativa en 2023 gracias al ajuste realizado en la mayoría de sus componentes, incluyendo el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC)¹³ y el Gobierno Nacional Central (GNC)¹⁴. Según las cifras del reciente *Plan Financiero, 2024 (PF-24)*, presentado por el Ministerio de Hacienda, el déficit del GG se situó en el 2,5% del PIB en 2023, lo que representa una reducción de 4,0 pp con respecto al déficit de 2022¹⁵. Este ajuste obedeció a una mejora en los balances del subsector de seguridad social (1,6 pp), del resto del nivel central (al que pertenece el FEPC) (1,4 pp), y del GNC (1,1 pp). Se destaca el superávit fiscal del FEPC, que se ubicó en el 0,4% del PIB en 2023, en contraste con el déficit del 1,3% registrado un año atrás¹⁶. La reducción de la posición deficitaria del FEPC ha sido el resultado de los ajustes graduales y progresivos que el Gobierno Nacional ha venido implementando en el precio de la gasolina desde finales de 2022, lo cual se reflejó en el cierre de la brecha a finales de 2023 entre el precio de referencia internacional y el precio de la gasolina en el mercado local. No obstante, aún persisten presiones fiscales debido al diferencial de compensación presente en el caso del ACPM, lo cual refleja la importancia de empezar a disminuir el subsidio que se otorga a este combustible a través del FEPC.

El ajuste de las finanzas públicas del GNC en 2023 estuvo ampliamente 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 petrolera. Según el *PF-24*, en 2023 el déficit fiscal y la deuda neta del GNC alcanzaron un 4,2% y un 52,8% del PIB, respectivamente. Esto indicaría una disminución de ambos indicadores en comparación con 2022. En particular, se destaca la corrección del déficit fiscal en 1,1 pp del PIB debido al incremento de los ingresos (2,4 pp del PIB), que habría más que compensado el aumento del gasto (1,4 pp del PIB). Las reformas tributarias aprobadas a finales de 2021 y 2022, así como los mayores ingresos petroleros y el aumento de los dividendos de Ecopetrol y de las utilidades del Banco de la República, explicaron en gran medida el crecimiento de los ingresos fiscales. Por su parte, el gasto público total del GNC de 2023 (23,0% del PIB) reflejó un gasto

13 “El FEPC fue creado en 2007 con el objetivo de atenuar en el mercado interno el impacto de las fluctuaciones de los precios internacionales de los combustibles líquidos (CL). De manera operativa, el Fondo evita que el ingreso al productor (precio de referencia) experimente fluctuaciones sustanciales si hay movimientos drásticos y repentinos en los precios internacionales de los CL (precio de paridad, que resulta de 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).

14 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.

15 Las cifras más recientes de las cuentas económicas institucionales del DANE al tercer trimestre de 2023 revelan un superávit del GG del 2,5% del PIB, que contrasta con el déficit del 1,3% del mismo periodo de 2022.

16 Este resultado se explica por el menor déficit causado que registró el FEPC, el cual fue del 1,3% del PIB (COP 20,5 b), así como por los recursos transferidos por la Nación equivalentes al 1,7% del PIB (COP 26,3 b) para saldar las obligaciones pendientes con los importadores y refinadores de combustibles acumuladas hasta diciembre de 2022.

en intereses del 3,9% del PIB, pagos por parte de la Nación para cubrir la posición neta del FEPC por 1,7% del PIB, y un gasto primario sin FEPC que alcanzó el 17,4% del PIB. En términos de la regla fiscal, el resultado de 2023 sería consistente con un sobrecumplimiento de 0,1 pp del PIB con respecto a la meta establecida para el balance primario neto estructural (BPNE)¹⁷.

Para 2024 se proyecta un deterioro en el balance total y primario del GNC con respecto al año anterior debido, principalmente, a un aumento mayor en los gastos, en comparación con el aumento esperado de los ingresos. Las proyecciones presentadas en el PF-24 indican que el déficit total y primario del GNC alcanzarían el 5,3% y el 0,9% del PIB, respectivamente. Esto implicaría una desmejora en dichos indicadores en comparación con el 4,2% y el 0,3% registrados en 2023. El deterioro de 1,0 pp en el balance total se daría por el aumento del gasto en 1,4 pp (0,6 pp por intereses y 0,8 pp por gasto primario), superando el aumento de 0,4 pp de los ingresos. Como señala el PF-24, buena parte del incremento del gasto se originaría en rubros con algún tipo de inflexibilidad, ya sea constitucional, como el Sistema General de Participaciones, o legal, como las transferencias a Colpensiones y al sistema de salud, al ICBF y al SENA, entre otras. Por otro lado, es relevante destacar que los ingresos tributarios de la nación para 2024 alcanzarían un máximo histórico del 17,3% del PIB, de los cuales 1,3 pp provendrían de los mayores ingresos de la reforma tributaria aprobada en 2022, 0,8 pp se lograrían mediante el control de la evasión y elusión fiscal de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN), y 0,6 pp por arbitramento de litigios correspondiente a procesos que actualmente se tienen entre los contribuyentes y la DIAN.

La depreciación esperada al cierre de 2024, junto con el mayor déficit fiscal y el menor crecimiento económico, llevarían a un aumento en la deuda neta como porcentaje del PIB entre 2023 y 2024. El Ministerio de Hacienda proyecta en su PF-24 que la deuda neta del GNC alcanzaría el 57,0% del PIB al cierre de 2024. Esto, tras reducirse en 5,1 pp en 2023, ubicándose en el 52,8% del PIB, por debajo del nivel ancla del 55% de la regla fiscal.

La actualización más reciente del PF-24 proyecta para 2024 un balance primario más deficitario que el previsto en el Presupuesto General de la Nación de 2024 (PGN-24), debido, principalmente, a la revisión a la baja del recaudo tributario. Mientras que el PGN-24 anticipaba un superávit primario del 0,2% del PIB para 2024, el PF-24 presentado por el Gobierno prevé ahora un déficit primario del 0,9% del PIB. Esta revisión se explica, principalmente, por el menor recaudo tributario proyectado, resultado de los menores ingresos provenientes de la deducibilidad de las regalías (COP 6,5 b), así como de un menor recaudo por arbitramento de litigios (COP 5 b), condiciones macroeconómicas menos favorables y una menor base de recaudo en 2023. Esto se refleja en una disminución de los ingresos tributarios en un 1,3% del PIB entre lo proyectado en el PGN-24 y lo presentado en el PF-24.

De acuerdo con las proyecciones presentadas por el Ministerio de Hacienda en el PF-24 y el MFMP-23, las metas de déficit de la regla fiscal se cumplirían en el período 2024-2034, llevando la deuda al nivel ancla definido en la regla fiscal (55% del PIB). Sin embargo, el Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF) señala algunos riesgos sobre estas proyecciones. Los pronósticos de déficit fiscal del PF-24 y el MFMP-23 son consistentes con el cumplimiento de la regla fiscal, lo cual es fundamental para garantizar la estabilidad macroeconómica del país. No obstante, como

¹⁷ 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.

lo plantea el CARF en su evaluación del *MFMP-23*¹⁸, existen algunos riesgos alrededor de las expectativas de recaudo y de gasto que, de materializarse, podrían generar un incumplimiento de las metas de la regla fiscal, en especial en el periodo 2024-2026. Entre ellos, el CARF resalta la incertidumbre sobre los recursos adicionales esperados por gestión de la DIAN, así como sobre el recaudo proveniente del arbitramento de litigios a cargo de la misma entidad, lo cual llevaría, en caso de no materializarse, a menores niveles de recaudo. 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.

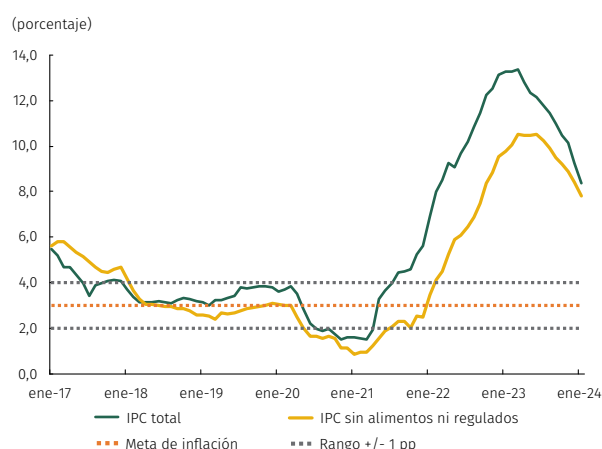
18 Comité Autónomo de la Regla Fiscal (2023). "Pronunciamento N° 8 sobre el Marco Fiscal de Mediano Plazo, 2023-2034" (carf.gov.co).

03/ Inflación y decisiones de política monetaria

3.1 Evolución y perspectivas de la inflación

En 2023 la inflación se redujo de manera importante de la mano de las acciones de la política monetaria, del ajuste fiscal y de una disolución lenta de los choques de oferta que la afectaron durante y después de la pandemia. La inflación anual al consumidor en Colombia tuvo un descenso importante desde marzo de 2023, al cerrar el año en el 9,28 % (Gráfico 3.1). Frente a finales de 2022, el descenso fue de 3,85 pp. La política monetaria contribuyó de manera importante a la reversión de la inflación en la medida en que moderó el crecimiento del gasto. A ello también se sumó la reducción del déficit fiscal del Gobierno General (véase la sección 2.3 de este *Informe*). Pese a esta disminución significativa de la inflación, el aumento en los precios fue muy superior a la meta establecida por la JDBR y a los registros observados en otras economías similares de la región y en los países desarrollados. Lo anterior se explica, en gran parte, por diversos factores idiosincrásicos, entre los que se destacan los incrementos requeridos en los precios de la gasolina y la energía, la indexación a tasas altas de algunos servicios y rubros regulados, y un aumento del salario mínimo muy por encima de la inflación de 2022.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La inflación de alimentos se redujo sustancialmente durante 2023, contribuyendo de manera considerable a la caída de la inflación total al consumidor. La variación anual de alimentos se redujo de manera continua y muy significativa a lo largo de 2023, pasando de niveles cercanos al 28 % a finales de 2022 al 5,0 % al cierre de 2023. Dentro de la reducción de la inflación de alimentos sobresale la caída del componente de perecederos, cuya variación anual pasó del 36,4 % en diciembre de 2022 al -0,47 % en diciembre de 2023. Lo anterior se habría dado por cuenta de un buen abastecimiento de alimentos, producto, en parte, de la normalización plena de algunas cadenas productivas, luego de superar los efectos adversos ocasionados por el paro de 2021, menores interrupciones viales en el país y de un fenómeno de El Niño que, hasta el segundo semestre del año, no habría tenido impactos significativos sobre la producción agropecuaria. Los precios de los alimentos procesados, aunque en menor magnitud, también contribuyeron a la reducción de la inflación de los alimentos, al pasar de un ritmo de aumento del 25,3 % al cierre de 2022 a un 6,7 % en diciembre de 2023¹. En particular, este componente se vio favorecido por la reciente contracción de los precios internacionales de los

1 La entrada en vigencia del impuesto a los alimentos ultraprocesados y azucarados a partir de noviembre (Ley 2277 de 2022) generó algunas alzas en esta subcanasta en ese mes y en diciembre, cuyo impacto sobre la inflación total fue pequeño. En particular, su variación anual se situó en diciembre en el 16,8 % frente a un registro del 14,6 % en octubre, previo a la entrada en vigencia de la medida.

alimentos y materias primas, la normalización de los problemas logísticos y de transporte que afectaron la producción y distribución de insumos agropecuarios en el mundo, así como por el comportamiento relativamente favorable de la tasa de cambio.

La inflación básica (IPC sin alimentos ni regulados) también disminuyó durante 2023, pero más lentamente que la inflación total. Esta reducción ocurrió, principalmente, por la corrección observada en los precios de los bienes más que en la de los servicios, los cuales siguieron mostrando una inercia importante. La inflación básica, que se situaba en torno al 9,5% al cierre de 2022, mantuvo una tendencia creciente hasta mediados de 2023, momento en el cual se situó en el 10,5%. A partir de entonces inició una tendencia decreciente, que terminó en diciembre en un 8,4%. Este comportamiento bajista fue jalonado, principalmente, por la canasta de bienes, la cual pasó de registrar crecimientos en su índice de precios al consumidor (IPC) del 14,3% en junio al 7,1% en diciembre. Factores como la relativa estabilización de la tasa de cambio que se observó desde julio y el significativo debilitamiento de la demanda interna aliviaron las presiones alcistas en el IPC de bienes. Por el contrario, la inflación de servicios mostró una importante persistencia debido a la indexación a una inflación pasada alta y a los ajustes del salario mínimo que se han decretado por encima de la inflación. Adicionalmente, la demanda de varios servicios parece haberse resentido menos que la demanda agregada total, y en particular que la dirigida a los bienes. Durante 2023 la principal presión alcista en los servicios la ejercieron los arriendos, cuya variación anual aumentó del 3,6% en diciembre de 2022 al 7,6% un año después. Esta dinámica de los precios de los arriendos fue determinada por la indexación de los contratos a la inflación de cierre de 2022 y, en alguna medida, por la desaceleración de la compra de vivienda. De igual forma, la indexación y el aumento del salario mínimo habría ocasionado que otros rubros de servicios, como los de medicina general, servicio doméstico, educación (no regulada), peluquería, guardería y financieros, también contribuyeran al alza en el IPC de servicios en 2023. Por el contrario, la variación anual de las comidas fuera del hogar (CFH) disminuyó, en línea con la caída en la inflación de alimentos, pasando del 19,1% al cierre de 2022 al 13,4% en diciembre de 2023.

En 2023 la inflación anual de regulados aumentó, principalmente, como consecuencia del ajuste requerido en los precios de los combustibles. La variación anual en los precios de los regulados aumentó a lo largo de 2023, al pasar del 11,8% en diciembre de 2022 al 17,2% al cierre de 2023. La tendencia alcista en esta canasta estuvo explicada por la necesidad de hacer converger el precio interno de la gasolina con su referencia internacional, lo que generó un aumento en el IPC de los combustibles del 44,8% en el año. El ajuste mencionado permitió la reducción del déficit del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC). Como efecto adicional, estos incrementos en la gasolina presionaron al alza las tarifas del transporte regulado. Siguiendo la tendencia alcista, la educación regulada, que se indexa con la inflación anual pasada, presentó un ajuste del 11,5% en 2023 frente al 6,4% de 2022. Por otro lado, pese al aumento en las tarifas de energía eléctrica (20,7% anual en diciembre de 2023), la variación anual en las tarifas de los servicios públicos registró un descenso entre diciembre de 2022 (17,7%) y diciembre de 2023 (13,7%), producto de las reducciones en el ritmo de incremento de las tarifas del servicio de agua.

Durante 2024 la inflación debería seguir convergiendo hacia la meta del 3,0% como consecuencia de los efectos acumulados de la política monetaria y en la medida en que terminen de diluirse los choques externos. En efecto, en enero se presentó una reducción adicional importante de la inflación total y de la básica, ubicándose en el 8,3% y 7,8%, respectivamente. No obstante, dadas las presiones acumuladas en el pasado y la inercia de la inflación en Colombia, esta continuaría registrando tasas superiores a la meta durante parte de 2024, y convergería al 3,0% a más tardar a mediados de 2025. Esto ocurriría en un contexto donde la política monetaria seguiría siendo contractiva y en el que el debilitamiento de la demanda

interna se reflejaría en una brecha del producto negativa. A lo anterior se sumarían unas menores presiones provenientes de la tasa de cambio, una menor inflación esperada de alimentos y la dilución plena de choques de oferta externos que deberían traducirse en menores costos y precios internacionales. Con todo esto en cuenta, se espera que en 2024 la tasa de inflación continúe firmemente en una trayectoria descendente. Se prevé que la inflación se ubique alrededor del 3%, en un rango de más o menos un punto porcentual, a más tardar en el primer semestre de 2025. No obstante, este pronóstico enfrenta diversos riesgos asociados con la posibilidad de unos mayores efectos del fenómeno de El Niño que los contemplados sobre la inflación de alimentos, de regulados y de algunos servicios (CFH); una transmisión más alta del ajuste del salario mínimo a los demás salarios, y un aumento de las presiones fiscales, entre otros. De materializarse presiones inflacionarias por estos riesgos, se pueden acentuar los mecanismos de indexación y generar una persistencia de la inflación mayor que la estimada.

Las diferentes medidas de expectativas de inflación, que se extraen del mercado de deuda pública local y de las encuestas, disminuyeron durante el año, pero sus niveles aún se mantienen por encima de la meta del Banco de la República. Para los plazos de uno, cinco y diez años, las medidas estimadas con base en los bonos de deuda pública (*break even inflation*: BEI) disminuyeron durante el año en 139 pb, 151 pb y 120 pb, y a finales de 2023 se ubicaron en 7,10%, 5,84% y 5,97%, respectivamente. Asimismo, las expectativas de los analistas económicos, obtenidas a partir de la encuesta mensual del Banco de la República, se redujeron durante 2023 para los plazos a doce y veinticuatro meses en 181 pb y 69 pb, y se ubicaron en 5,70% y 3,80%, en su orden. Pese a esta reducción, las expectativas de inflación en Colombia se mantienen por encima de las de los demás países de la región.

3.2 Decisiones de política monetaria

Durante 2023 los bancos centrales mantuvieron una política monetaria contractiva.

El descenso en los precios internacionales de los alimentos y de la energía, la normalización en las cadenas de suministro, una tasa de interés real de política monetaria en terreno contractivo y los ajustes fiscales en la mayoría de los países, contribuyeron a la reducción de la inflación global durante 2023. Las decisiones en materia de tasa de interés de política monetaria de los diferentes bancos centrales dependieron de los desvíos de la inflación observada y de las expectativas de inflación frente a sus metas, del desempeño observado y esperado de la economía, del comportamiento del mercado laboral y de las condiciones financieras, entre otros factores. En el caso de los países avanzados, el contexto de una inflación observada y esperada decreciente, pero a tasas que superaban las metas, de desaceleración económica y menor dinámica del empleo, contribuyeron para que sus bancos centrales dejaran de incrementar la tasa de interés de política monetaria, pero manteniéndola en niveles elevados. Por el contrario, en algunas economías emergentes sus bancos centrales empezaron a reducir sus tasas nominales de interés en 2023 en un entorno de un descenso significativo de la inflación y sus expectativas a niveles cercanos a la meta, de excesos de capacidad productiva y de deterioros en el mercado laboral². A pesar de las diferencias en las decisiones de tasas de interés de política entre los distintos países, el factor común fue mantenerlas en un nivel real lo suficientemente contractivo para garantizar los procesos de consolidación de la convergencia de la inflación a su meta.

En Colombia, las acciones tomadas por el Banco de la República responden al mandato constitucional de “velar por mantener el poder adquisitivo del peso, en coordinación con la política económica general”. Para cumplir con lo anterior,

2 En países como Chile, Perú o Brasil el ciclo de aceleración de los precios y de incremento en las tasas de interés de política posterior a la pandemia del covid-19 inició antes de lo registrado en los países desarrollados.

desde 1999 la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) implementó un esquema de inflación objetivo con régimen de tasa de cambio flexible, en el cual las acciones de política monetaria están encaminadas a que la inflación converja a la meta del 3% y a alcanzar el nivel máximo sostenible del producto y del empleo. Este marco de política tiene, entre otras, la virtud de facilitar que la política monetaria sea contracíclica. En este esquema las decisiones de política monetaria se toman con base en el análisis del estado actual y 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 por procesos de indexación no deseados de precios, la TPM se modifica para anclar las expectativas y contribuir a que la inflación retorne a la meta. Este proceso de transmisión de la política monetaria es más eficiente y menos costoso si existe credibilidad en la política monetaria (véase el Recuadro 1).

En 2023 la inflación anual se redujo, aunque se mantiene por encima de la meta, al tiempo que la actividad económica se situó en un nivel más sostenible. Las acciones acumuladas de política monetaria contribuyeron a este desarrollo, que vino acompañado de una importante reducción del déficit externo, el cual compromete la sostenibilidad macroeconómica del país. Desde abril de 2023 la inflación anual, y desde julio en el caso de la inflación básica, han tenido un continuo descenso, pero a tasas que aun superan la meta del 3%. La mayoría de las medidas de expectativas de inflación se han reducido y señalan una trayectoria descendente de la inflación a lo largo del tiempo hacia valores más compatibles con la meta. La actividad económica, que había registrado elevadas tasas de crecimiento en 2021 y 2022, se desaceleró en 2023 desde los altos niveles observados un año atrás, comportamiento que empezó a reflejarse en un menor dinamismo del mercado laboral. La moderación de la demanda interna permitió llevar la actividad económica a un nivel tendencial más compatible con su capacidad productiva. Lo anterior ha contribuido a crear las condiciones para lograr una inflación decreciente y una posición externa más sostenible. En estas condiciones, la JDBR decidió reducir la tasa de interés de política en 25 pb en cada una de sus reuniones de diciembre de 2023 y enero de 2024, para situarla en el 12,75%. La JDBR subrayó que, con la reducción de la inflación observada y esperada, junto con las decisiones adoptadas, la economía continúa en un proceso de ajuste necesario para que la inflación converja a la meta a más tardar en el primer semestre de 2025. La Junta reitera que las futuras decisiones de política monetaria dependerán de la solidez de esta convergencia y de la evolución de los factores que determinan la estabilidad macroeconómica del país.

Recuadro 1

El papel de la credibilidad en las acciones de política monetaria del banco central

La política monetaria desempeña un papel fundamental en la búsqueda de la estabilidad económica y su eficacia está estrechamente ligada a su credibilidad. En el contexto de la política monetaria, la credibilidad se refiere al grado de confianza que tienen los agentes económicos en que el banco central cumplirá sus objetivos de estabilidad de precios, apoyo al crecimiento económico sostenido y contribución a la estabilidad financiera, actuando de manera coherente y transparente. La credibilidad es, por tanto, ingrediente clave para el éxito de la política monetaria, ya que influye en las expectativas de los agentes sobre el comportamiento futuro de la inflación. Una política monetaria transparente y creíble facilita la toma de decisiones predecibles por parte de los agentes económicos.

En Colombia, donde se sigue un esquema de inflación objetivo, el cumplimiento de la meta de inflación depende en gran medida de la confianza del público en el compromiso del Banco de la República con dicho objetivo. Una mayor credibilidad permite al banco central alcanzar su meta de estabilidad de precios con más facilidad, mientras que una menor credibilidad implica mayores costos económicos y sociales asociados con la implementación de la política monetaria. Una alta credibilidad en la política monetaria y en el banco central contribuye a un entorno económico estable, facilitando al público la planificación de decisiones futuras. Como señala Blinder (2000), la autoridad monetaria es creíble cuando la gente confía en que logrará lo que dice que hará.

En este recuadro se analiza el concepto de credibilidad en la política monetaria, sus determinantes y sus efectos macroeconómicos. También se analiza brevemente la dinámica de la credibilidad en Colombia.

1. La credibilidad de la política monetaria y sus determinantes

Existe un amplio consenso en la literatura económica sobre la importancia de la credibilidad de la política monetaria y, por extensión, en la autoridad que la ejecuta. Esa credibilidad en el banco central ha ganado protagonismo gracias a la modelación económica basada en expectativas racionales. Según este enfoque, los agentes toman decisiones teniendo en cuenta toda la información disponible, pasada, presente y futura, y no incurrir en sesgos sistemáticos en sus errores de pronóstico. En este contexto, la credibilidad del banco central se convierte en un factor crucial. Si los agentes confían en que la autoridad monetaria alcanzará sistemáticamente sus objetivos de política, sus expectativas se alinean con las acciones de la entidad¹.

Se han identificado varios factores que contribuyen a la credibilidad en el banco central; entre ellos se destacan:

- **Independencia:** la independencia de la autoridad monetaria reduce el sesgo inflacionario, al permitirle enfocarse en mantener la estabilidad de precios sin interferencias externas ni presiones de corto plazo (Rogoff 1985).
- **Historial de cumplimiento:** la credibilidad en el banco central se basa en su historial de cumplimiento de la promesa de combatir la inflación. Mantener la inflación dentro de los límites establecidos fortalece su credibilidad.
- **Transparencia:** la comunicación clara de los objetivos y estrategias de la autoridad monetaria permite al sector privado deducir sus intenciones. La transparencia influye en las expectativas de los agentes económicos, haciéndolos más sensibles a las acciones del banco central (Faust y Svensson 2001).

¹ Aunque no se cumpla el supuesto de expectativas racionales, la credibilidad sigue siendo relevante porque las expectativas siguen siendo determinantes en las decisiones de consumo e inversión. Aunque los agentes no siempre acierten en sus predicciones, sus decisiones se ven afectadas por lo que esperan de la política monetaria.

- **Reglas de política predefinidas:** seguir una regla de política predefinida, como la estrategia de inflación objetivo, aumenta la credibilidad. Los objetivos del banco central deben expresarse de manera clara y coherente.
- **Rendición de cuentas:** explicar las decisiones y los resultados mediante informes al parlamento o al congreso y al público en general refuerza la credibilidad de la autoridad monetaria (Walsh 1995).
- **Disciplina fiscal:** la credibilidad de la política monetaria está vinculada a la disciplina fiscal del gobierno. En la medida en que la política fiscal afecta la demanda agregada, esta puede generar presiones inflacionarias y dificultar el control de la inflación por parte del banco central (Sargent y Wallace 1981, Woodford 1998, Cochrane 2001). Es importante señalar que la disciplina fiscal, aunque afecta a la credibilidad, está fuera del control directo de la política monetaria y del banco central.

Consciente de los determinantes teóricos de la credibilidad de la política monetaria, el Banco de la República considera y comunica que, para ser efectiva, la política monetaria debe basarse en ciertos principios fundamentales: 1) determinar objetivos claros y bien definidos; 2) tener independencia operativa, para que sus decisiones sean coherentes con los resultados de sus análisis y proyecciones, sin interferencias externas; 3) adoptar un esquema operativo claro, y un mecanismo de rendición de cuentas, para que la sociedad conozca las actuaciones del Banco; 4) tener un horizonte de política de mediano plazo, acorde con la capacidad de sus instrumentos para influir sobre las variables económicas, y 5) tener políticas de comunicación transparentes.

2. Efectos de la credibilidad de la política monetaria

La literatura económica ha identificado varios efectos macroeconómicos positivos asociados con la credibilidad de la política monetaria². A continuación, se analizan algunos:

- **Reducción de los costos desinflacionarios:** la credibilidad de la política monetaria es crucial para un control efectivo de la inflación. De acuerdo con los modelos utilizados por los bancos centrales y la teoría económica, la inflación está determinada no solo por factores como la brecha del producto o el precio del petróleo, sino también por la inflación pasada y las expectativas de inflación. Por tanto, la credibilidad permite que se reduzca la inflación, al anclar sus expectativas, sin necesidad de requerir de una brecha del producto negativa³.
- **Mantenimiento de una inflación baja:** una alta credibilidad en el banco central tiene un efecto directo en las expectativas de inflación. Cuando esta entidad es creíble, los choques inflacionarios tienen menos impacto en las expectativas. Esto significa que las fluctuaciones temporales en la inflación no alteran significativamente las expectativas a largo plazo, lo que contribuye a mantener la inflación baja y estable.
- **Función de prestamista de última instancia:** durante las crisis financieras, un banco central creíble puede actuar como prestamista de última instancia sin alterar las expectativas de inflación. Aunque prestar en tiempos de crisis puede considerarse una política monetaria expansiva, la credibilidad facilita que las expectativas de inflación permanezcan estables.
- **Honestidad y apoyo público:** la credibilidad de los bancos centrales es fundamental porque los banqueros centrales son servidores públicos. La sociedad espera que actúen con honestidad y transparencia. Además, la credibilidad refuerza el apoyo público hacia una institución independiente y responsable.

La credibilidad de la política monetaria no es solo un concepto teórico, también ha demostrado tener efectos empíricos positivos. Un estudio de Cepeda, Taboada-Arango, y

2 Los determinantes de la credibilidad están basados en la encuesta que Blinder (2000) realizó a banqueros centrales y economistas.

3 La curva de Phillips nekeynesiana se define mediante la función $\pi_t = \pi_t^e + \beta(y_t - \bar{y}_t) + \gamma z_t + \epsilon_t$, donde π_t representa la inflación, π_t^e denota las expectativas de inflación, $(y_t - \bar{y}_t)$ refleja la brecha del producto, z_t engloba otros factores que pueden afectar la inflación, como los precios del petróleo; y ϵ_t representa los choques a la inflación. En esta versión de la curva de Phillips, es posible que la inflación disminuya como respuesta a caídas en las expectativas de inflación, sin que se alteren ni la brecha del producto ni los factores incluidos en z_t .

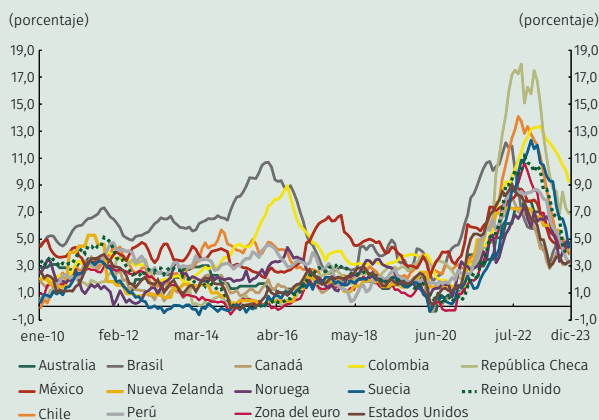
Villamizar-Villegas (2023) concluye que el aumento de la credibilidad beneficia a los bancos centrales, al mejorar significativamente la eficacia de la política monetaria. Sus resultados indican que la transparencia y el anclaje de las expectativas de inflación en el mediano y largo plazos son las estrategias que generan mayores beneficios de credibilidad. Es importante tener en cuenta que aumentar o mantener la credibilidad no siempre es sencillo. Especialmente cuando la credibilidad se vincula con los principios de independencia o transparencia del banco central, el proceso de aumentar o mantener la credibilidad puede ser costoso, dado que suele demandar modificaciones institucionales que toman tiempo en implementarse. En contraste, el anclaje de las expectativas puede autorreforzarse. A medida que los agentes adquieren una mayor confianza en que la autoridad monetaria cumplirá con la meta de inflación, sus expectativas se anclan a dicha meta y, a su vez, la credibilidad aumenta.

En el contexto colombiano, González y Hamann (2011) encuentran que la falta de credibilidad es una fuente importante de persistencia de la inflación. Cuando los agentes económicos dudan de la capacidad del banco central para mantener la estabilidad de precios, la inflación tiende a persistir.

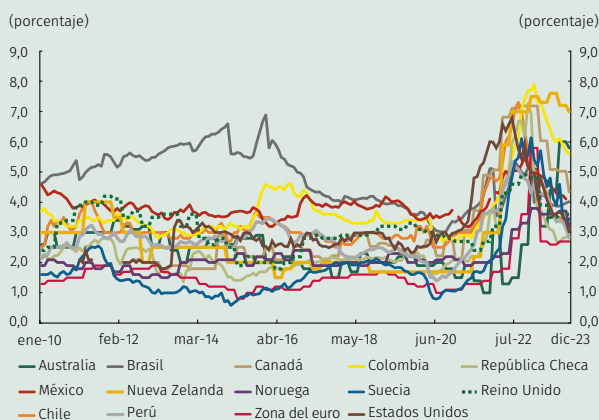
Finalmente, es importante recordar que la credibilidad no es un activo permanente y constante. Se gana lentamente, a través de acciones coherentes y consistentes; sin embargo, también es frágil y puede evaporarse repentinamente, como señalan Bordo y Siklos (2015).

Gráfico R.1.1
Inflación total y expectativas de inflación para un conjunto de países

A. Inflación total anual



B. Expectativas de inflación anual total a doce meses



Nota: el panel A muestra la inflación total anual para el conjunto de países. El panel B muestra las expectativas de inflación anual a doce meses.
Fuente: banco central de cada país.

3. El caso colombiano reciente⁴

Como concepto cualitativo, la credibilidad no es directamente observable. Sin embargo, en el contexto de la inflación objetivo, donde el banco central fija una meta de inflación numéricamente clara, medible y fácilmente observable, la literatura ha confluído en definir la credibilidad de la política monetaria en función de la desviación de las expectativas de inflación respecto a la meta. En otras palabras, cualquier desviación de las expectativas de inflación con respecto a la meta implica una pérdida de credibilidad. La inflación observada también tiene un impacto significativo en la credibilidad. Cuando la inflación se desvía de la meta establecida, puede erosionar la confianza en la capacidad del banco central para mantener la estabilidad de precios.

Los resultados que se presentan a continuación siguen esta definición de credibilidad en la meta de inflación y se basan en el análisis de Grajales-Olarte *et al.* (2024) sobre la dinámica reciente de la credibilidad en Colombia.

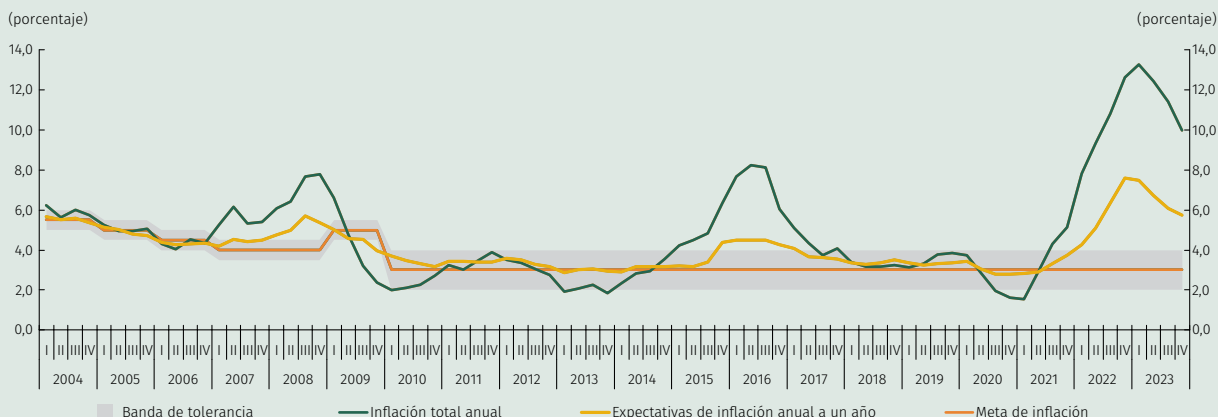
El impacto de la pandemia del covid-19 en la economía global ha renovado el interés por el estudio de la credibilidad de la política monetaria, lo que se deriva del notable aumento tanto de la inflación observada como de las expectativas de inflación en el mundo tras la pandemia. El Gráfico R.1.1 muestra que, para el grupo de países representados, tanto la inflación total como las expectativas de inflación han alcanzado niveles históricamente altos. Aunque ambas han aumentado, las expectativas de inflación lo han hecho en menor medida que la inflación total⁵.

Colombia no ha sido ajena a esta tendencia global (Gráfico R.1.2). En el primer trimestre de 2023, la inflación en Colombia alcanzó el 13,3%, superando los picos de inflación observados en 2008 y 2016. Además, tanto la inflación total como las expectativas de inflación se mantienen por encima de la banda de tolerancia desde mediados de 2021.

4 Esta sección está basada en Grajales-Olarte *et al.* (2024).

5 Véase, por ejemplo, Schmitt-Grohé y Uribe (2022) y Verbrugge y Zaman (2023).

Gráfico R1.2
Inflación total, expectativas de inflación y meta para Colombia



Nota: la línea verde representa la inflación total anual, la línea amarilla representa las expectativas de inflación anual a doce meses, la línea naranja es la meta de inflación. La banda gris representa la banda de tolerancia.
Fuentes: Banco de la República y Encuesta Mensual de Expectativas de Analistas Económicos.

Como resultado de la política monetaria implementada por el Banco de la República, se ha observado una disminución significativa tanto de la inflación total como de las expectativas de inflación desde el primer trimestre de 2023; no obstante, el comportamiento reciente de estas variables sugiere una reducción en la credibilidad. Para evaluar con precisión esta disminución, se requiere una medida formal del nivel de credibilidad. Grajales-Olarte *et al.* (2024) presentan una medida de credibilidad basada en la metodología propuesta por Bomfim y Rudebusch (2000), en la cual se estima un nivel de credibilidad que varía en el tiempo, utilizando información tanto de las expectativas de inflación como de la inflación observada⁶.

El Gráfico R1.3 muestra los resultados de la estimación de la credibilidad para Colombia, para el periodo de 2004 a 2023. En esta medida, 1 representa credibilidad perfecta y 0 significa credibilidad nula. Los resultados muestran que, como encontró Bordo (2015) en su estudio de once países, los cambios en la credibilidad son frecuentes y significativos, tal como lo han sido en el contexto colombiano.

Gráfico R1.3
Estimación del stock de credibilidad para Colombia



Nota: la línea verde representa la estimación del stock de credibilidad. La banda gris representa el horizonte de pronóstico.
Fuente: Cálculos con base en Grajales-Olarte (2024).

A lo largo del periodo de estudio la credibilidad en Colombia se mantuvo alta. Con excepción del reciente episodio de la pandemia del covid-19, solo se observaron dos disminuciones notables: en 2008 y 2016. En esos años la inflación fue alta debido a los precios internacionales de los alimentos y el petróleo, y al fenómeno de El Niño, respectivamente. A pesar de la crisis del covid-19, la credibilidad se mantuvo en niveles relativamente altos, aunque la inflación observada y las expectativas alcanzaran su valor máximo. Además, según los pronósticos de inflación más recientes, se espera que la credibilidad continúe recuperándose a un ritmo similar al observado tras los descensos de 2008 y 2016. Al final del horizonte de pronóstico, en 2025, se espera que la credibilidad se sitúe muy cerca de su media histórica⁷.

6 Las expectativas de inflación a doce meses provienen de la Encuesta mensual de expectativas a analistas económicos.

7 Es importante reconocer que las medidas de credibilidad utilizadas en la literatura tienen limitaciones. Aunque son útiles para el análisis, siempre cuentan una historia incompleta porque no capturan todos los matices y factores que influyen en la percepción de la credibilidad. Además, las medidas de credibilidad pueden ser sensibles a la metodología de parametrización y estimación utilizadas. Por tanto, es crucial interpretar estos indicadores con cautela y tener en cuenta su contexto. Por último, como ya se ha mencionado, la credibilidad de un banco central puede verse afectada por acontecimientos fuera de su control. La medida que evalúa la credibilidad a través de las desviaciones con respecto a la meta es solo una aproximación, la realidad es más compleja y dinámica de lo que esta medida puede capturar por sí sola.

4. Conclusiones

La credibilidad en la política monetaria es un activo valioso para el Banco de la República. Permite alcanzar los objetivos de estabilidad de precios, crecimiento económico y estabilidad financiera de manera eficiente y a un menor costo. Una alta credibilidad en la política monetaria fortalece la confianza de los agentes económicos en el banco central y facilita la planeación de sus decisiones de consumo e inversión futuras.

Aunque la credibilidad no es constante, se gana lentamente a través de acciones consistentes y coherentes; sin embargo, también puede perderse rápidamente. Por ello, es crucial que los bancos centrales mantengan una comunicación clara y efectiva con el público, explicando sus decisiones y resultados.

En Colombia, la credibilidad del banco central se ha mantenido alta, a pesar de algunos episodios de alta inflación. Aunque la pandemia del covid-19 y sus secuelas han supuesto un desafío, la credibilidad se está recuperando rápidamente y se acercaría a su nivel promedio histórico al finalizar el horizonte de pronóstico (2025).

Referencias

- Blinder, Alan S. 2000. «Central-bank Credibility: Why do we Care? How do we Build it?» *American Economic Review* (American Economic Association) 590: 1421-1431.
- Bomfim, Antulio N., y Glenn D. Rudebusch. 2000. «Opportunistic and Deliberate Disinflation Under Imperfect Credibility.» *Journal of Money, Credit and Banking* 707-721.
- Bordo, Michael D., y Pierre L. Siklos. 2015. «Central Bank Credibility: An Historical and Quantitative Exploration.» *NBER Working Paper* 20824.
- Cepeda, Valentina, Bibiana Taboada-Arango, y Mauricio Villamizar-Villegas. 2023. «Can Central Bank Credibility Improve Monetary Policy? A Meta-Analysis.» *Borradores de Economía* (Banco de la República de Colombia).
- Cochrane, John H. 2001. «Long-term Debt and Optimal Policy in the Fiscal Theory of the Price Level.» *Econometrica* (Wiley Online Library) 69 (1): 69-116.
- Faust, Jon, y Lars Svensson. 2001. «Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals.» *International Economic Review* (Wiley Online Library) 42 (2): 369-397.
- González, Andrés, y Franz Hamann. 2011. «Lack of Credibility, Inflation Persistence and Disinflation in Colombia.» *Desarrollo y Sociedad* (Universidad de los Andes) 67: 61-97.
- Grajales-Olarte, Anderson, Franz Alonso Hamann-Salcedo, Sara Naranjo-Saldarriaga, y José David Pulido-Pescador. 2024. «Policy Implications of Losing Credibility: Lessons from Colombia's Post-Pandemic Inflationary Surge.» *Manuscrito no publicado*.
- Rogoff, Kenneth. 1985. «The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target.» *The Quarterly Journal of Economics* (MIT Press) 100 (4): 1169-1189.
- Sargent, Thomas J., y Neil Wallace. 1981. «Some Unpleasant Monetarist Arithmetic.» *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 5 (3): 1-17.
- Schmitt-Grohé, Stephanie, y Martín Uribe. 2022. «What Do Long Data Tell Us About the Inflation Hike Post COVID-19 Pandemic?» *National Bureau of Economic Research. Working Paper Series* (30357).
- Verbrugge, Randal J., y Saeed Zaman. 2023. «Post-COVID Inflation Dynamics: Higher for Longer.» *Federal Reserve Bank of Cleveland, Working Paper*.
- Walsh, Carl E. 1995. «Optimal Contracts for Central Bankers.» *The American Economic Review* 150-167.
- Woodford, Michael. 1998. «Control of the Public Debt: a Requirement for Price Stability?» En *The Debt Burden and its Consequences for Monetary Policy: Proceedings of a Conference held by the International Economic Association at the Deutsche Bundesbank*, 117-158. Frankfurt: Springer.

04/ Evolución y perspectivas de los mercados financieros y de crédito

4.1 Intermediación financiera de los establecimientos de crédito

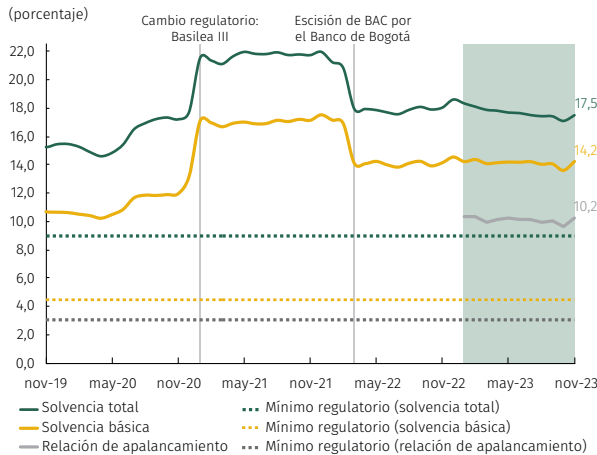
Los establecimientos de crédito¹ (EC) mantienen niveles altos de capital y una posición de liquidez sólida, lo cual les permitiría enfrentar la materialización de diversos riesgos. Durante 2023 los EC mantuvieron su solvencia básica, total y de apalancamiento en niveles por encima de los que exige la regulación (Gráfico 4.1, panel A)². En adición, los indicadores de liquidez de corto plazo (indicador de riesgo de liquidez: IRL) y de liquidez de fondeo estructural (CFEN) también presentan holgura, e incluso registraron un aumento en los últimos meses de 2023 (Gráfico 4.1, panel B y C)³. A pesar de estos altos niveles agregados, durante el año se presentaron episodios cortos de menor liquidez, a los que respondieron oportunamente la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) y el Banco de la República, con medidas regulatorias de la primera entidad, y con medidas de provisión de liquidez de la segunda. En todo caso, el sistema financiero es resiliente y estaría en capacidad de enfrentar choques adversos que pudieran afectar la liquidez de corto plazo y la solvencia individual⁴.

El nivel de provisiones de los EC permite cubrir la cartera vencida, la cual se incrementó durante 2023. Las provisiones⁵ totales de los EC aumentaron en 2023 y a

- 1 De acuerdo con la regulación colombiana, los bancos, corporaciones financieras, cooperativas financieras y compañías de financiamiento se definen como establecimientos de crédito (EC).
- 2 Los indicadores de solvencia reflejan la capacidad de los establecimientos de crédito para enfrentar sus obligaciones. En general, estas razones relacionan el capital de estas entidades financieras con los activos de su balance, teniendo en cuenta dentro del cálculo qué tan riesgosos son estos últimos. En ese sentido, entidades financieras que mantengan activos más riesgosos deben, bajo la regulación local, cubrir su posición con mayor capital, mientras que las entidades con menor apetito por el riesgo pueden mantener menores niveles patrimoniales. Para más información, véase *Basel Committee on Banking Supervision: Definition of Capital*, disponible en https://www.bis.org/basel_framework/standard/CAP.htm
- 3 Los indicadores de riesgo de liquidez están diseñados para garantizar que los establecimientos de crédito cuenten con suficientes reservas de liquidez de alta calidad para enfrentar requerimientos de sus recursos tanto en el corto como en el mediano plazo. El indicador de riesgo de liquidez (IRL) relaciona las tenencias de activos líquidos de alta calidad con los requerimientos de liquidez de corto plazo, mientras que el coeficiente de fondeo estable disponible (CFEN) relaciona de manera estructural el fondeo y los activos de la entidad, teniendo en cuenta qué tan estables son los pasivos y qué tanta estabilidad requiere los activos. Para más información, véase *Basel III: the Net Stable Funding Ratio*, disponible en <https://www.bis.org/bcbs/publ/d295.htm>, y *Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and Liquidity Risk Monitoring Tools*, disponible en <https://www.bis.org/publ/bcbs238.htm>
- 4 En particular, los EC estarían en una posición sólida para enfrentar choques como los que afrontaron algunos bancos regionales en Estados Unidos durante la primera mitad de 2023. Para más información, véase el Recuadro 3: “Estrés financiero en el sistema bancario en Estados Unidos y un ejercicio de sensibilidad sobre la solvencia de los establecimientos de crédito” en el *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre de 2023, disponible en <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/reporte-estabilidad-financiera/recuadro-3-estres-financiero-sistema>
- 5 Las provisiones se refieren a la reserva que realizan las entidades financieras para cubrir las posibles pérdidas que pueden afrontar por el incumplimiento de los deudores en el pago de su obligación.

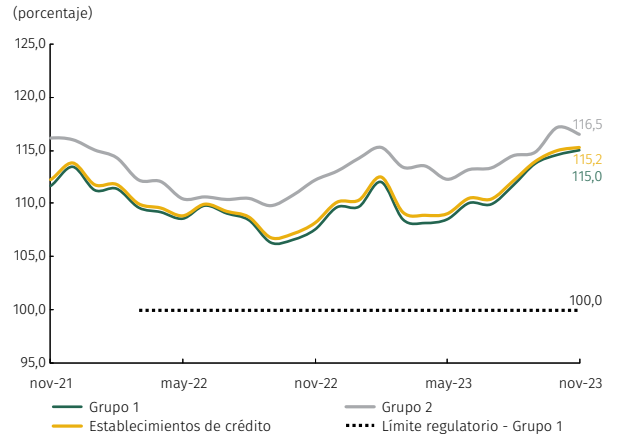
Gráfico 4.1
Indicadores de capital adecuado y liquidez de los EC

A. Indicadores de solvencia y apalancamiento



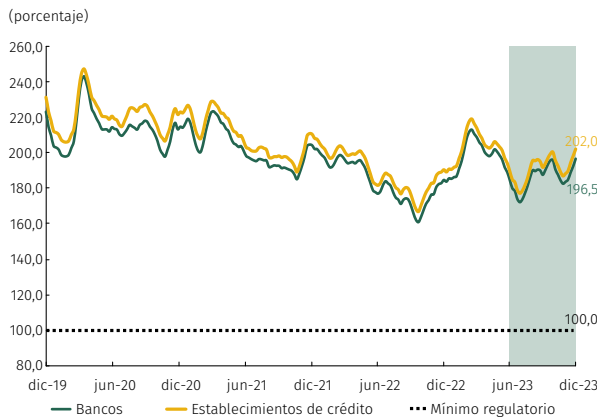
Nota 1: las cifras reportadas desde enero de 2021 de solvencia y solvencia básica no son comparables con la serie histórica debido al cambio regulatorio que exigió a las entidades empezar a converger a los lineamientos establecidos por Basilea III. Nota 2: los límites regulatorios de solvencia total y básica son 9% y 4,5%, respectivamente. En 2023 (2024) los límites que incluyen el colchón de conservación son 10,125% (10,5%), 6,75% (7,5%) y 5,625% (6,0%) para la solvencia total, básica adicional y básica, en su orden. Para las entidades sistémicamente importantes se requieren 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.

C. CFEN



Nota 1: las entidades del grupo 1 se componen por los bancos cuyo activo representa al menos el 2% del activo total de los bancos con corte al 31 de diciembre del año inmediatamente anterior. En el grupo 2 se incluyen los EC que no hacen parte del grupo 1 y para las cuales la cartera de créditos y las operaciones de leasing correspondan a un activo significativo. En el grupo 3 se incluyen los EC que no hacen parte de los grupos anteriores y que tienen como activo significativo a las inversiones y operaciones con derivados. Nota 2: el CFEN de los EC se calcula empleando la información correspondiente a las entidades de los grupos 1 y 2. No se incluyen las entidades del grupo 3 dado que estas no deben cumplir con un límite regulatorio, por lo que el reporte de su CFEN es de carácter informativo. Nota 3: en el cálculo del CFEN del grupo 2 y del total de EC se incluyen las Instituciones Oficiales Especiales (IOE). Nota 4: solo se muestra el límite regulatorio correspondiente al grupo 1 dado que este límite es el más alto. Para los grupos 1 (2) los límites regulatorios se fijaron en 80% (60%) desde marzo de 2020, en 90% (70%) desde marzo de 2021 y 100% (80%) desde marzo de 2022. Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

B. IRL

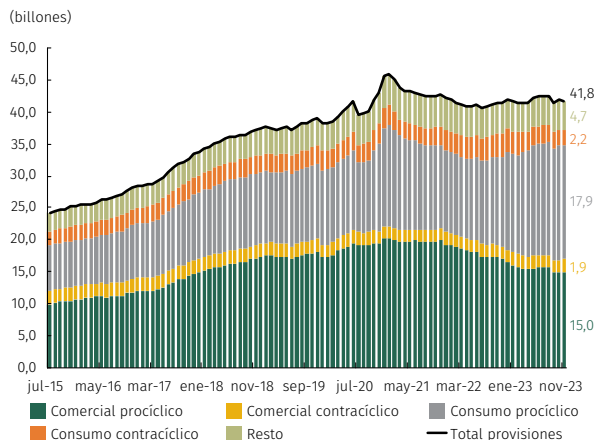


Nota: el IRL promedio se calcula como la razón entre el promedio de las últimas cuatro semanas del mes de los activos líquidos ajustados por liquidez de mercado y riesgo cambiario (ALM) con respecto al promedio de las últimas cuatro semanas del mes de los requerimientos netos de liquidez (RNL) para un horizonte de 30 días. Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

noviembre registraron una tasa de crecimiento real⁶ del 1,1% (Gráfico 4.2). Sin embargo, el análisis por componentes sugiere que los EC han desacumulado las provisiones contracíclicas (crecimiento real del -39,3% en consumo y -6,8% en comercial),

6 Las tasas de crecimiento real de esta sección se calculan utilizando el índice de precios al consumidor sin alimentos.

Gráfico 4.2
Evolución de las provisiones

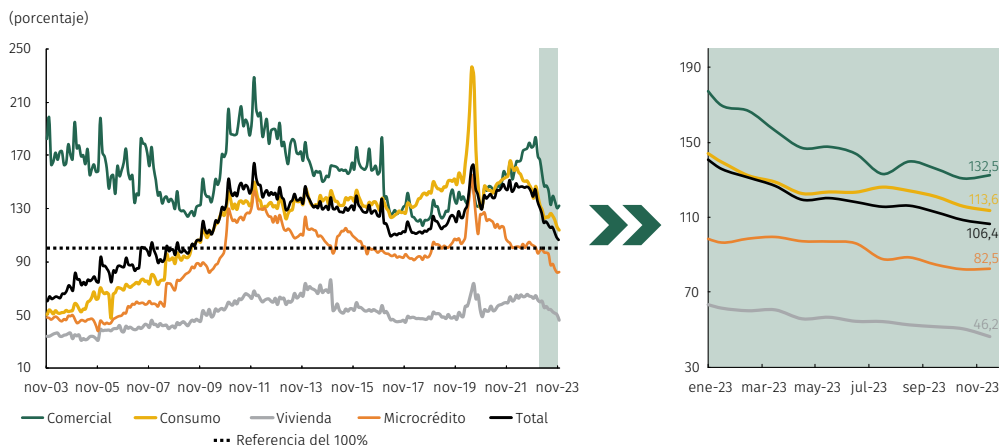


Notas: el componente procíclico corresponde a las provisiones que se constituyen sobre cada deudor en función de su calificación de riesgo. El componente contracíclico corresponde a las provisiones que se acumulan por deudor con el fin de emplearlas posteriormente en momentos de alto deterioro de la cartera. El rubro resto corresponde a vivienda, microcrédito y otras. En el cálculo no se incluyen las provisiones generales adicionales.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

diseñadas para hacer frente a escenarios de deterioro de la calidad del crédito. Pese al incremento de las provisiones, el indicador de cubrimiento (razón entre las provisiones y la cartera vencida) para todas las carteras se redujo en lo corrido de 2023 debido al aumento más que proporcional de la cartera vencida, definida como el saldo de los créditos con mora superior a treinta días. No obstante, los niveles de cubrimiento son elevados: para las carteras total, de consumo y comercial el indicador se ubicó por encima del 100%, mientras que para las carteras de microcrédito y vivienda se encontró alrededor del 82% y 46%, en su orden (Gráfico 4.3)⁷.

Las carteras vencida y riesgosa aumentaron durante 2023 para todas las modalidades, en línea con el proceso de ajuste de la economía, la mayor toma de riesgos en el mercado de crédito observada en 2022 y, según algunos intermediarios, la menor información disponible en las centrales de crédito por cuenta de la Ley de Borrón y Cuenta Nueva (Ley 2157 de 2021⁸). Al cierre de noviembre de 2023, el crecimiento real anual de la cartera con mora superior a treinta días de los EC se ubicó en un 31,0%, como consecuencia de la contribución de todas las modalidades (Gráfico 4.4). Sin embargo, la cartera vencida muestra menores aceleraciones desde julio de 2023, comportamiento alineado con menores tasas de crecimiento de la cartera en mora de la modalidad de consumo. Acorde con dicha dinámica, los indicadores tradicionales de riesgo de crédito, indicador de calidad por mora (ICM)⁹ e indicador de calidad por riesgo

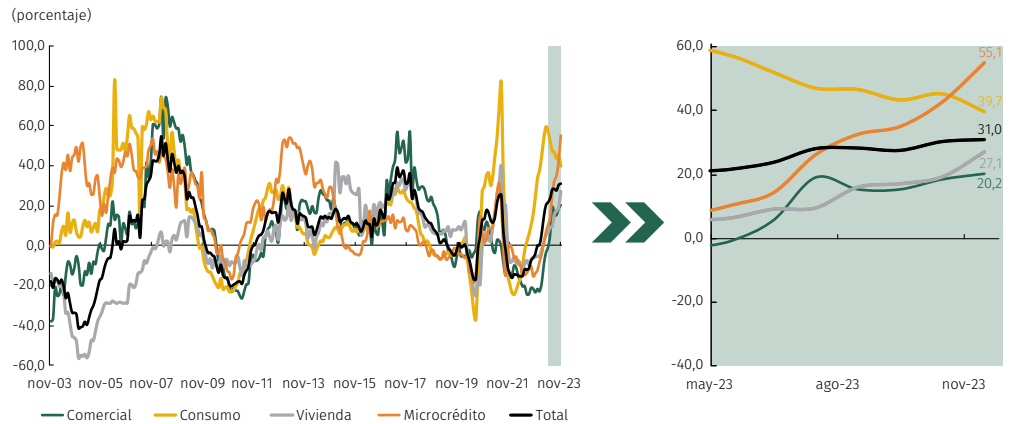
Gráfico 4.3
Indicador de cubrimiento



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

- 7 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 que las de las demás modalidades.
- 8 Asimismo, en octubre de 2023 entró en vigencia la Ley “Dejen de Fregar” (Ley 2300 de 2023) que limitó los horarios, días y canales a través de los cuales los EC pueden contactar a sus clientes con el fin de recuperar la cartera. Esta ley, según algunos intermediarios, también tiene impactos sobre la cartera vencida.
- 9 Se calcula como la razón entre la cartera vencida y la cartera bruta total (la cartera vencida incluye el saldo de los créditos que se han dejado de pagar por un periodo mayor a treinta días).

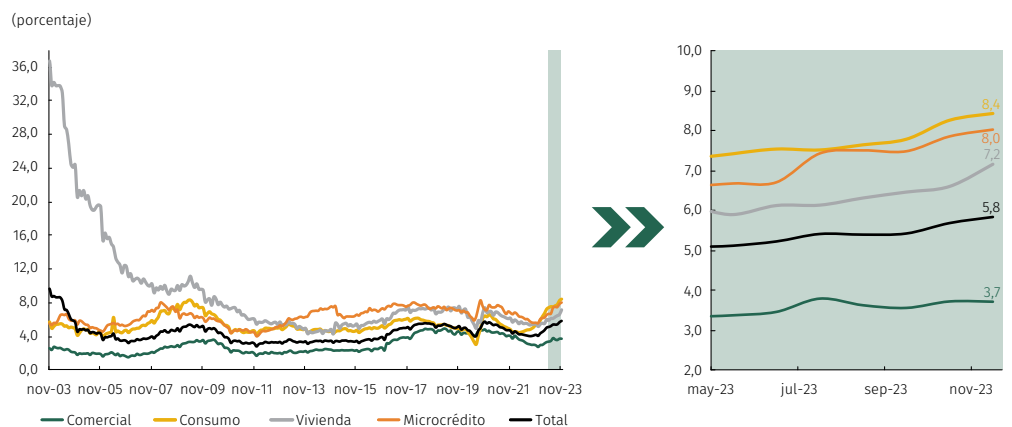
Gráfico 4.4
Crecimiento real anual de la cartera vencida



Notas: los crecimientos reales presentados en este gráfico se calcularon utilizando el índice de precios al consumidor sin alimentos. Datos con balances preliminares para noviembre de 2023. Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

(ICR)¹⁰ se ubicaron en el 5,8% y 9,6%, respectivamente, luego de haberse ubicado en el 4,1% y 7,9% al finalizar 2022. En ambos casos se destacan los deterioros para las carteras de consumo y microcrédito (Gráfico 4.5).

Gráfico 4.5
Indicador de calidad por mora (ICM)

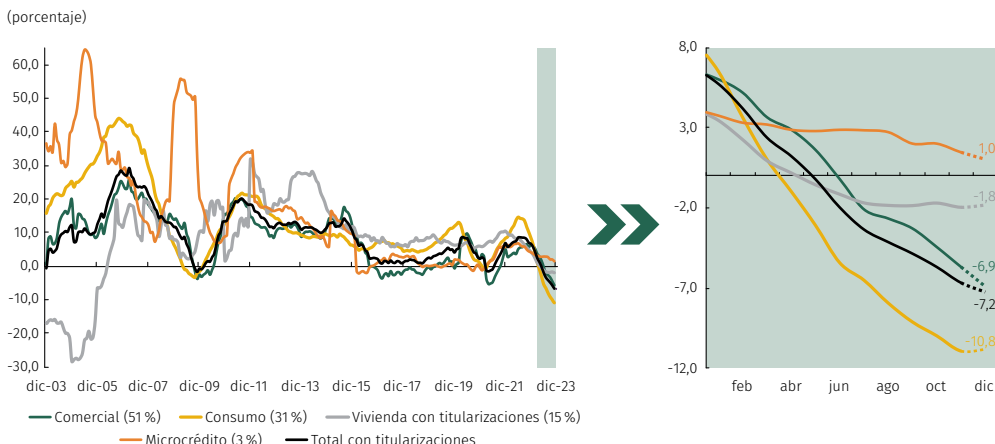


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

El aumento de las carteras vencida y riesgosa y de las provisiones del sistema se dio en un entorno de desaceleración del crédito, el cual registró tasas de decrecimiento reales desde mediados de 2023. Este comportamiento del crédito estuvo en línea con el proceso de ajuste de la actividad económica a niveles más sostenibles en el mediano plazo. En un contexto de menor toma de riesgos por parte de los EC y de menor demanda por parte de los prestatarios, la cartera total se desaceleró y a diciembre de 2023 registró una tasa de crecimiento real del -7,2%, ubicándose alrededor de COP 676,7 b (43,6% del PIB; Gráfico 4.6). Este comportamiento se explicó por el menor dinamismo de las diferentes modalidades de crédito, en especial de las carteras de consumo y comercial, que representan cerca del 31% y del 61% de la cartera bruta total de los EC, respectivamente. A finales de 2023, la tasa de crecimiento real de la modalidad de consumo se ubicó en un -10,8%, y en un -6,9% para la modalidad comercial. En contraste, la cartera de microcrédito exhibe tasas positivas desde marzo de 2021, pese a que su crecimiento se ha desacelerado.

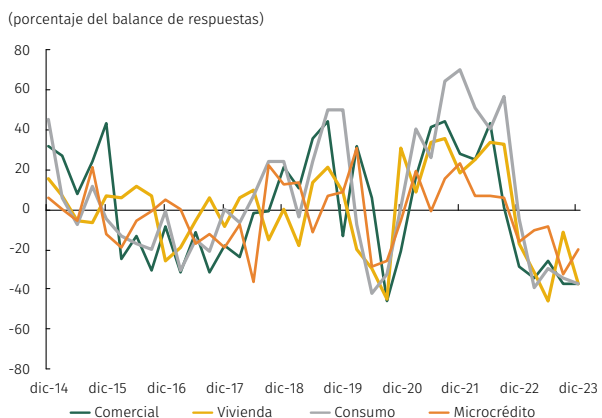
10 Se calcula como la proporción entre la cartera riesgosa y la cartera bruta total.

Gráfico 4.6
Crecimiento real anual de la cartera bruta de los establecimientos de crédito



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

Gráfico 4.7
Percepción de la demanda de crédito para los establecimientos de crédito



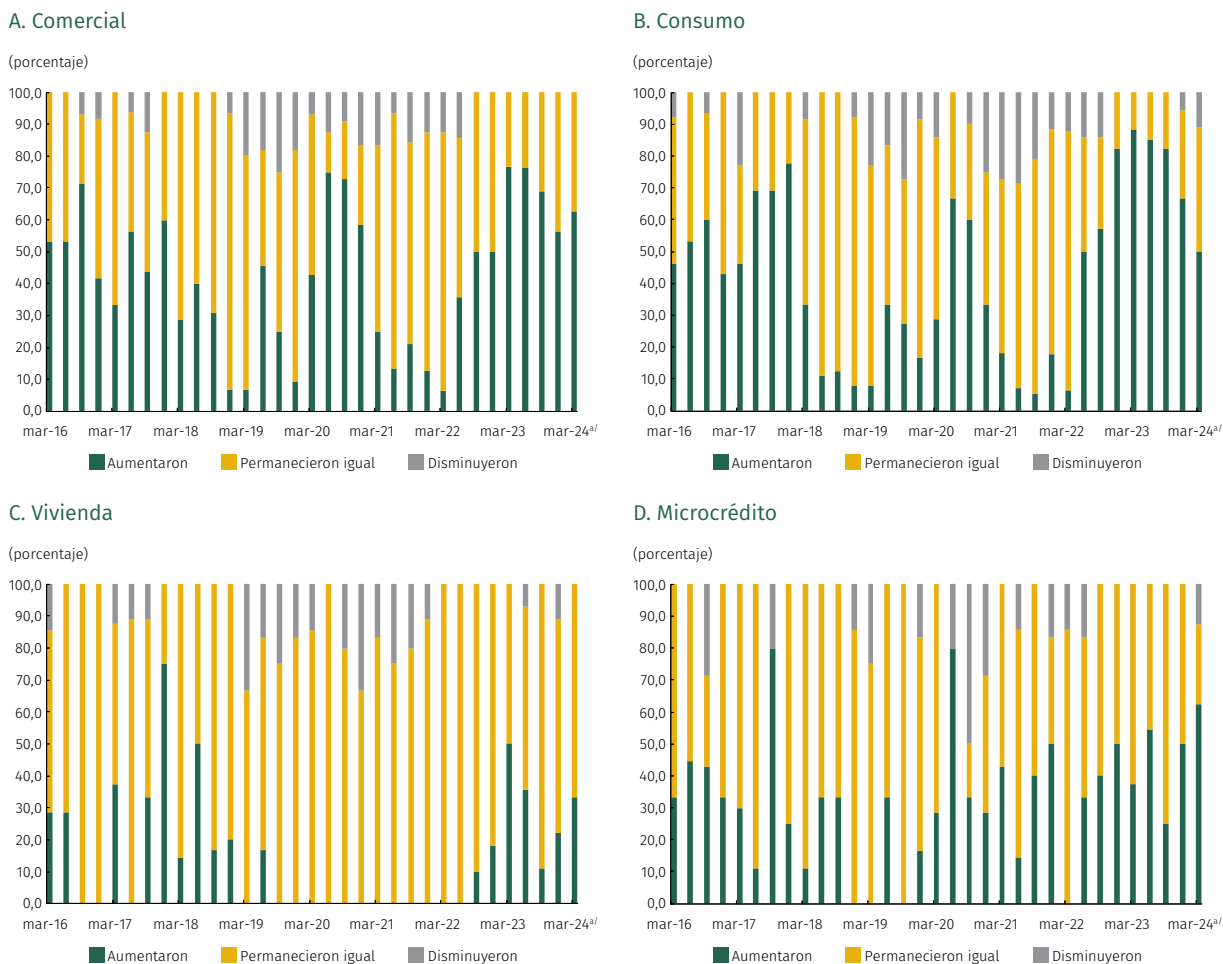
Nota: un resultado positivo (negativo) del balance de respuestas se interpreta como una percepción general de un aumento (reducción) en la demanda de crédito percibida por los EC. Fuente: Reporte de la situación del crédito en Colombia, diciembre de 2023; cálculos del Banco de la República.

La corrección del crecimiento del crédito ha sido ordenada y se ha dado, en parte, gracias al ajuste de la tasa de política monetaria, y a unas mayores exigencias para otorgar nuevos préstamos por parte de los establecimientos de crédito. Tanto la percepción de la oferta como de la demanda de crédito, medida por una encuesta a las entidades bancarias, se ajustaron a la baja durante 2023¹¹. Los resultados de la *Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia* realizada por el Banco de la República, con corte a diciembre de 2023, muestran que la percepción que tienen los EC sobre la demanda de crédito para todas las modalidades continúa en valores negativos, lo que sugiere un bajo dinamismo de la demanda¹². Sin embargo, se observa que durante 2023 dicha percepción se estabilizó para todas las carteras, después de presentarse una tendencia decreciente desde mediados de 2022 (Gráfico 4.7). Durante el mismo periodo se observó una mayor proporción de bancos que aumentaron sus requerimientos para la asignación de nuevos créditos frente a 2022, especialmente para las carteras de consumo, comercial y de vivienda (Gráfico 4.8). Este endurecimiento en las exigencias de otorgamiento de crédito se suma al presentado durante 2022, que contribuyó, junto con la debilidad de la demanda de crédito, a la caída en el crecimiento de la cartera. Según la encuesta, para el primer trimestre de 2024 se espera que una mayor proporción de bancos aumenten las exigencias para la asignación de nuevos préstamos

11 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 realiza a los establecimientos de crédito locales, disponible en: <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/reporte-situacion-credito-colombia>

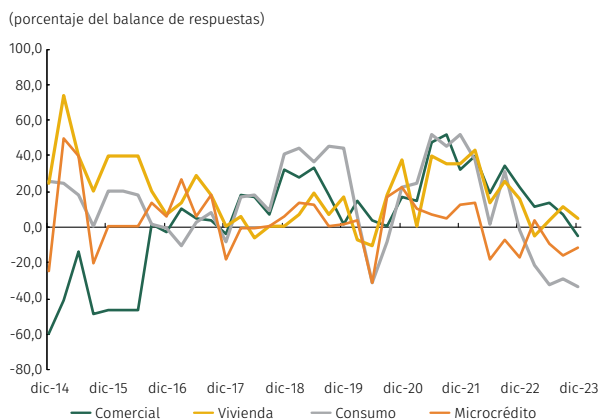
12 A los establecimientos de crédito se les preguntó cómo cambió la demanda por nuevos créditos durante los últimos tres meses (1 = inferior; 2 = levemente inferior; 3 = igual; 4 = levemente superior, y 5 = superior). El balance es la diferencia entre el porcentaje de encuestados que respondieron 4 y 5, y aquellos que señalaron 1 y 2. Un resultado positivo del balance se interpreta como una percepción general de un aumento en la demanda.

Gráfico 4.8
Cambios de las exigencias en la asignación de nuevos créditos (bancos)



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

Gráfico 4.9
Percepción de la oferta de nuevos créditos por parte de los establecimientos de crédito

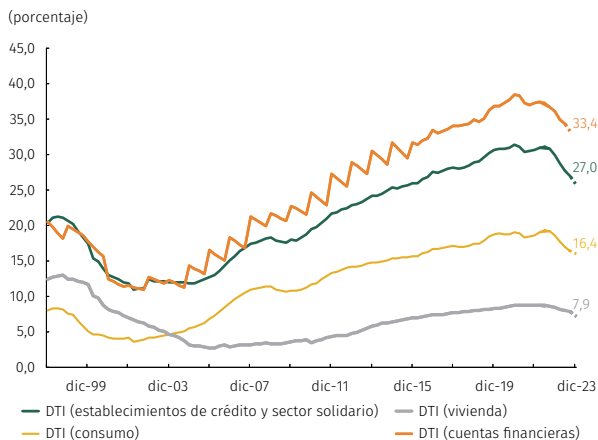


Nota: un resultado positivo (negativo) del balance de respuestas se interpreta como una percepción general de un aumento (reducción) en la oferta de crédito.
Fuente: *Reporte de la situación del crédito en Colombia*, diciembre de 2023; cálculos del Banco de la República.

para todas las modalidades, a excepción de la modalidad de consumo. Por otra parte, los EC percibieron que durante 2023 se redujo la oferta de créditos para todas las modalidades, a excepción de la modalidad de vivienda (Gráfico 4.9). Teniendo en cuenta estos resultados, podría esperarse que durante el primer trimestre de 2024 las condiciones para el otorgamiento de crédito continúen siendo restrictivas.

Un desarrollo muy positivo tiene que ver con que la razón deuda a ingreso de los hogares continúa reduciéndose respecto a los valores históricamente altos observados en 2022, alcanzando niveles similares a los observados en 2017. Asimismo, el nivel de ahorro continúa recuperándose y la carga financiera reduciéndose. Con información a septiembre de 2023, el apalancamiento de los hogares, medido por la razón de deuda a ingreso disponible (DTI por su sigla en inglés), completó cinco trimestres consecutivos de reducciones y se espera que haya continuado ajustándose ordenadamente a niveles más bajos al cierre de 2023 (Gráfico 4.10). Este comportamiento se explica, principalmente, porque la deuda de los hogares ha presentado desaceleraciones de manera sostenida en el último año.

Gráfico 4.10
Deuda a ingreso disponible de los hogares (DTI)



Nota: el gráfico presenta el indicador de deuda a ingreso (DTI por su sigla en inglés). Para ello se utiliza el ingreso disponible ajustado bruto de los hogares que proviene de las cuentas nacionales por sector institucional. Los segmentos punteados corresponden a pronósticos del indicador a partir de los escenarios macroeconómicos base del equipo técnico del Banco de la República y una senda de bajo crecimiento de la cartera de los establecimientos de crédito y sector solidario. Para el DTI de consumo y vivienda se supone que la participación de estos portafolios en el total permanece constante en el horizonte de pronóstico. Por insuficiencia de información no se realiza una estimación del pronóstico del DTI (cuentas financieras). En el gráfico se presentan cuatro medidas de endeudamiento:

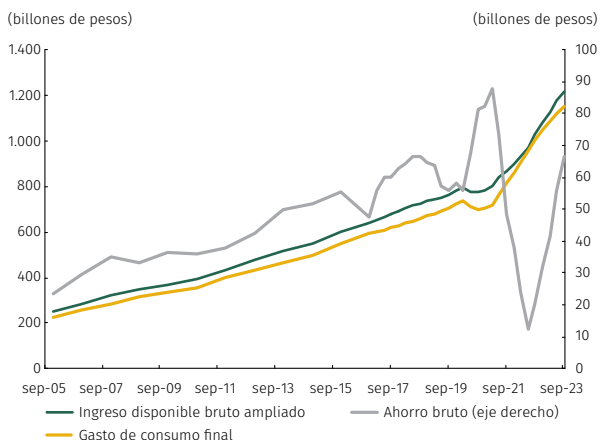
1. Línea verde: deuda de los hogares con los establecimientos de crédito supervisados por la Superintendencia Financiera de Colombia, las cooperativas de ahorro y crédito, los fondos de empleados y la Titularizadora Colombiana.
2. Línea naranja: deuda de los hogares proveniente de los saldos de las cuentas financieras publicadas por el Banco de la República. Adicional a lo incluido en la línea verde, se incluyen los microcréditos y los créditos comerciales a cargo de personas naturales, además de obligaciones con otras instituciones financieras.
3. Línea amarilla: créditos de consumo con establecimientos de crédito.
4. 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.

Por su parte, el ahorro de los hogares continúa recuperándose y por primera vez en los últimos dos años se ubica por encima de los niveles prepandemia (Gráfico 4.11), consecuencia de que el gasto de los hogares ha presentado desaceleraciones, mientras que su ingreso ha crecido. Finalmente, al cierre de 2023 la carga financiera de los hogares que reciben nuevos créditos reportada por los bancos en la *Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia*¹³, definida como la proporción del ingreso disponible destinada al pago de obligaciones financieras, se mantuvo relativamente estable con respecto a lo observado el trimestre anterior, consolidando las mejoras presentadas a lo largo del año (Gráfico 4.12).

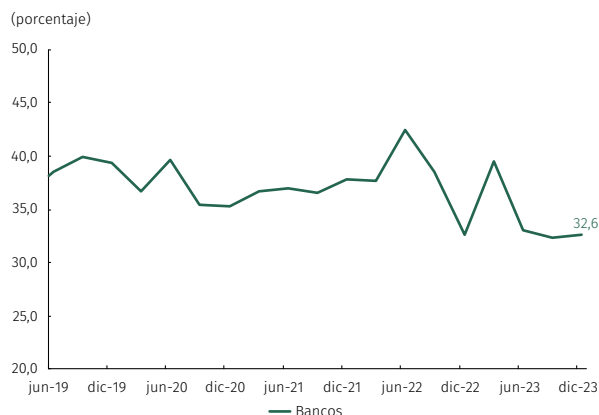
En 2023 el endeudamiento del sector corporativo como proporción del PIB se redujo en un contexto de apreciación del peso colombiano, desaceleración de la actividad económica, y una contracción de la cartera real. A septiembre de 2023, la deuda del sector corporativo privado representó el 49,5% del PIB anualizado, acumulando una reducción de 4,3 pp frente a diciembre de 2022 (Gráfico 4.13). Esta reducción estuvo explicada, principalmente, por la apreciación del peso y su efecto sobre la deuda denominada en dólares, y 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 relativamente estable y sigue representando la mayor parte de la deuda en moneda extranjera (73,3%). La tendencia de reducción del indicador de deuda del sector corporativo privado como proporción del PIB quizás continuó durante el cuarto trimestre de 2023, dada la estabilidad de la tasa de cambio local y la desaceleración de la cartera comercial.

Gráfico 4.11
Ahorro bruto de los hogares y sus componentes



Nota: el ingreso disponible bruto ampliado 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.

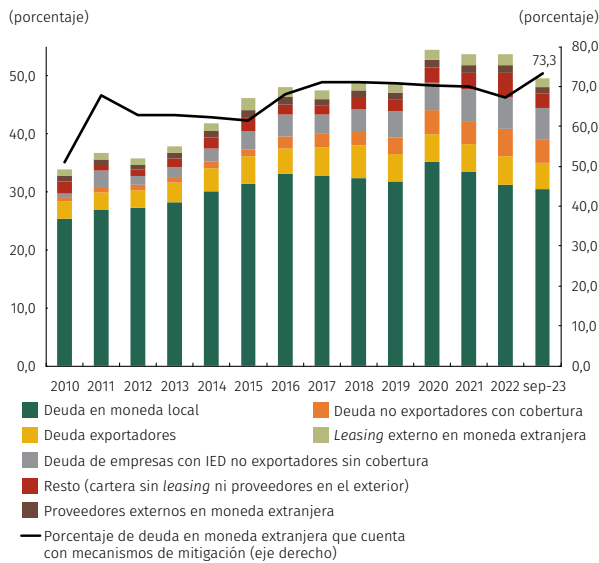
Gráfico 4.12
Carga financiera promedio ponderado de los hogares que accedieron a nuevos créditos



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

13 La carga financiera corresponde al promedio ponderado por la cartera destinada a hogares (consumo y vivienda) del indicador reportada por los bancos en la *Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia*.

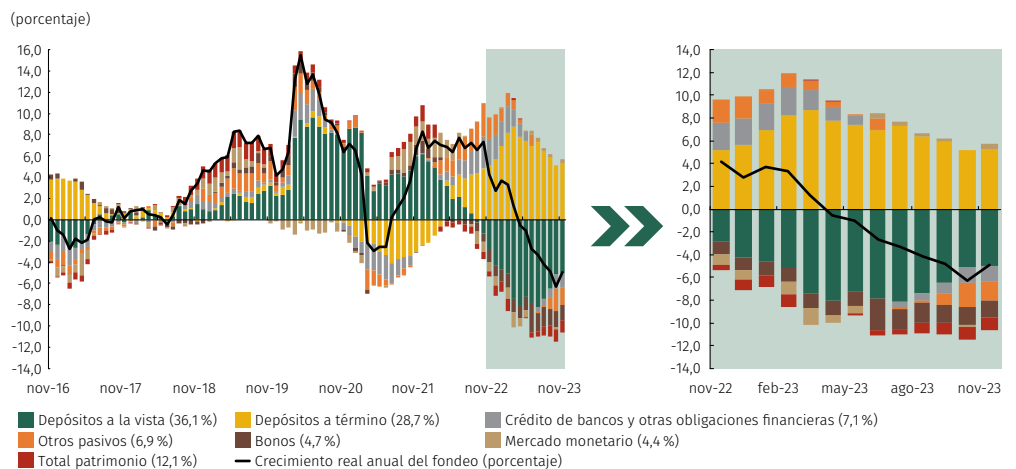
Gráfico 4.13
Endeudamiento del sector corporativo privado, por cobertura cambiaria, inversión extranjera directa (IED) y comercio exterior del deudor (porcentaje del PIB)



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.

El menor crecimiento de la cartera durante 2023 vino acompañado de un menor ritmo de aumento del fondeo de los EC. La recomposición de fuentes de fondeo a favor de los certificados de depósito a término (CDT) se mantuvo, pero cedió un poco hacia final del año. El fondeo de los EC, entendido como la suma del pasivo y patrimonio, también experimentó una desaceleración durante 2023 y se contrajo en términos reales anuales desde abril (Gráfico 4.14). Los depósitos de los clientes, que constituyen la principal fuente de recursos para los EC, mostraron una tendencia a la desaceleración a lo largo del año. Lo anterior fue resultado de caídas en el margen en el saldo de los depósitos a la vista (como las cuentas de ahorro y las cuentas corrientes) hasta el tercer trimestre del año, y la reducción en el ritmo de aumento del saldo de los CDT. Para estos últimos, a pesar de que las tasas de crecimiento anual fueron altas durante todo el año (14,6% en términos reales), el saldo tendió a estabilizarse en el segundo semestre, con lo que los CDT aportaron positivamente en el crecimiento del fondeo, pero a un ritmo cada vez menor¹⁴. Cabe señalar que la recomposición desde depósitos a la vista hacia CDT se venía observando desde 2022, acorde con los requerimientos del coeficiente de fondeo estable neto (CFEN), la reversión del choque de preferencia por activos líquidos durante la pandemia, y una mayor demanda del público por estos títulos dadas las altas tasas de interés y de inflación (Gráfico 4.15). Para el cuarto trimestre el saldo de las cuentas de ahorro se incrementó en el margen¹⁵ y dicha recomposición se frenó de forma transitoria, aunque las captaciones

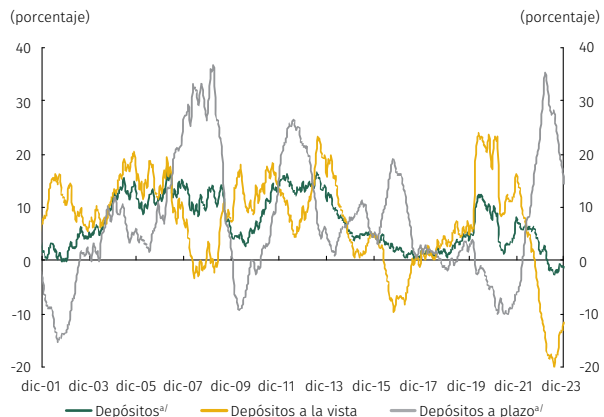
Gráfico 4.14
Crecimiento real anual del fondeo y contribución al crecimiento de sus componentes



Nota 1: en paréntesis se encuentra la participación de cada rubro en el fondeo (pasivo + patrimonio) con corte a noviembre de 2023.
Nota 2: los depósitos a término incluyen los CDT y CDAT.
Nota 3: el rubro de otros pasivos incluye otros depósitos y exigibilidades, cuentas por pagar, BOCAS y BOCEAS.
Nota 4: el crecimiento real anual del fondeo se calcula utilizando el índice de precios al consumidor sin alimentos.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

- 14 En el cuarto trimestre de 2023 el monto mensual promedio captado en CDT fue superior en un 22,9% al observado en 2022, aunque fue menor al de 2023 en un 5,5%.
- 15 El incremento se dio en las cuentas del sector privado, principalmente. En octubre y noviembre el incremento estuvo concentrado en empresas y en sociedades financieras (distintas a establecimientos de crédito), mientras que en diciembre también se observó un aumento en los saldos de personas naturales.

Gráfico 4.15
Saldo de los depósitos por plazos
(variación anual real)^{a/}



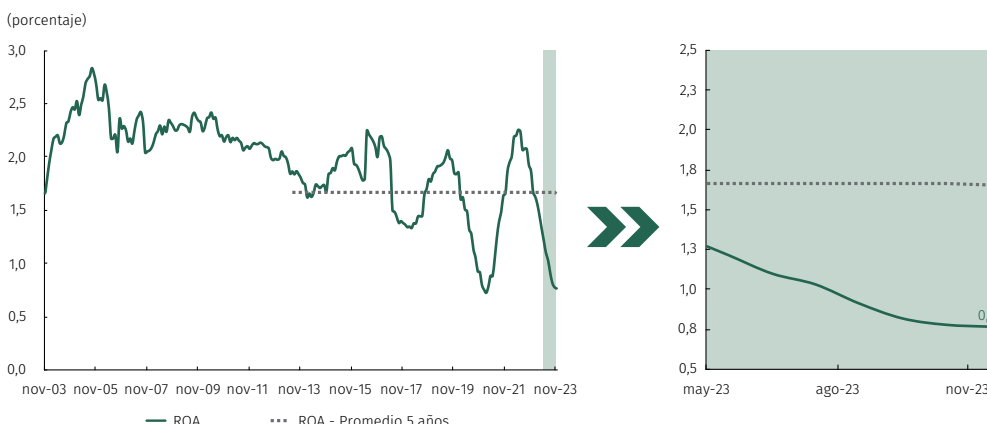
a/ Deflactado utilizando el IPC sin alimentos.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

de CDT permanecieron elevadas frente al promedio de 2022. Lo anterior es consistente con la regulación del CFEN, que incentiva un fondeo más estable en los EC.

El indicador de rentabilidad de los EC disminuyó en 2023 por cuenta del mayor gasto en provisiones y un menor ingreso neto por intereses, luego de los altos niveles alcanzados en 2022. El indicador de rentabilidad del activo (ROA)¹⁶ cayó por debajo del promedio de los últimos cinco años, ubicándose en un 0,8% a noviembre de 2023, luego de los niveles históricamente altos observados en 2022 (Gráfico 4.16). Este comportamiento es heterogéneo entre entidades. El número de EC que registra rentabilidades negativas ha aumentado. En particular, a enero de 2023 se identificaron con rentabilidad negativa once entidades que participaban con el 1,9% del activo y 2,3% de la cartera total de los EC, y a noviembre se encontraron veinticuatro que concentran el 12,5% del activo y el 13,8% de la cartera.

El comportamiento de las tasas de interés del mercado monetario y de depósitos estuvo influenciado por las necesidades de fondeo de los EC, las regulaciones implementadas por la SFC y las medidas tomadas por el Banco de la República. En marzo de 2023 entró en vigencia una modificación sobre el cálculo del fondeo disponible, el cual redujo los niveles del CFEN¹⁷. Al mismo tiempo, se presentó un vencimiento importante de deuda pública, con lo cual las entidades financieras contaron con abundante liquidez entre marzo y abril. Para los meses siguientes, los depósitos del Gobierno en el Banco subieron de forma significativa, drenando liquidez a la economía, lo cual coincidió con un pico de vencimientos de CDT hacia el tercer trimestre, especialmente en plazos

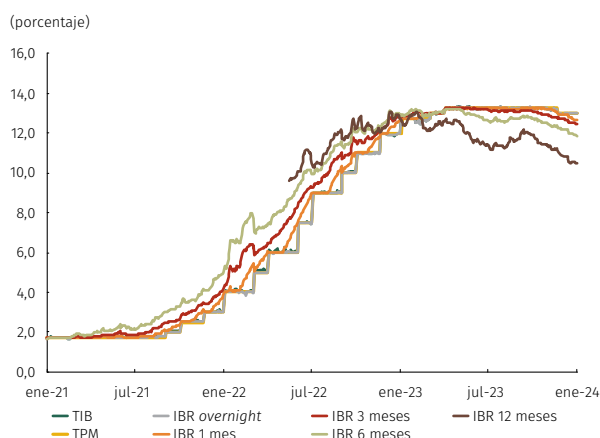
Gráfico 4.16
Rentabilidad de los activos de los establecimientos de crédito



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

- 16 El ROA se calcula como la razón entre la utilidad anualizada de los EC y el valor de su activo total.
- 17 En particular, a partir de marzo de 2023 se redujo la ponderación del 25% al 0% del saldo de los depósitos a la vista de las entidades financieras vigiladas y de los fondos de inversión colectiva abiertos sin pacto de permanencia (Ficaspp), dentro del cálculo del fondeo estable disponible. De esta manera, los recursos que las entidades tienen de estas contrapartes ya no se contabilizan dentro de la liquidez de fondeo estructural.

Gráfico 4.17
Tasa de política monetaria, tasa interbancaria
e IBR (*overnight*, a 1, 3, 6 y 12 meses)



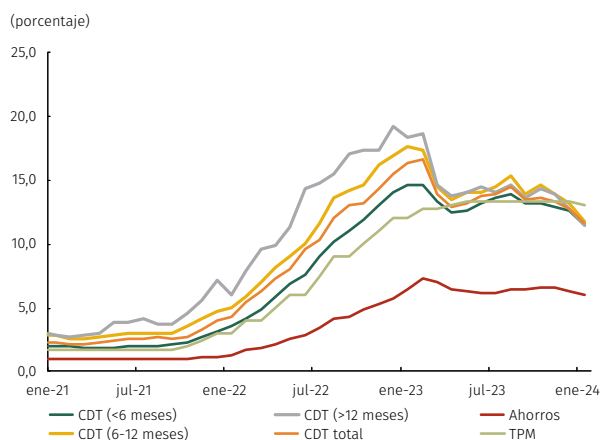
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Financiera (formato 414); cálculos del Banco de la República.

mayores a un año¹⁸. A esta situación se adicionó la incertidumbre que se generó en torno a la administración temporal del portafolio del Fonpet por parte de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional desde abril, dado el tamaño del fondo y su portafolio de CDT¹⁹. Como se señaló, los CDT tienen un papel preponderante en el fondeo estructural de los EC, al ser la principal fuente de financiación a mediano y largo plazos con sus clientes, más aún cuando las entidades financieras han venido reduciendo su participación como emisores de bonos²⁰, por lo que la situación descrita se reflejó en un incremento de las tasas de interés de captación tanto en términos absolutos como en relación a las tasas de los TES y las tasas *overnight indexed swap* (OIS) a plazos similares (Gráfico 4.17).

El Banco dispuso subastas de repos con deuda pública a 90 y 180 días²¹, en las cuales adjudicó un total de COP 2,1 billones (b), para reducir la presión en el fondeo durante agosto y septiembre. Estas subastas complementaron las compras de TES que el Banco venía adelantando desde mayo, como parte de las operaciones que propendían por compensar el efecto de los mayores depósitos del Gobierno en el Banco de la República sobre la liquidez primaria²². Por su parte, a finales de agosto la SFC introdujo modificaciones a la regulación del cálculo del CFEN en línea con el proceso de convergencia hacia los estándares internacionales de Basilea III, las cuales se implementaron en septiembre. De esta manera, flexibilizó temporalmente el cálculo del fondeo disponible de los EC, llevando a un aumento generalizado sobre el CFEN²³.

- 18 De acuerdo con la información de Deceval, en agosto los vencimientos de CDT fueron un 42 % más altos que los observados en promedio en el primer semestre, y si se consideran los que originalmente habían sido emitidos a un plazo de un año o más, los vencimientos fueron más del doble que en los meses previos.
- 19 Con corte a marzo de 2023, y de acuerdo con la información de la Contaduría General de la Nación, el Fonpet tenía activos por cerca de COP 57 b, de los cuales alrededor de COP 10,5 b eran CDT. La adjudicación de la administración del 25% del fondo al Consorcio Prag, conformado por Fiduvisora y Fiduagraria en septiembre, contribuyó a dejar de manifiesto el compromiso del Gobierno de continuar buscando un administrador para dichos recursos.
- 20 En 2023 solo emitieron bonos Bancóldex (COP 600 mm) en octubre, y Serfinanza (COP 25 mm) en noviembre, con lo que el monto emitido fue menor al 30 % del registrado en 2022 (COP 2.177 mm) y al 10 % del observado en 2021 (COP 6.335 mm).
- 21 Las subastas a 90 días se realizaron diariamente, mientras que las de 180 días una vez por semana. La última subasta a 90 días se realizó el 29 de septiembre y para 180 días fue el 28 de septiembre. Véase <https://www.banrep.gov.co/es/noticias/oferta-repos-deuda-publica-agosto-2023> y <https://www.banrep.gov.co/es/noticias/oferta-repos-deuda-publica-septiembre-2023>
- 22 Entre mayo y agosto el Banco adquirió TES en el mercado secundario por COP 10 b. Véase el sombreado base monetaria y M3.
- 23 Específicamente, el cambio regulatorio de la SFC elevó de forma transitoria hasta agosto de 2025 las ponderaciones en el fondeo estable disponible (FED), de los depósitos a la vista de fondos de inversión colectiva abiertos sin pacto de permanencia y entidades financieras vigiladas desde 0% hasta 25%; estas ponderaciones son las que se habían modificado en marzo de 2023. Además, en línea con Basilea III, se introdujo la segmentación de depósitos operativos. Este cambio tuvo un efecto positivo sobre el FED de las entidades y, por consiguiente, sobre el CFEN.

Gráfico 4.18
Tasas de interés pasivas



Nota: la tasa de política corresponde a la establecida por la JDBR en su reunión del mes correspondiente, las demás tasas corresponden al promedio del mes (ponderado por monto).
Fuente: Superintendencia Financiera (formato 441); cálculos del Banco de la República.

Las tasas de interés de captación alcanzaron su nivel más alto en los primeros meses de 2023, y posteriormente descendieron y fluctuaron alrededor de un nivel más bajo. Hasta febrero las tasas de captación (de nuevos CDT y de los depósitos de ahorro) continuaron aumentando de forma pronunciada como lo habían hecho el año anterior, permaneciendo concentradas a plazos superiores a seis meses (Gráfico 4.18). Tras el vencimiento de deuda pública de finales de febrero y las modificaciones del CFEN en marzo, en los meses siguientes se observaron reducciones significativas en las tasas de todos los plazos de CDT, disminuyendo la brecha de estas respecto a la TPM y concentrando las nuevas captaciones en plazos de hasta seis meses. Aunque parte del descenso observado en el segundo trimestre se reversionó en el tercero, producto de las condiciones que ya se explicaron, hacia finales de año las tasas de CDT descendieron de nuevo. A diciembre el nivel de la tasa de los CDT fue menor al de diciembre de 2022 en 266 pb. Por su parte, la tasa de interés de las cuentas de ahorros también presentó un descenso significativo entre marzo y abril y se mantuvo relativamente estable el resto del año. Sin embargo, respecto al nivel de diciembre de 2022, a finales del año esta tasa subió 58 pb. En enero de 2024 las tasas de interés de captación continuaron bajando, de forma más pronunciada para los CDT que para los depósitos de ahorro.

Las tasas de interés de colocación de los créditos alcanzaron un máximo en el primer trimestre de 2023 y desde entonces la mayoría presentó una tendencia decreciente. Al igual que las tasas de captación, en el primer trimestre del año las tasas de interés de las diferentes modalidades de crédito continuaron ascendiendo y luego comenzaron a descender. De esta forma, con corte a diciembre presentaron una reducción importante respecto a sus niveles de un año atrás²⁴ (Gráfico 4.19). Esta disminución se dio en un entorno de desaceleración económica y deterioro de los indicadores de morosidad y calidad de la cartera, sugiriendo que los nuevos créditos fueron otorgados a clientes con un nivel de riesgo menor respecto a lo observado un año atrás (especialmente en consumo), por la disminución en el costo de fondeo, y por expectativas de una menor inflación y tasa de interés de política monetaria. La tendencia al descenso se mantuvo en enero de 2024 para la mayoría de las tasas de colocación²⁵.

4.2 Mercados financieros locales

4.2.1 Mercado cambiario

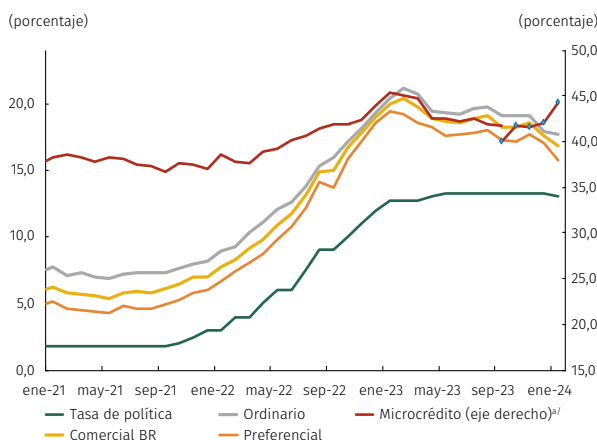
Para mantener una tasa de inflación baja y estable y alcanzar el máximo nivel sostenible del producto y el empleo, el Banco

24 En particular, a diciembre de 2023 la tasa comercial agregada bajó 138 pb respecto a diciembre de 2022, la de microcrédito lo hizo 333 pb, consumo 263 pb (pero las libranzas sí presentaron un aumento de 29 pb), la de tarjeta de crédito 431 pb, adquisición de VIS 156 pb y distinto de VIS 21 pb.

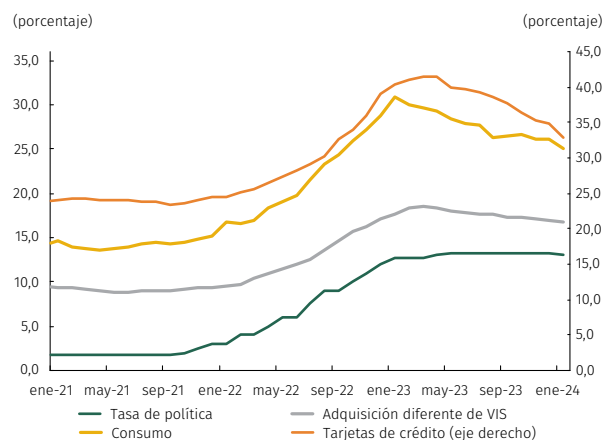
25 La excepción son los microcréditos (denominados también *créditos productivos* a partir de marzo de 2023), cuya tasa se incrementó.

Gráfico 4.19
Tasas de interés activas nominales

A. Créditos a las empresas



B. Créditos a los hogares



Nota: la tasa de política corresponde a la establecida por la JDBR en su reunión del mes correspondiente, las demás tasas corresponden al promedio del mes (ponderado por monto).

a/ La tasa de microcrédito (créditos productivos) no incluye redescuentos y a partir de septiembre de 2023 corresponde a la tasa agregada de las nuevas modalidades de créditos productivos.

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

de la República sigue un esquema de inflación objetivo²⁶ 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 cambio²⁷; 2) las autoridades de una economía pequeña y abierta con tasa de cambio flexible tienen mayor autonomía en su política monetaria, lo cual les facilita alcanzar sus propias metas de inflación y reaccionar a sus propios ciclos económicos²⁸; 3) reduce los incentivos para la toma de un riesgo cambiario excesivo²⁹, 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 mercados³⁰.

El peso colombiano presentó la mayor apreciación entre sus pares de la región durante 2023, corrigiendo la depreciación observada durante el año anterior. Este fortalecimiento fue el reflejo de una mayor demanda por activos riesgosos a nivel global y el comportamiento favorable de algunos factores locales. En lo corrido de 2024 el peso colombiano se ha debilitado marginalmente, en línea con el desempeño de la mayoría de sus pares regionales y emergentes ante el fortalecimiento del dólar. El peso colombiano se apreció 20,6% en 2023

26 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.

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

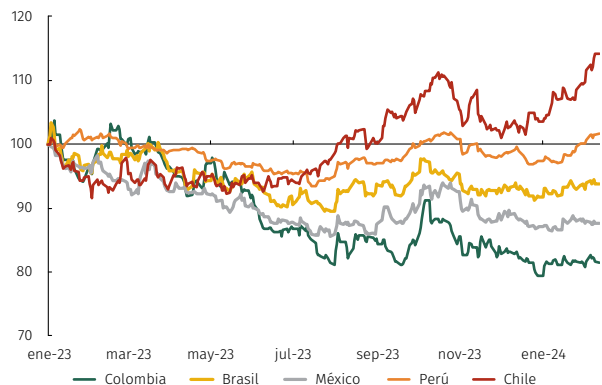
28 En caso contrario, cuando se tiene una tasa de cambio fija frente a la moneda de un país desarrollado, la política monetaria está supeditada a las decisiones de la autoridad monetaria externa. De esta forma, si los ciclos económicos no están sincronizados, las acciones monetarias del país desarrollado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

29 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.

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

Gráfico 4.20
Comportamiento del mercado cambiario de la región

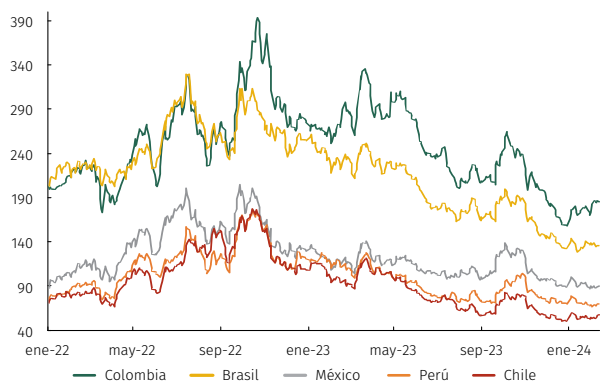
(índice, 31 de diciembre de 2022 = 100)



Nota: datos al 12 de febrero de 2024.
Fuente: Bloomberg, Data License

Gráfico 4.21
Prima de riesgo (CDS a cinco años) para algunas economías de la región

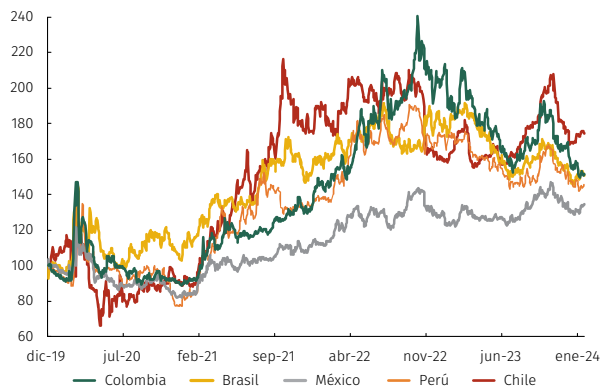
(puntos base)



Fuente: Bloomberg, Data License

Gráfico 4.22
Índice de tasas de interés en algunas economías de la región

(índice, 31 de diciembre de 2019 = 100)



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

(Gráfico 4.20). De acuerdo con los agentes del mercado, algunos factores locales que soportaron ese desempeño fueron los mayores flujos de oferta de divisas en el mercado *spot*³¹, un mayor diferencial de tasas de interés frente a la región y una disminución del CDS, esta última asociada con una percepción positiva de la fortaleza de las instituciones locales y un ajuste favorable de algunas variables macroeconómicas (Gráfico 4.21).

En 2023 se evidenció una leve reducción en las condiciones de liquidez³² en el mercado cambiario y una disminución marginal de la volatilidad promedio de la divisa. La reducción en la liquidez se vio reflejada en un incremento del costo transaccional y una disminución en la profundidad del mercado de contado.

4.2.2 Mercados de deuda y accionario

Durante 2023 y en lo corrido de 2024 se ha registrado una importante valorización en los títulos de deuda pública local, superior a la de la región, junto con una mejora en los indicadores de liquidez y volatilidad de este mercado. Este desempeño estuvo, en parte, acorde con el comportamiento de los títulos de deuda pública de economías emergentes (Gráfico 4.22). No obstante, este buen desempeño frente a sus pares se explicó por la mejora de la percepción de riesgo local ante la reducción del déficit de la cuenta corriente, así como por el mayor consenso del mercado de una adecuada fortaleza institucional (Gráfico 4.23).

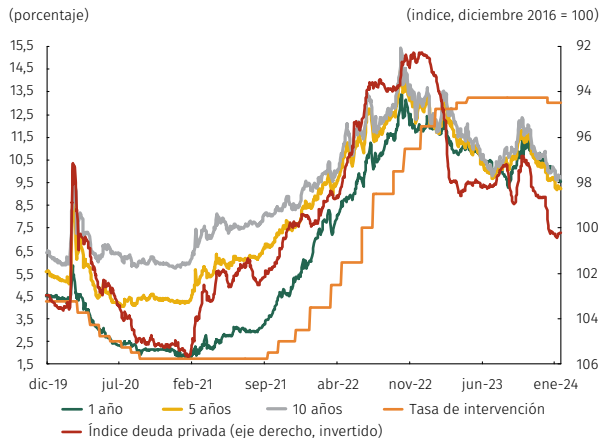
Con respecto a los participantes en el mercado de deuda pública, los fondos de pensiones y cesantías fueron los mayores compradores en 2023 (Gráfico 4.24) y se consolidaron como los principales tenedores de títulos en moneda local. Estos agentes realizaron compras por COP 26,4 b en títulos de deuda pública en moneda local durante 2023, concentrados en referencias de largo plazo³³. Así, la participación de los fondos

31 Estos mayores flujos de divisas estuvieron asociados con entradas por IED debido al pago de impuestos de grandes contribuyentes. Así, en 2023 la IED alcanzó USD 13.068 millones, las entradas más altas desde 2014 (USD 15.109 millones).

32 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 2023 el BAS promedio se ubicó en 0,064%, mientras que en 2022 se ubicó en 0,060%. Por su parte, las medidas de profundidad a \$5, \$10 y total se ubicaron en promedio en 2023 en USD 6,1 millones (m), USD 11,6 m y USD 42,9 m, respectivamente, mientras que en 2022 se ubicaron en USD 7,1 m, USD 13,5 m y USD 46,3 m, respectivamente.

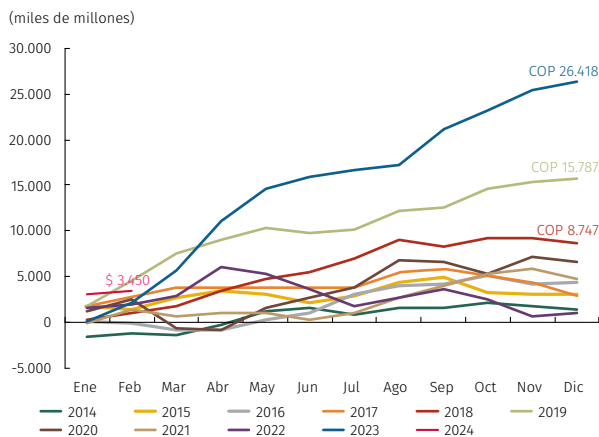
33 Los fondos de pensiones y cesantías realizaron compras netas por COP 31,7 b en TES del tramo largo de la curva, con compras por COP 28,0 b y COP 3,8 b en TES en pesos y UVR, respectivamente.

Gráfico 4.23
Tasas cero cupón TES en pesos por plazo, índice de deuda privada y tasa de política monetaria



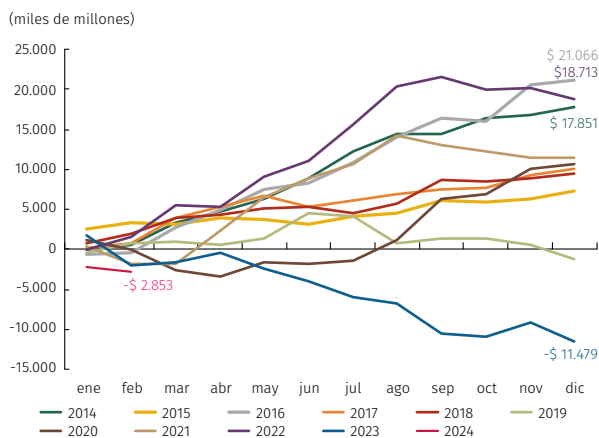
Fuentes: SEN y Master Trader; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.24
Compras netas acumuladas por año de los fondos de pensiones y cesantías en el mercado al contado de TES



Fuente: DCV; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.25
Compras netas acumuladas por año de los inversionistas extranjeros en el mercado al contado de TES



Fuente: DCV; cálculos del Banco de la República.

de pensiones y cesantías en el total de la deuda pública en moneda local aumentó 4 pp, al pasar del 26,5% al 31,1% entre diciembre de 2022 y diciembre de 2023.

Los inversionistas extranjeros realizaron ventas significativas de títulos de deuda pública en moneda local en 2023 (Gráfico 4.25), en línea con sus políticas de inversión influenciadas por el buen desempeño de los títulos colombianos y la apreciación del peso durante el año. A pesar de las salidas en el agregado, estas se concentraron en títulos de corto y mediano plazos. Los inversionistas extranjeros realizaron compras netas de títulos de largo plazo durante 2023, lo que indica que el apetito de estos agentes por el mercado de deuda pública colombiano se ha mantenido³⁴. En el agregado, vendieron COP 9,1 b y COP 2,4 b de TES en pesos y UVR durante 2023, respectivamente. Así, la posición de los extranjeros dentro de los tenedores de TES disminuyó, manteniéndose como los segundos mayores tenedores por detrás de los fondos de pensiones y cesantías.

En 2023 el fondeo mediante la colocación de títulos de deuda corporativa se recuperó levemente con respecto a lo observado en 2022, debido principalmente a unas altas colocaciones del sector no financiero en la segunda mitad del año. En línea con esto, en 2023 se realizaron colocaciones por medio de la BVC por COP 3,2 b, las más altas observadas desde 2021. Adicionalmente, las colocaciones del sector no financiero se incrementaron respecto al año anterior y tuvieron la participación anual más alta (70%) desde que se tienen información.

El índice MSCI Colcap³⁵ disminuyó en el año, a diferencia del aumento promedio registrado en la región³⁶. En este sentido, el desempeño del mercado accionario continuó rezagado frente a sus pares de la región, al tiempo que su liquidez se deterioró. El comportamiento del mercado accionario local estuvo explicado por el desempeño negativo del sector financiero, en un contexto de deterioro en la liquidez y discusiones en torno a la posibilidad de que el mercado sea reclasificado de mercado emergente a mercado frontera³⁷.

34 Los inversionistas extranjeros realizaron ventas netas por COP 4,9 b y COP 11,5 b en los tramos corto y medio de la curva de TES en pesos y UVR. Por el contrario, compraron COP 7,3 b en TES del tramo largo.

35 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.

36 En 2023 el índice MSCI Colcap se desvalorizó 71%, mientras que los principales índices bursátiles de México, Perú, Brasil y Chile se han valorizado en promedio un 20%.

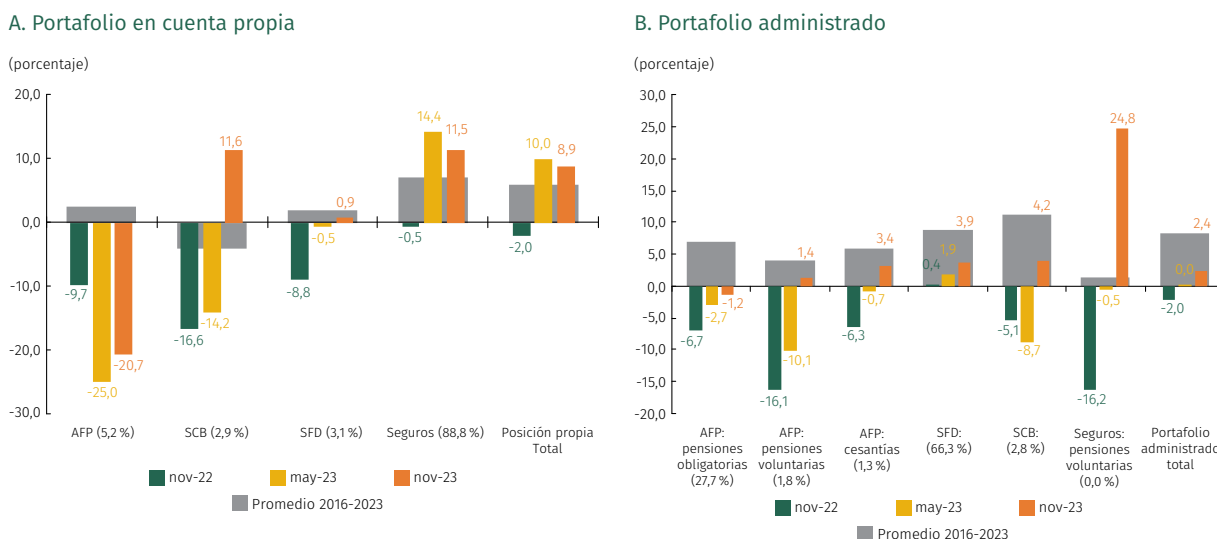
37 Actualmente Colombia se encuentra clasificado como mercado emergente por MSCI, el principal proveedor de índices bursátiles del mundo, dado que cumple con los requisitos establecidos en la metodología del proveedor. Por el contrario, un país clasificado como mercado frontera es aquel que se caracteriza por contar con un mercado accionario de pequeño tamaño, baja liquidez, con barreras de acceso a los inversionistas internacionales e inestabilidad política y financiera.

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

En 2023 las instituciones financieras no bancarias (IFNB) registraron un crecimiento tanto en su portafolio en posición propia como en sus portafolios administrados.

El portafolio en posición propia registró un crecimiento real anual del 8,9% en noviembre de 2023³⁸, el cual se encuentra por encima del promedio de los últimos años (Gráfico 4.26, panel A). Este comportamiento se debió, principalmente, al buen desempeño de las inversiones, el cual impactó positivamente el activo del sector asegurador y de las comisionistas de bolsa que, en conjunto, representan más del 90% de los activos del sector. En cuanto al portafolio administrado por las IFNB, se observa que, si bien hubo un crecimiento real anual del 2,4%, este es inferior a su promedio histórico (Gráfico 4.26, panel B). Esto ocurrió porque el único negocio que creció por encima de dicho promedio fueron las pensiones voluntarias administradas por el sector asegurador.

Gráfico 4.26
Crecimiento real anual del activo de las instituciones financieras no bancarias



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

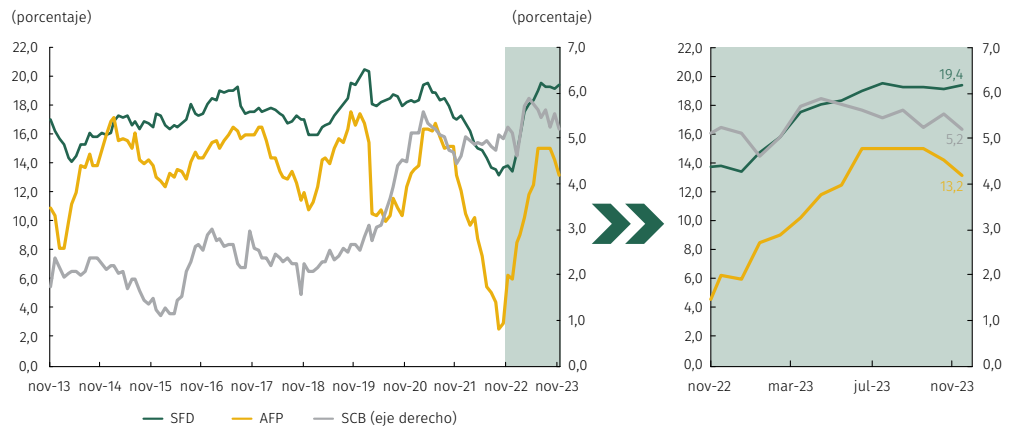
La rentabilidad de las IFNB continuó recuperándose desde los niveles mínimos alcanzados en 2022, regresando a los niveles prepandemia. Durante la primera mitad de 2023 se evidenció una tendencia creciente en el ROA de todas las IFNB, comportamiento que se estancó durante el segundo semestre, siendo negativo para las entidades aseguradoras (vida y generales, Gráfico 4.27). Sin embargo, al finalizar el año los niveles del ROA se mantuvieron cercanos a los de prepandemia y superiores a los presentados en diciembre de 2022 para todas las IFNB. El comportamiento positivo de la rentabilidad de las SFD y las AFP se debe, principalmente, al aumento de los ingresos netos por valoración. Para las aseguradoras se observó un mayor ingreso por emisión de primas, el cual se vio opacado por el incremento en los gastos netos por reaseguros y por la mayor constitución de reservas para los seguros generales y de vida.

El activo administrado por los fondos de inversión colectiva sin pacto de permanencia (Ficaspp) presentó una alta volatilidad, caracterizada por periodos de altos aportes de capital, seguidos por redenciones por parte de sus adherentes.

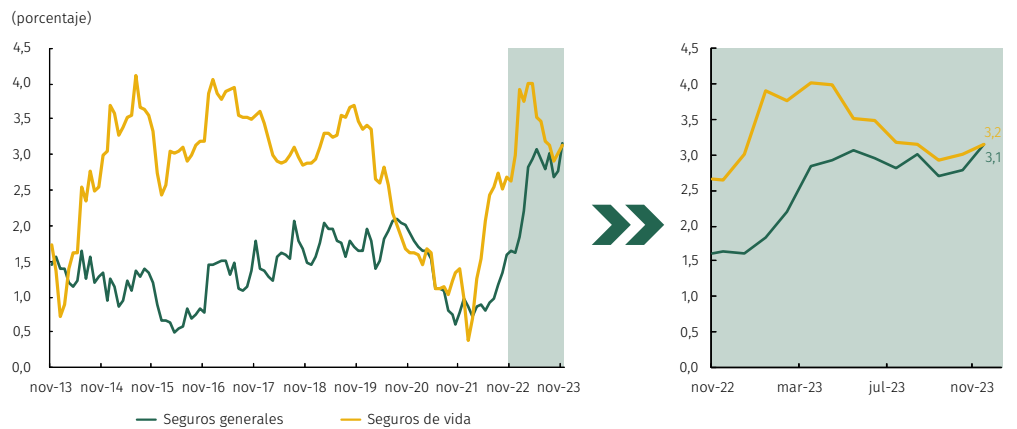
38 Los crecimientos reales anuales se calcularon utilizando el IPC sin alimentos.

Gráfico 4.27
ROA

A. SFD, AFP y SCB

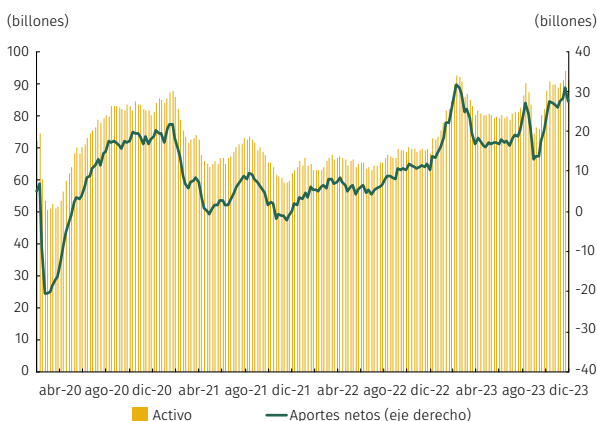


B. Seguros generales y de vida



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

Gráfico 4.28
Activo y aportes netos de los fondos de inversión colectiva sin pacto de permanencia



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

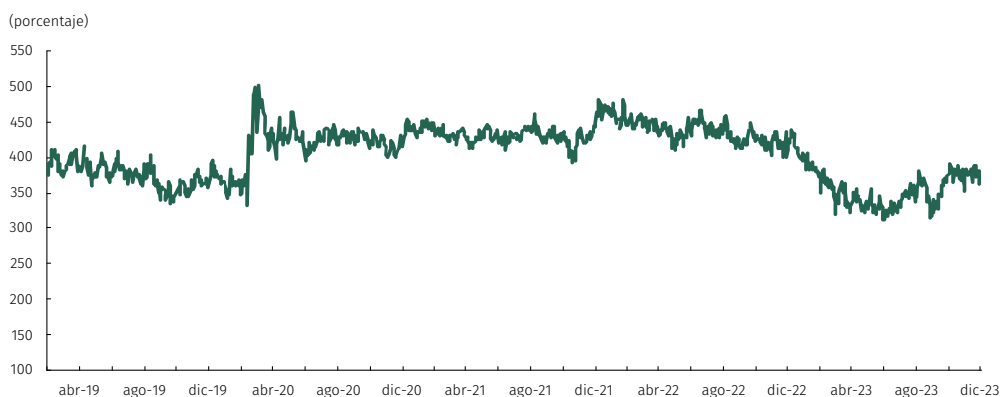
Durante 2023 el activo total de los Ficaspp³⁹ presentó una alta volatilidad como resultado del comportamiento de los aportes netos de sus adherentes (Gráfico 4.28). Estas dinámicas coincidieron con el comportamiento del precio de los CDT, que representan cerca del 69,2% del activo total de dichos fondos. En marzo y septiembre de 2023 la caída en los aportes netos se dio por cuenta de una disminución en la rentabilidad,

39 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 FIC abiertos sin pacto de permanencia (Ficaspp) brindan liquidez a los inversionistas, rentabilidad y estabilidad al capital mediante inversiones en valores de alta calidad a corto plazo. Dada su naturaleza, son susceptibles a retiros que, en tiempos normales, respaldan con los recursos en cuentas a la vista y el vencimiento de sus títulos. Sin embargo, ante retiros masivos por parte de sus inversionistas, los fondos podrían recurrir a la liquidación anticipada de sus títulos, lo que generaría mayores presiones sobre su precio y volatilidad del mercado.

dada la reducción en la valoración de los CDT⁴⁰. A partir de noviembre de 2023 el activo administrado por los Ficaspp aumentó nuevamente, hasta alcanzar un máximo histórico de COP 94,0 b, para luego disminuir levemente y ubicarse en COP 90,9 b en diciembre de 2023.

La liquidez de los Ficaspp se redujo con respecto a los niveles registrados durante los dos años anteriores, pero permaneció muy por encima de los mínimos regulatorios. Durante 2023, el IRL de los Ficaspp se redujo, especialmente en septiembre, cuando el indicador de liquidez alcanzó niveles mínimos que no se registraban desde marzo de 2020. Estos bajos niveles fueron provocados por la reducción de los recursos disponibles en cuentas a la vista utilizados para hacer frente al incremento en los retiros registrados. No obstante, la liquidez agregada se mantuvo en niveles adecuados y muy por encima del mínimo regulatorio (100 %)⁴¹ (Gráfico 4.29).

Gráfico 4.29
IRL de los fondos de inversión colectiva sin pacto de permanencia



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

40 Para mayor detalle, véase la sección 2.1.3.1 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del segundo trimestre de 2023, disponible en: <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/reportes-estabilidad-financiera/segundo-semester-2023>

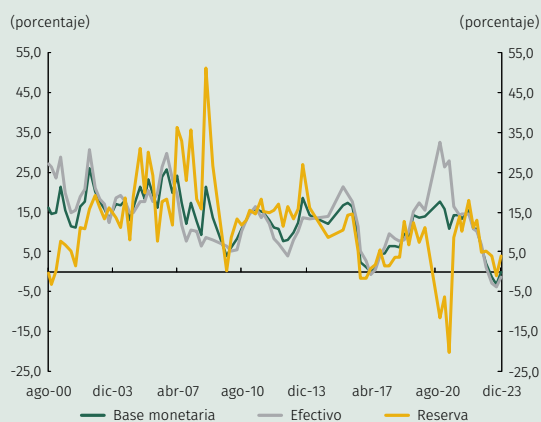
41 Para mayor detalle sobre la liquidez de los Ficaspp, véase la sección 2.1.3.1 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del segundo trimestre de 2023, disponible en: <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/reportes-estabilidad-financiera/segundo-semester-2023>

Sombreado 1

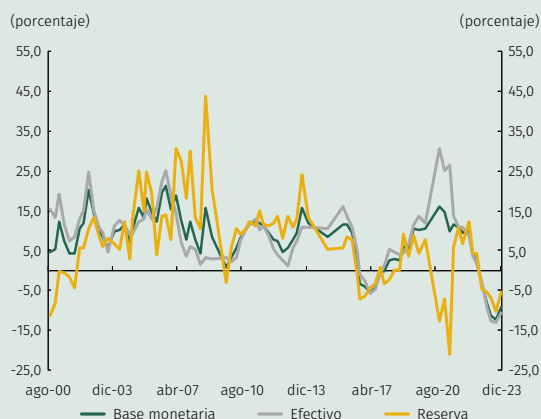
Base monetaria y M3

Gráfico S1.1
Base monetaria, efectivo y reserva

A. Variaciones anuales nominales



B. Variaciones anuales reales^{a/}



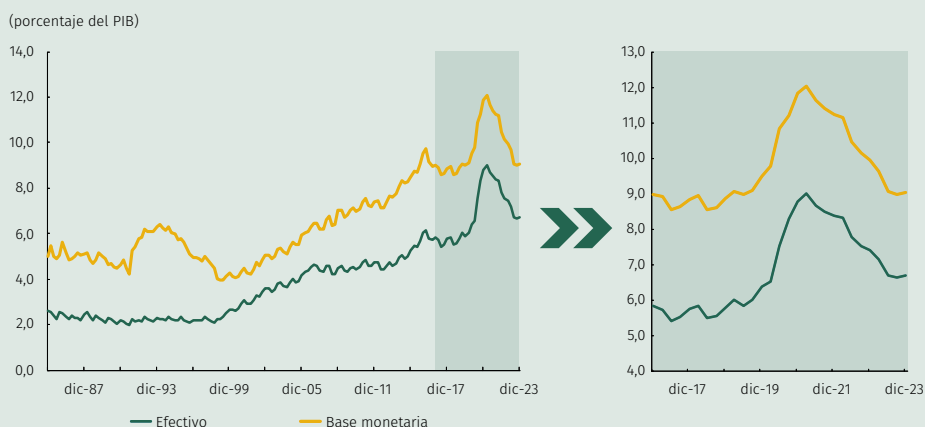
a/ Deflactado utilizando el IPC sin alimentos.
Fuente: Banco de la República.

Durante la mayor parte de 2023 los agregados monetarios continuaron con la tendencia a la desaceleración que traían desde 2022 y, en términos reales, hacia el tercer trimestre se alcanzaron los crecimientos más bajos en los últimos 22 años (gráficos S1.1 y S1.4). Esto ocurrió en un entorno de menor dinamismo de la economía, en comparación con lo registrado en los dos años anteriores, y altas tasas de interés e inflación. Cabe señalar que las tasas de interés y la inflación son costos de oportunidad para los tenedores de dinero, especialmente de aquellos medios de pago más líquidos, como el efectivo y las cuentas corrientes y de ahorro. Con esto se reversó, en buena medida, el fuerte incremento en la demanda por liquidez observado durante la pandemia.

Para la base monetaria, al cierre de 2023 su saldo (en términos nominales) se ubicó en COP154.778 mm, similar al observado un año atrás (se incrementó COP34 mm, 0,02%), resultado del aumento de la reserva bancaria de COP1.062 mm (2,7%), compensado por la disminución del efectivo en poder del público de COP1.028 mm (-0,9%). En promedio, la variación anual real fue del -9,9%¹ y en el tercer trimestre se alcanzó la mayor caída real anual de este siglo. Lo anterior, debido tanto al comportamiento del efectivo en poder del público, principal componente de la base monetaria², como al de la reserva bancaria (Gráfico S1.1). En el caso del efectivo, su demanda se había incrementado sustancialmente durante 2020 y 2021 debido a la incertidumbre en torno a la pandemia y a las medidas para su control, pero se ha venido corrigiendo desde entonces, fenómeno que también ha sucedido en otros países³. En el caso de la reserva bancaria, su desaceleración reflejó principalmente el menor crecimiento de los depósitos y la recomposición desde aquellos a la vista (que son los pasivos con el coeficiente de encaje más alto) hacia los de plazo (pasivos con coeficiente de encaje más bajo o nulo)⁴. Con esto, la base monetaria retornó a los niveles relativos al PIB similares a los observados entre 2017 y 2019 (en torno al 9%, Gráfico S1.2), mientras que el efectivo aún se encuentra levemente por encima de los niveles previos a la pandemia (6,7% vs. 6,1% en 2019, Gráfico S1.2).

- 1 Deflactado utilizando el IPC sin alimentos.
- 2 La participación del efectivo en poder del público en la base monetaria fue del 74% en promedio en 2023. Su crecimiento anual en términos reales pasó en promedio del 4,5% en 2022 a -10,5% en 2023.
- 3 Por ejemplo, la variación real anual del efectivo en Canadá pasó del 8,6% en promedio durante 2020 y 2021 al -2,6% en 2023; en Chile del 40,7% al -24,8%; en México del 12,5% al 2,7%; en Perú del 23,9% al -10,7%; en Reino Unido del 5,2% al -8,3%, y en Estados Unidos del 8,4% al -1,5%.
- 4 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. el 18,4% en 2022). Por último, aquellos con un plazo mayor a dieciocho meses (con coeficiente de encaje del 0%), pasaron de representar el 17,7% en promedio en 2022 al 19,5% en 2023.

Gráfico S1.2
Base monetaria y efectivo como porcentaje del PIB



Fuente: Banco de la República.

En el año, el Banco de la República realizó las operaciones pertinentes para garantizar el suministro adecuado de liquidez primaria, buscando que las diferencias entre la oferta y demanda no generaran presiones significativas en el mercado monetario⁵. En particular:

- Desde finales de febrero y hasta mediados de abril el Banco realizó subastas de depósitos de contracción (a plazos de siete y catorce días) que, junto con las ventas definitivas de TES realizadas en marzo (por COP 1.454 mm), compensaron la fuerte expansión generada por el vencimiento de TES UVR del 23 de febrero y los pagos y vencimientos de TES de corto plazo y de cupones de principios de marzo (Gráfico S1.3).
- Posteriormente, desde mayo y hasta agosto se realizaron compras de TES (COP 10.000 mm en total), que complementaron los incrementos en los cupos de los repos de expansión, los cuales, además, se ofrecieron progresivamente a plazos más largos, que incluso llegaron a 180 días⁶ (Gráfico S1.3). En ese periodo los depósitos del Gobierno en el Banco se incrementaron, y en especial desde mediados de julio se ubicaron por encima de COP 35 billones (en septiembre alcanzaron máximos históricos en términos nominales, cercanos a COP 50 billones). Esta coyuntura, además, coincidió con vencimientos significativos de CDT⁷.
- En el último trimestre, de nuevo el Banco realizó ventas de TES (por COP 6.000 mm), anticipando el efecto expansionista que sobre la base monetaria tendría la reducción de fin de año de los depósitos del Gobierno, dado que en esa época se concentran buena parte de sus pagos. Estas ventas fueron complementadas con subastas de depósitos de contracción (a plazos de siete y catorce días) desde mediados de diciembre (Gráfico S1.3).

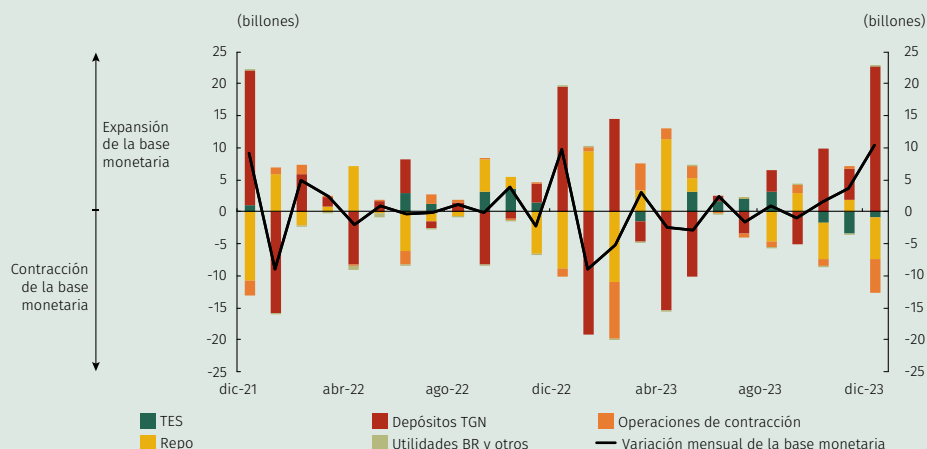
Con lo anterior, en el año las compras netas de TES totalizaron COP 2.546 mm.

5 En promedio, el indicador bancario de referencia (IBR) *overnight* se ubicó 1,1 pb por debajo de la tasa de política monetaria.

6 Específicamente, desde mayo se incluyeron los plazos de catorce y treinta días en las subastas diarias de repos de expansión, y en agosto el de noventa días. A mediados de octubre el Banco retornó a los plazos usuales de siete días y *overnight*.

7 Véase el capítulo 4 de este Informe.

Gráfico S1.3
Variación mensual de la base monetaria según fuentes

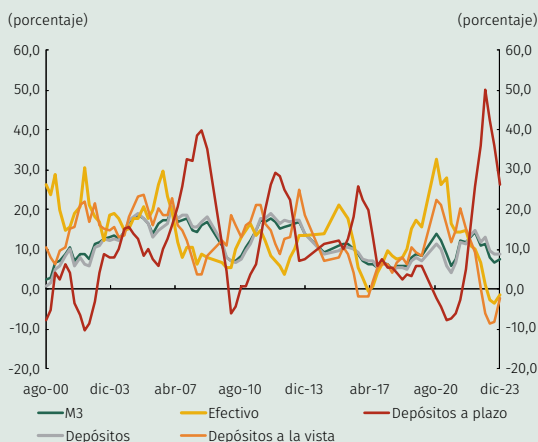


Fuente: Banco de la República.

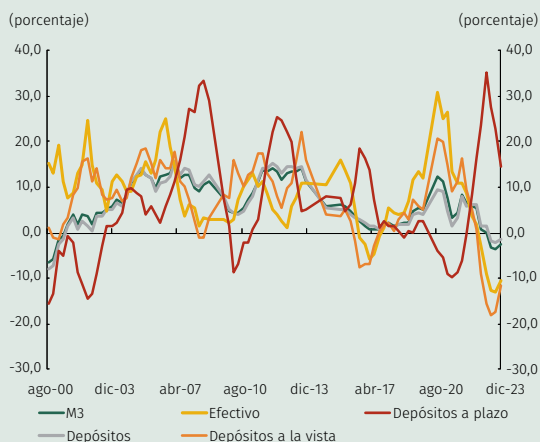
Por su parte, al cierre del año el M3 y los depósitos⁸ registraron una variación anual del 7,4 % y 8,9 %, respectivamente (vs. 11 % y 11,7 % un año atrás). En promedio, en términos reales se presentaron caídas (-2 % y -0,5 %, respectivamente), lo cual no sucedía desde 2001 (Gráfico S1.4). Se destaca que durante el año⁹ los depósitos del sector público se desaceleraron más que los del sector privado, especialmente aquellos a la vista (cuentas corrientes y de ahorro).

Gráfico S1.4
M3 y sus componentes (variación porcentual anual, datos a viernes)

A. Variaciones anuales nominales



B. Variaciones anuales reales^{a/}



a/ Deflactado con IPC sin alimentos base 100 en diciembre de 2023.
Fuente: Banco de la República.

Este menor crecimiento de los depósitos se explica, principalmente, por la marcada reducción en el saldo de los depósitos a la vista, los cuales, al igual que el efectivo, venían desacelerándose desde 2022. Cabe señalar que durante la pandemia se había

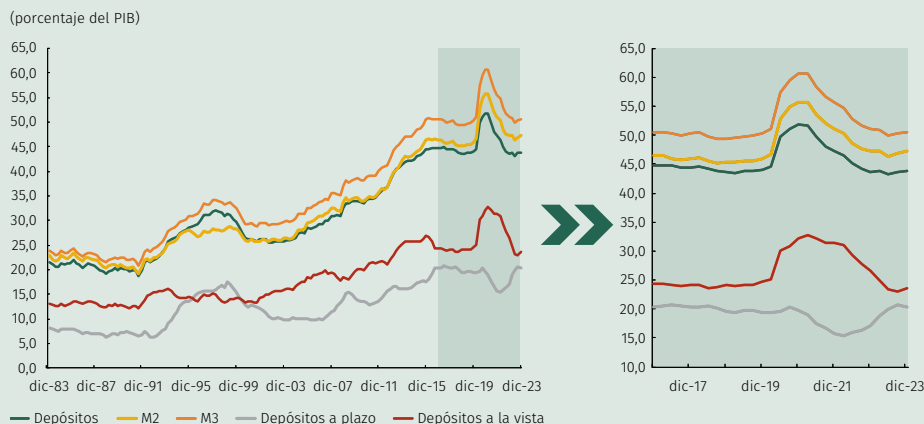
8 No incluye los CDT ni los bonos en poder del Banco de la República.

9 Al momento de escribir este Informe, los datos sectorizados se encontraban disponibles con corte a noviembre de 2023.

incrementado la preferencia por activos líquidos, entre ellos las cuentas corrientes y de ahorro, en el entorno de alta incertidumbre que caracterizó 2020 y 2021, por lo que parte del menor dinamismo observado en los últimos dos años se explica por la reversión de ese choque. A la reducción en la demanda por depósitos a la vista se sumó un menor ritmo de crecimiento de los depósitos a plazo. Para los CDT, si bien se mantuvieron variaciones anuales superiores al 20% durante todo el año favorecidas por las altas tasas de interés y de inflación, estas fueron menores a las de 2022 y su saldo tendió a estabilizarse en el segundo semestre. Para los bonos emitidos por los establecimientos de crédito, su saldo siguió cayendo, tal como lo observado desde el año anterior, debido a las pocas emisiones realizadas por las entidades¹⁰.

Tras el comportamiento observado en la demanda por dinero en los últimos dos años, caracterizado por la recomposición desde medios de pago a la vista hacia depósitos a plazo, en particular CDT, y los crecimientos bajos de la base monetaria y el M3, especialmente en 2023, los saldos de distintos agregados monetarios relativos al PIB retornaron, en general, a los niveles que se habían observado entre 2016 y 2019 (Gráfico S1.5).

Gráfico S1.5
Depósitos y agregados monetarios como porcentaje del PIB



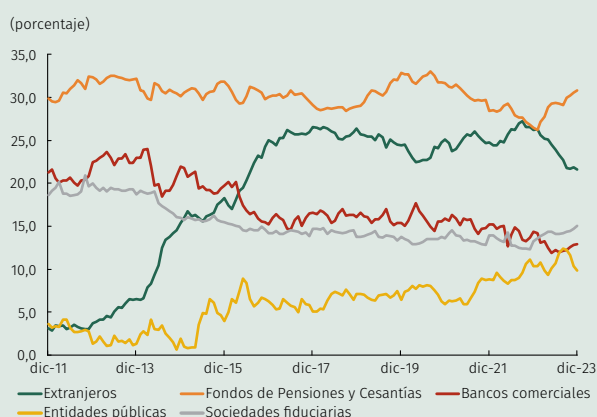
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (formato 281); cálculos del Banco de la República.

10 Específicamente, en 2023 solo emitieron bonos Bancóldex (COP 600 mm) en octubre, y Serfinanza (COP 25 mm) en noviembre, con lo que el monto emitido fue menor al 30% del registrado en 2022 (COP 2.177 mm) y al 10% del observado en 2021 (COP 6.335 mm).

Recuadro 2

Evolución de los flujos de venta de los inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública local y el papel de los fondos de pensiones como agentes estabilizadores en este mercado durante 2023

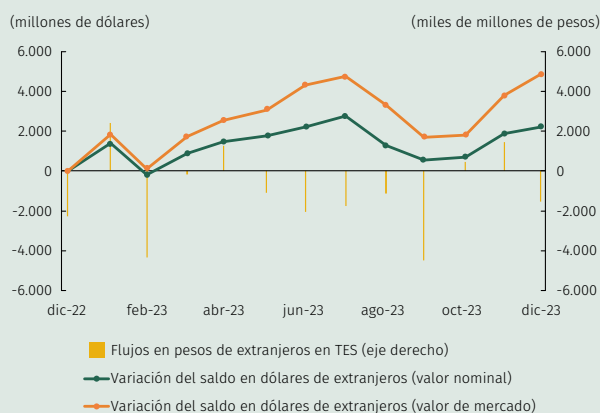
Gráfico R2.1
Participación por tipo de agente dentro del total circulando de TES en pesos y UVR (sin transferencia del Fonpet)



Nota: excluye la transferencia del portafolio Fonpet realizado por los fondos de pensiones locales y sociedades fiduciarias al Ministerio de Hacienda y Crédito Público (entidades públicas) en abril de 2023. Para poder aproximar cuál sería la variación del portafolio excluyendo el efecto que se generó por la transferencia de los TES en el Fonpet, se realiza un ejercicio en el que se asume que la misma no ocurre y estos saldos se mantienen en los fondos de pensiones locales y en las sociedades fiduciarias.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico R2.2
Variación del saldo de extranjeros en el mercado de TES expresado en dólares^{a/} vs. flujos en pesos de extranjeros en TES



a/ Corresponde a la diferencia del saldo en TES de los inversionistas extranjeros en valor nominal expresado a dólares con respecto a diciembre de 2022 (el valor nominal excluye el efecto de la valorización de los títulos y permite apreciar el efecto de tipo de cambio).

Notas: 1) Para la conversión a dólares, se utiliza la tasa de cambio del día anterior a cada corte. 2) Este gráfico busca aproximar la posición de los inversionistas extranjeros en una moneda como el dólar, y permite ejemplificar que, aunque se hayan presentado ventas en pesos colombianos, la posición en dólares de los inversionistas extranjeros no se ha reducido.

Fuente: Banco de la República.

Durante 2023 los inversionistas extranjeros realizaron ventas importantes de sus tenencias de títulos de deuda pública local. En concreto, vendieron COP 9,1 b y COP 2,4 b en TES en pesos y en UVR, respectivamente. Esto representó una disminución del 11,7% de su saldo en pesos frente a lo observado al finalizar diciembre de 2022¹.

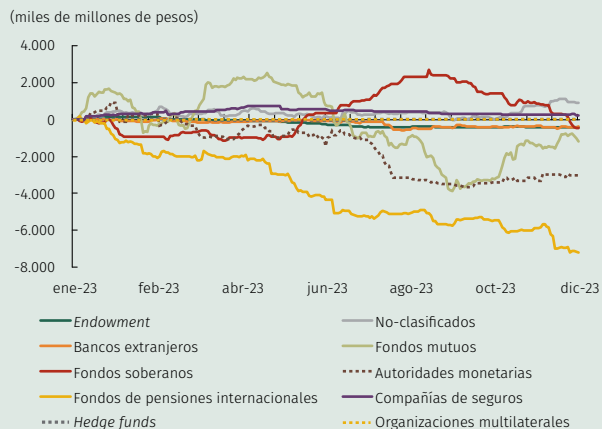
No obstante, los inversionistas extranjeros se mantienen como los segundos mayores tenedores de títulos de deuda pública local² (Gráfico R2.1). Desde 2016 han sido los segundos mayores tenedores de estos títulos, después de los fondos de pensiones y cesantías. Esta posición la han mantenido incluso en eventos de estrés como el de la pandemia del covid-19.

De acuerdo con algunos agentes consultados, las ventas de los inversionistas extranjeros obedecieron a la toma de utilidades y a las políticas de inversión de algunos de esos agentes, pero no a una mayor percepción de riesgo hacia Colombia (Gráfico R2.2). En particular, han resaltado que la toma de utilidades se relaciona con las valorizaciones acumuladas por los títulos colombianos en 2023. En cuanto a la apreciación del peso frente al dólar en lo corrido del año, la cual incrementa el valor de los activos colombianos, esta ha llevado a que algunos inversionistas con una estrategia de exposición estable vendan títulos. Con respecto a esta segunda idea, al analizar la variación del saldo de TES de los inversionistas extranjeros expresado en dólares, que se presume que es la moneda en la que la mayoría de estos agentes miden la exposición de su portafolio, se encuentra que esta variación fue inclusive positiva durante 2023 (Gráfico R2.2). Por su parte, la percepción de riesgo soberano de Colombia disminuyó durante el mismo periodo más que la de los pares de la región (ver Sección 4.2.1).

Al desagregar los flujos por el plazo de los títulos transados, se observa que los agentes extranjeros registraron entradas netas en referencias del tramo largo³ de la curva durante 2023. Estas compras compensaron parcialmente sus ventas en títulos de corto y mediano plazos, e indican que estos agentes mantienen el apetito por el mercado colombiano. Además, este comportamiento podría estar relacionado con el buen desempeño durante el año de los títulos de mayor plazo y a que los altos niveles que exhibieron las tasas de estos títulos permitieron que los inversionistas extranjeros obtuvieran rentabilidad por un tiempo prolongado.

- 1 Los inversionistas extranjeros cerraron 2023 con un saldo de COP 107,5 billones en TES pesos y UVR.
- 2 La participación de los inversionistas extranjeros dentro de los TES denominados en pesos en circulación pasó del 37,2% al 30,4%, mientras que en los denominados en UVR pasó del 5,7% al 4,7% durante 2023. Dentro del saldo total de TES su participación pasó de 26,3% a 21,6%.
- 3 El tramo largo de la curva incluye aquellos títulos con un plazo al vencimiento mayor o igual a cinco años. El tramo corto, aquellos con un plazo al vencimiento menor a dos años. Por su parte, el tramo medio agrupa las referencias restantes.

Gráfico R2.3
Flujos acumulados en 2023 por tipo de inversionista extranjero en el mercado de TES



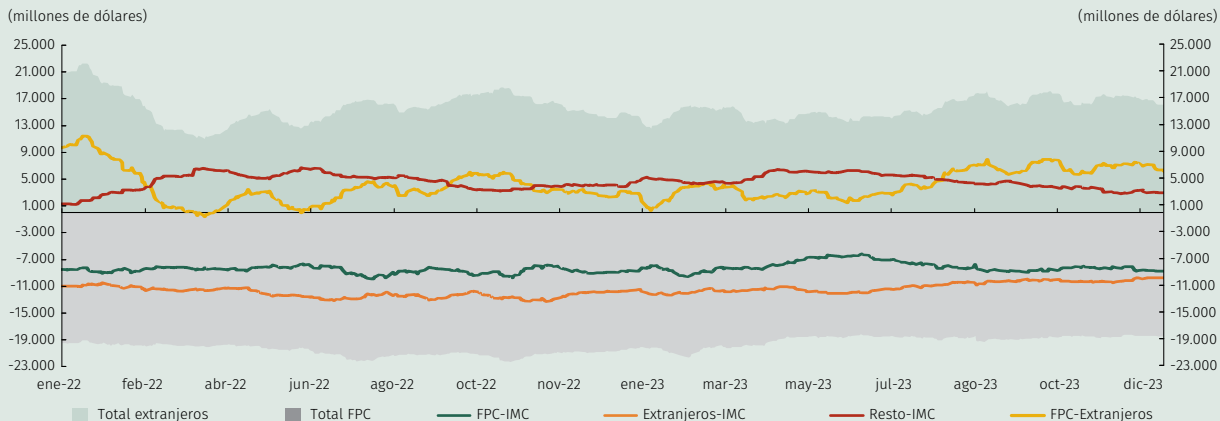
Fuente: Banco de la República.

Por tipo de inversionista extranjero, se observó una recomposición hacia los fondos mutuos y fondos soberanos a lo largo del año, toda vez que los fondos de pensiones internacionales y las autoridades monetarias presentaron una tendencia continua de ventas. Los fondos de pensiones internacionales fueron los principales vendedores durante 2023, con ventas por COP7,2 b, seguidos de las autoridades monetarias, con ventas netas por COP3,0 b (Gráfico R2.3). Por el contrario, los fondos mutuos acumularon las menores ventas durante 2023, con COP335 mm, seguidos de los fondos soberanos, con COP544 mm.

Las ventas de los inversionistas extranjeros fueron más que compensadas por compras que realizaron los fondos de pensiones y cesantías en el mercado de deuda pública local. Estos últimos registraron compras récord en TES durante 2023 (COP26,4 b) y se consolidaron como los principales tenedores de estos títulos, con una participación del 31%.

En cuanto a su participación en el mercado de derivados cambiarios, los fondos de pensiones y cesantías mantienen un saldo vendedor neto contra los inversionistas extranjeros y los intermediarios del mercado (IMC) en contratos derivados peso-dólar⁴ para cubrir una parte de la exposición cambiaria que tienen sus inversiones en el exterior. Esto, en parte, ha permitido el desarrollo del mercado de coberturas cambiarias⁵. Durante 2023 los fondos de pensiones y cesantías redujeron esta posición en USD 2.236 millones⁶, mientras que su participación en los montos pactados en dicho mercado permaneció estable en alrededor del 11% (Gráfico R2.4).

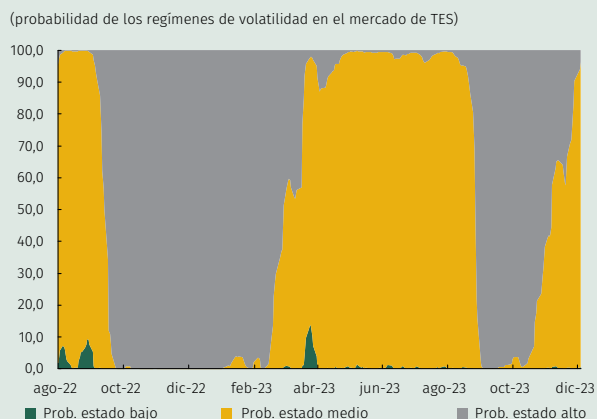
Gráfico R2.4
Saldos netos de compra (compras-ventas) forwards y swaps peso-dólar



Nota: total extranjeros incluye los saldos netos de extranjeros con IMC y extranjeros con FPC y total FPC incluye los saldos netos de FPC con IMC y FPC con extranjeros.
Fuente: Banco de la República. Información actualizada al 29 de diciembre de 2023.

- 4 Los contratos derivados en el mercado peso-dólar son principalmente *forwards* y *swaps*.
- 5 Los montos promedio diarios negociados en el mercado *forward* peso-dólar se han incrementado en 168% en los últimos diez años, pasando de USD 1.370 millones en 2013 a USD 3.672 millones en 2023.
- 6 Se redujo USD 220 millones contra los IMC y USD 2.016 millones contra los extranjeros.

Gráfico R2.5
Probabilidad de los estados de volatilidad en el mercado de TES



Fuente: Banco de la República.

Además de los flujos de sus participantes, la volatilidad de las tasas de los TES es un elemento clave en el análisis de este mercado, puesto que está relacionada con una menor liquidez⁷, lo que lleva a mayores costos de transacción y puede desalentar a agentes a tranzar en el mercado. Mediante aproximaciones metodológicas, la volatilidad se puede caracterizar entre baja, mediana y alta⁸. Así, se puede observar que durante la mayor parte de 2023 el mercado de TES se habría ubicado con mayor probabilidad en un estado de volatilidad media o alta (Gráfico R2.5).

Teniendo en cuenta lo anterior, los flujos de los distintos agentes pueden tener incidencia en la volatilidad del mercado de TES. De esta manera, Botero y Orozco (2023) encuentran que las compras de los fondos de pensiones y cesantías parecen estar asociadas con disminuciones en la volatilidad de los rendimientos de los TES. Además, los resultados obtenidos por estos autores indican que las ventas de los inversionistas extranjeros estarían asociadas con incrementos en la volatilidad del mercado cuando este se encuentra en un estado de volatilidad alta.

En ese contexto, se considera que los fondos de pensiones y cesantías actuaron como estabilizadores en el mercado de contado de deuda pública durante 2023. Lo anterior, debido a que absorbieron la magnitud de las ventas de los extranjeros y por la evidencia que sugiere que se tiene sobre su incidencia en una menor volatilidad en dicho mercado.

Referencia

Botero, Óscar y Camilo Orozco. 2023. "Análisis de los flujos de inversionistas extranjeros en la volatilidad del mercado de contado de TES", *Reporte de Mercados Financieros* (reporte técnico), tercer trimestre, Banco de la República.

7 La menor liquidez en el mercado de TES se puede medir a través de un mayor costo transaccional.

8 La metodología empleada es una cadena de Márkov la cual permite identificar los momentos del tiempo en el que la volatilidad de las tasas del mercado de TES se ubica dentro de ciertos valores. Estos rangos, denominados estados, corresponden a escenarios de baja, media y alta volatilidad. Esta metodología tiene la ventaja de modelar las tasas de los TES y al mismo tiempo identificar si la volatilidad se encuentra dentro de alguna de los estados anteriormente mencionados.

05/ Balance externo y reservas internacionales

5.1 Evolución y perspectivas de la balanza de pagos de Colombia

Durante 2023 el déficit corriente se redujo al 2,7% del PIB frente al 6,2% de 2022.

En 2023 la cuenta corriente registró un déficit de USD 9.715 millones (m), correspondiente al 2,7% del PIB, e implicó una reducción de USD 11.652 m frente al desbalance externo registrado el año anterior (6,2% del PIB) (Cuadro 5.1). Esta contracción del desbalance externo se dio en un entorno caracterizado por un bajo crecimiento de la economía, un menor dinamismo de la demanda interna y la reducción en los precios de los bienes importados, lo cual se reflejó en la menor remisión de utilidades hacia el exterior por parte de empresas extranjeras y una fuerte disminución en las importaciones de bienes. Adicionalmente, el valor exportado en dólares disminuyó debido, principalmente, a los menores precios de venta de las materias primas, lo cual limitó de manera parcial la reducción en el déficit comercial.

Todos los componentes de la balanza de pagos contribuyeron a la corrección del desbalance externo, pero el menor déficit del comercio exterior de bienes fue el de mayor aporte dada una reducción importante en el valor de las importaciones (Cuadro 5.1).

El déficit comercial de bienes se redujo en USD 5.310 m con respecto a un año atrás, generado por una menor disminución en el valor de las exportaciones (USD 6.968 m) frente al de las importaciones (USD 12.278 m). Por un lado, los menores precios del carbón y el crudo explican la reducción de las exportaciones; por el otro, el decrecimiento en la formación bruta de capital (-24,8%), en particular en maquinaria y equipo), contribuyó a las menores compras externas de bienes. La balanza comercial de servicios redujo su déficit (USD 3.058 m), resultado de menores egresos por la importación de servicios de transporte de carga y por el incremento en las exportaciones por servicios de viajes, debido al mayor número de viajeros internacionales que arribaron al país.

Los egresos netos por renta de factores se redujeron (USD 2.682 m), a pesar del incremento en los pagos de intereses de créditos externos, aportando así al menor desbalance externo (Cuadro 5.1).

Este resultado estuvo asociado, principalmente, con la reducción en las utilidades de las firmas con inversión extranjera directa (IED) (USD 3.894 m). La desaceleración de la actividad económica del país y el menor precio del petróleo y el carbón resultaron en un menor desempeño de estas empresas y, por tanto, un valor inferior de las utilidades remitidas hacia el exterior, destacándose la disminución de este rubro en las firmas que operan en actividades de explotación petrolera y minera, servicios financieros y empresariales y de comercio, restaurantes y hoteles. Lo anterior estuvo compensado, parcialmente, por el aumento en los pagos de intereses por préstamos externos (USD 2.689 m), los cuales se explican por los incrementos de las tasas de interés internacionales, y, en menor medida, por los mayores saldos de la deuda externa.

El incremento en los ingresos netos por transferencias corrientes también contribuyó a la reducción del déficit corriente.

Este aumento (USD 602 m) se explica, principalmente, por las mayores remesas de trabajadores (USD 662 m) enviadas desde los Estados Unidos y España, en un entorno de disminución del desempleo en esos países y de un aumento del flujo migratorio de colombianos hacia el exterior. Los ingresos por remesas de trabajadores ascendieron a USD 10.091 m en 2023, con un incremento anual del 7%. Estos ingresos son equivalentes al 2,8% del PIB anual y al 11,1% de los ingresos corrientes de la balanza de pagos.

Cuadro 5.1
Balanza de pagos de Colombia

Cuenta corriente (millones de dólares)	2022 (p)	2023 (p)	Variación (millones de dólares)
Cuenta corriente (A + B + C)	-21.367	-9.715	11.652
Porcentaje del PIB	-6,2%	-2,7%	
A. Bienes y servicios	-16.588	-8.220	8.368
1. Bienes	-12.178	-6.867	5.310
Exportaciones FOB	59.474	52.506	-6.968
Importaciones FOB	71.652	59.373	-12.278
2. Servicios	-4.411	-1.353	3.058
Exportaciones	13.586	15.256	1.670
Importaciones	17.997	16.609	-1.388
B. Renta de los factores	-17.087	-14.405	2.682
Ingresos	6.974	8.813	1.839
Egresos	24.061	23.218	-844
C. Transferencias corrientes	12.308	12.910	602
Ingresos	13.681	14.380	698
Egresos	1.373	1.470	97
Cuenta financiera Flujos anuales (millones de dólares)	2022 (p)	2023 (p)	Variación (millones de dólares)
Cuenta financiera con variación de reservas internacionales (A + B + C + D)	-20.466	-8.880	11.587
Porcentaje del PIB	-5,9%	-2,4%	
A. Inversión directa (ii-i)	-13.799	-16.235	-2.436
i. Extranjera en Colombia (IED)	17.183	17.446	264
Porcentaje del PIB (IED)	5,0%	4,8%	
ii. Colombiana en el exterior	3.383	1.211	-2.172
B. Inversión de cartera (1+2)	427	8.657	8.230
1. Sector público (ii-i)	-4.183	-671	3.512
i. Inversión extranjera de cartera (a+b)	4.852	2.117	
a. Mercados internacionales (Bonos)	542	4.371	
b. Mercado local (TES)	4.311	-2.253	
ii. Inversión de cartera en el exterior	670	1.446	
2. Sector privado (ii-i)	4.610	9.328	4.718
i. Inversión extranjera de cartera (a+b)	-1.973	-1.000	
a. Mercados internacionales (Bonos)	-1.422	-1.020	
b. Mercado local	-551	20	
ii. Inversión de cartera en el exterior	2.637	8.327	
C. Otros flujos de capital sector público + sector privado	-7.665	-3.020	4.645
D. Activos de reserva	571	1.718	1.147
Errores y omisiones (E y O)	901	836	-65
Memo ítem			
Cuenta financiera sin variación de reservas internacionales	-21.037	-10.598	10.439
Variación de reservas internacionales	571	1.718	

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

Durante 2023 la IED se constituyó en la principal fuente de financiamiento externo. En este periodo la cuenta financiera registró entradas netas de capital por USD 8.880 m (2,4% del PIB) inferiores a lo observado un año atrás, cuando totalizaron USD 20.466 m (5,9% del PIB) (Cuadro 5.1). Se destacan los recursos recibidos por IED (USD 17.446 m), desembolsos netos por concepto de préstamos externos y otros flujos de capital (USD 3.020 m) y los ingresos por inversión de cartera (USD 8.657 m). En 2023 por concepto de IED se recibieron USD 17.446 m (4,8% del PIB), monto superior en USD 264 m (1,5%) a lo recibido un año antes. Esta dinámica de la IED se observó en la mayoría de las actividades económicas, especialmente en las de explotación de minas y canteras, e industria manufacturera.

El déficit externo también se financió en 2023 con los ingresos netos provenientes de créditos externos (USD 4.389 m). Estos recursos se desagregan en USD 2.216 m por desembolsos netos recibidos por el sector privado y USD 2.173 m por el sector público. Por su parte, en dicho periodo se recibieron inversiones extranjeras de cartera por USD 1.117 m, resultado de colocaciones de títulos de deuda de largo plazo en los mercados internacionales (USD 3.350 m) y compensado parcialmente por ventas netas de títulos de renta fija en el mercado local por parte de no residentes (USD 2.234 m). Cabe destacar también que se estimaron salidas de capital para constituir activos financieros en el exterior por valor de USD 13.718 m, correspondientes a inversiones de cartera en el exterior (USD 9.774 m) y a otros activos (USD 3.944 m). Estas transacciones fueron realizadas, principalmente, por entidades de los sectores financiero y real.

Para 2024 el equipo técnico del Banco de la República proyecta un déficit en la cuenta corriente cercano al 3,0% del PIB, en un entorno de bajo crecimiento de la economía y de una recuperación moderada de la demanda interna. El incremento anual del déficit para este año frente al registrado en 2023 se explicaría por el mayor desbalance comercial de bienes. En particular, se esperan menores ingresos por concepto de exportaciones debido a que continuaría la reducción de los precios internacionales de las materias primas exportadas¹. Sin embargo, se esperan menores déficits en la cuenta de servicios y en la renta de los factores, así como un superávit elevado de las transferencias corrientes, lo que limitaría una ampliación mayor del desbalance externo. Respecto al menor déficit de servicios, para este año se espera que persista el comportamiento favorable de las exportaciones por turismo. En cuanto a la renta factorial, se incrementarían los ingresos por los mayores rendimientos de las reservas internacionales y se reducirían los egresos por las menores utilidades remitidas al exterior (particularmente de empresas con IED del sector mineroenergético). Así, ambos factores compensarían los mayores pagos por intereses de la deuda externa. Finalmente, las transferencias corrientes se mantendrían en niveles elevados, lideradas principalmente por los mayores ingresos por remesas de trabajadores.

En 2024 se espera que el país mantenga el acceso al financiamiento externo en un contexto de tasas de interés internacionales que se mantendrían altas durante la primera mitad del año y de una prima de riesgo colombiana superior a su promedio histórico. Para este año la IED continuaría siendo la principal fuente de financiamiento, aunque los flujos por este concepto serían menores a los obtenidos en 2023, en línea con un crecimiento económico moderado y unos menores precios internacionales del carbón y el petróleo. Además, se espera que tanto el sector público como el privado registren entradas de capital que contribuirían al financiamiento del déficit externo. Finalmente, de acuerdo con las proyecciones del equipo técnico, en 2024 los costos de financiamiento externo se mantendrían elevados en la medida en que las tasas de interés internacionales serían relativamente altas durante la primera mitad del año y la prima de riesgo local se ubicaría por encima de sus promedios históricos.

¹ Adicionalmente, el déficit comercial de bienes también se ampliaría porque no se repetirían operaciones puntuales de reexportaciones de aviones que se presentaron en 2023.

5.2 Reservas internacionales

De acuerdo con la Ley 31 de 1992, el Banco de la República administra las reservas internacionales conforme al interés público, al beneficio de la economía nacional y con el propósito de facilitar los pagos del país en el exterior. Consecuentemente, la ley define que la inversión de los activos de reserva se sujetará a los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad. El criterio de seguridad con el que se gestionan las reservas internacionales en Colombia implica controlar adecuadamente los riesgos a los que se exponen las inversiones. Con el fin de manejarlos dentro de los parámetros y niveles aceptables, el Comité de Reservas Internacionales del Banco de la República² define límites estrictos para las exposiciones a cada uno de los diferentes riesgos que enfrentan las reservas. Para cumplir con el criterio de liquidez, el Banco invierte las reservas internacionales en activos financieros fáciles de liquidar, 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 Banco de la República. En el anexo se presenta una explicación de las políticas que orientan la inversión de las reservas y algunas definiciones relevantes.

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

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

Al 31 de diciembre de 2023, las reservas internacionales netas³ totalizaron USD 59.608,3 millones (m), lo que significa un incremento de USD 2.339 millones (m)

2 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.

3 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 59.639 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron USD 31 m.

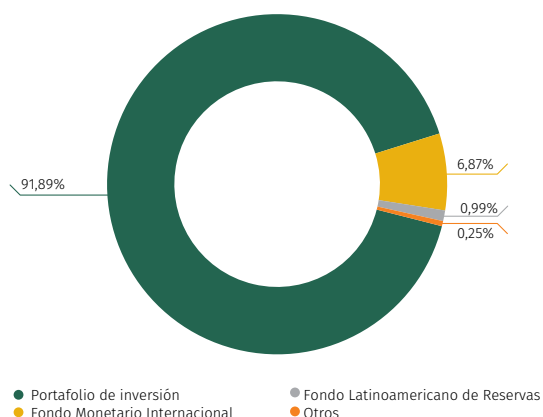
durante 2023. El principal factor que explica este aumento corresponde a la rentabilidad positiva obtenida en lo corrido del año, producto de mayores intereses recibidos en las inversiones. El rendimiento de las reservas internacionales durante 2023, excluyendo el componente cambiario, fue del 4,03% (USD 2.355 m). Este rendimiento 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. A su vez, en los últimos meses del año se presentó un aumento en los precios de las inversiones ante la reducción de las tasas de interés de corto y mediano plazo de los principales mercados en los que se invierten las reservas internacionales. Este efecto de valoración se presenta porque existe una relación inversa entre el precio de los bonos y las tasas de interés, es decir, el precio de los bonos aumenta a medida que las tasas de interés disminuyen.

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 (91,37% y 0,52% de las reservas, respectivamente). En el Gráfico 5.1 se presenta la composición de las reservas internacionales al 31 de diciembre de 2023.

5.2.1 Indicadores de reservas⁴

Los indicadores que evalúan el nivel de reservas internacionales, incluidos los del Fondo Monetario Internacional (FMI), sugieren que su nivel es adecuado. Un indicador ampliamente utilizado internacionalmente para medir el nivel adecuado de reservas internacionales es la metodología *Assesing Reserve Adequacy (ARA)*. Esta métrica es propuesta por el FMI y establece que las reservas deben cubrir los principales riesgos de la balanza de pagos en periodos de presión en el mercado cambiario. De acuerdo con el FMI, este indicador busca cubrir riesgos asociados con una pérdida de acceso al financiamiento externo, una pérdida de confianza en la moneda local, una reversión de los flujos de capital, y un posible colapso de la demanda externa⁵. Se considera que una economía mantiene niveles adecuados de reservas si la razón entre las reservas y un indicador que se denomina ARA se ubica entre 1,0 y 1,5. Con cifras a diciembre de 2023, la razón entre reservas y ARA del FMI calculado para Colombia se ubicaba en 1,25. Entre otros indicadores usados para evaluar el nivel de suficiencia de las reservas internacionales se encuentran las razones de reservas internacionales con respecto a importaciones, a agregados monetarios, a la suma de deuda externa de corto plazo y al déficit en la cuenta corriente. En el caso colombiano, a diciembre de 2023 todos estos indicadores sugieren que el nivel de reservas se encuentra en niveles adecuados.

Gráfico 5.1
Composición de las reservas internacionales
(información al 31 de diciembre de 2023)



Nota: el oro se incluye dentro del portafolio de inversión (véase sección 3.1 del Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República de marzo de 2021). El rubro Otros incluye convenios internacionales, efectivo en caja y depósitos a la orden.
Fuente: Banco de la República.

4 Más información sobre las reservas internacionales en el informe de *Administración de las Reservas Internacionales* de 2023, publicado en la página web del Banco en el siguiente enlace: <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/informe-reservas-internacionales/2023>

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

Si bien ha aumentado el nivel de reservas internacionales, en línea con un mayor rendimiento, también se esperan unas mayores amortizaciones de deuda y unos altos niveles de necesidades de financiamiento. Esto se refleja en una reducción de algunas métricas del nivel de suficiencia de las reservas internacionales. Debido a que las reservas internacionales están invertidas principalmente en bonos de países desarrollados que actualmente cuentan con tasas de interés históricamente altas, estas presentaron una rentabilidad positiva en lo corrido de 2023. Por su parte, algunos componentes del ARA, incluyendo la proyección de pagos de deuda de corto plazo y los agregados monetarios (M3) aumentaron en el año. Debido a que estos componentes crecieron más que las reservas internacionales, la razón del ARA cayó de 1,29 a 1,25 entre diciembre de 2022 y 2023.

Se prevé una reducción en el monto de la línea de crédito flexible (LCF) con el FMI y se consideró pertinente reforzar la liquidez externa de Colombia en un entorno macroeconómico y financiero que sigue siendo incierto a nivel externo e interno.

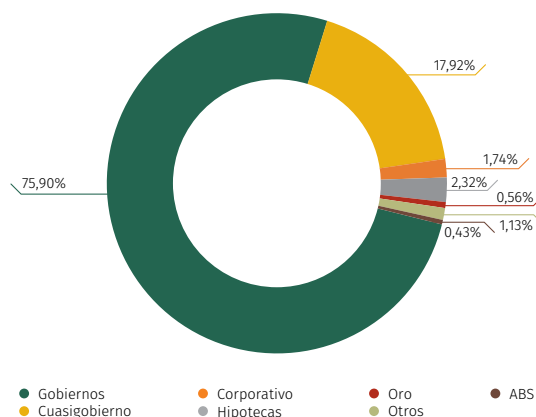
En enero de 2024 se decidió iniciar un programa de acumulación de reservas internacionales por un monto de hasta USD 1,5 miles de millones. Con este programa se busca mantener niveles adecuados de reservas ante una reducción esperada del monto de acceso a la LCF del FMI en el año 2024, en línea con el compromiso de continuar disminuyendo el acceso a esta facilidad. En consecuencia, se consideró pertinente fortalecer los colchones de liquidez externa, con el fin de contribuir a la estabilidad y capacidad de respuesta del país ante posibles choques externos e internos, y facilitar la capacidad de financiamiento de la economía en los mercados internacionales. Otros aspectos del programa de acumulación de reservas se desarrollan en el sombreado 2: *Consideraciones para la acumulación de reservas internacionales*.

5.2.2 Composición del portafolio de inversión⁶

Al cierre de diciembre de 2023, el portafolio de inversión estaba constituido principalmente por títulos emitidos por gobiernos y entidades relacionadas con gobiernos. En el Gráfico 5.2 se observa la composición del portafolio de inversión a diciembre de 2023, cuando alrededor del 93,82 % 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 27,45 % del portafolio se encontraba invertido en instrumentos con calificación AAA y el 70,09 % en AA. El Banco utiliza como referencia la menor calificación para grado de inversión otorgada por al menos dos de las tres principales agencias calificadoras (S&P, Moody's y Fitch Ratings). Además de las calificaciones crediticias, el Banco incorpora el seguimiento de factores de riesgo ambientales,

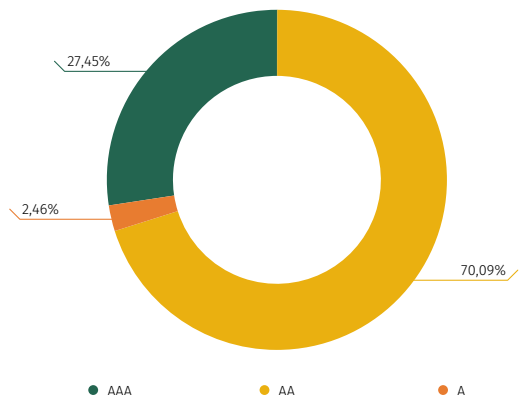
Gráfico 5.2
Composición del portafolio de inversión por sectores (información al 31 de diciembre de 2023)



Fuente: Banco de la República.

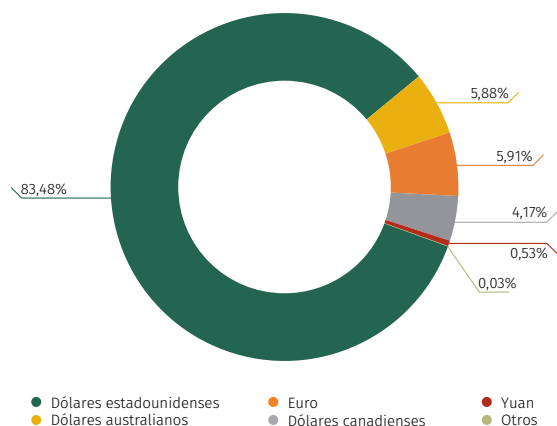
⁶ Los gráficos de composición del portafolio por moneda y calificación crediticia se calculan sobre el monto del portafolio de inversión, excluyendo el oro.

Gráfico 5.3
Distribución de las inversiones por calificación crediticia
(información al 31 de diciembre de 2023)



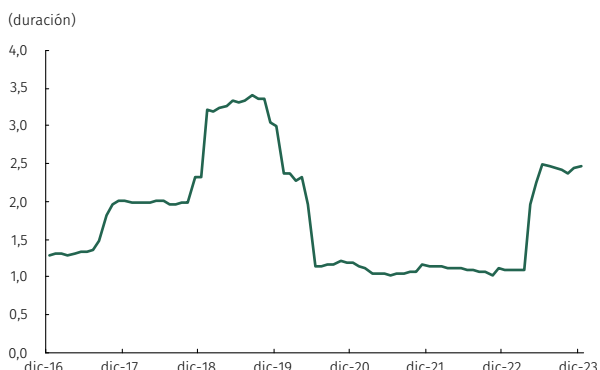
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5.4
Composición cambiaria del portafolio de inversión
(información al 31 de diciembre de 2023)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5.5
Duración del portafolio de inversión



Fuente: Banco de la República.

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 al 31 de diciembre de 2023. Teniendo en cuenta que uno de los objetivos de las reservas internacionales es poder atender los pagos externos del país en momentos de reducción de las fuentes de financiamiento externo, la composición cambiaria de las reservas internacionales de Colombia busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país. De esta manera, las reservas intentan cubrir la volatilidad de los pagos del país en el exterior derivada de los movimientos de las tasas de cambio. El dólar de los Estados Unidos tiene la mayor participación en las reservas internacionales de Colombia, debido a que la mayor parte de las transacciones comerciales y financieras del país con el resto del mundo se realizan en esta moneda. También se permiten inversiones en las siguientes monedas: dólar canadiense, australiano y neozelandés; la corona sueca, la libra esterlina, el franco suizo, el euro, el yuan, el yen, la corona noruega, el renminbi, el dólar hongkonés, el dólar singapurense y el won coreano.

En 2023 el Banco de la República incrementó gradualmente la duración⁷ del portafolio de inversión, lo que permitió 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 31 de diciembre de 2023 el portafolio de inversión tenía una duración de 2,46, lo cual significa que el valor del portafolio podría aumentar 2,46% frente a una reducción del 1% en las tasas de todos los bonos del portafolio.

5.2.3 Rentabilidad de las reservas

La rentabilidad de las reservas depende principalmente de dos factores: el de intereses y el de valorización. El primero corresponde a los intereses recibidos de los instrumentos en los cuales se invierte, y el factor de valorización, al cambio en los precios de los títulos por movimientos en la tasa de interés. Este segundo factor 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 31 de diciembre de 2023, 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

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.

presentaron una rentabilidad del 4,03%⁸ durante 2023. Los incrementos de las tasas de referencia por parte de los bancos centrales, en respuesta al aumento de los niveles de inflación hasta niveles superiores a las metas definidas en varios países, permitieron contar en 2023 con tasas de interés en los mercados relevantes para las reservas internacionales en niveles altos frente a los observados en los últimos años. Adicionalmente, en los últimos meses del año, en la medida en que los niveles de inflación global empezaron a ceder, las tasas de interés de los títulos de deuda soberana se redujeron, generando valorizaciones de las inversiones (factor valorización).

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 el transcurso del año 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

Actualmente, el país cuenta con la LCF del FMI por USD9.800 m, equivalente al 350% de la cuota de Colombia en el organismo. Este instrumento complementa las fuentes de financiamiento externo del país, constituye un seguro contra riesgos externos y mantiene la confianza de los agentes en la economía colombiana, al mismo tiempo que facilita el acceso del país a los mercados financieros internacionales en condiciones favorables. Los riesgos asociados con un alto nivel de incertidumbre por cuenta de factores geopolíticos resaltan la importancia de mantener unos niveles adecuados de liquidez externa.

La LCF es una línea de crédito diseñada para proveer financiamiento anticipado y flexible a los países miembros con marcos de política macroeconómica muy sólidos y un historial favorable de desempeño. Particularmente, aquello se entiende como un sistema de inflación objetivo con una alta credibilidad, un tipo de cambio flexible, la existencia de un marco de política fiscal anclado en la sostenibilidad de la deuda pública, y la presencia de una supervisión y regulación financiera eficaces⁹.

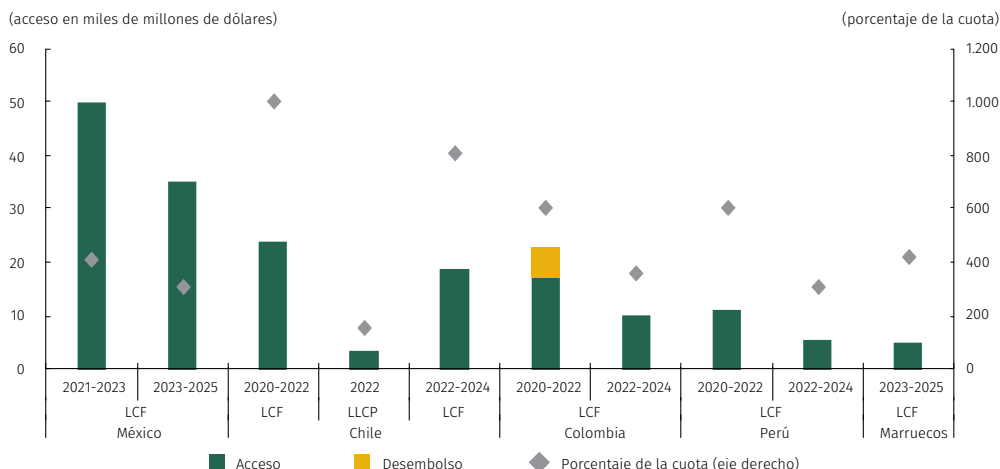
El acceso a este instrumento constituye una fuente de liquidez externa que complementa las reservas internacionales. Desde 2009, Colombia se ha beneficiado

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

9 Estos criterios de manera explícita 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.

de sucesivos acuerdos, cuyo acceso se ha mantenido gracias al sólido marco de política macroeconómica del país, que ha permitido cumplir con los criterios de acceso requeridos antes mencionados. Actualmente, cinco países tienen acuerdos vigentes de la LCF: México, Colombia, Perú, Chile y, recientemente, Marruecos¹⁰ (Gráfico 5.6).

Gráfico 5.6
Acuerdos recientes de la LCF



Fuentes: FMI y Banco de la República.

Dado que la vigencia del acuerdo actual vence este año, en abril se realizará el proceso de renovación de la LCF en el Directorio del Fondo. Las autoridades colombianas consideran que mantener el acceso a la línea es importante por la señal positiva que provee a los mercados sobre el manejo macroeconómico y porque complementa la posición de liquidez externa que otorgan las reservas internacionales.

En línea con el proceso de salida gradual del instrumento, dada su naturaleza temporal, se espera solicitar un acceso inferior al nivel actual, siempre que la evolución de los riesgos externos lo permita. Después de transcurridos dos años de la renovación más reciente del acuerdo, se han venido realizando los ajustes necesarios a nivel macroeconómico, los choques externos se han ido mitigando y las condiciones financieras internacionales han mejorado en un entorno de inflación global a la baja y una desaceleración de la economía mundial más lenta de la proyectada. Sin embargo, las perspectivas, sobre todo en la parte externa, continúan rodeadas de un alto nivel de incertidumbre y existen riesgos al alza, siendo los más relevantes las mayores tensiones geopolíticas, la fragmentación del comercio internacional y el posible encarecimiento del financiamiento externo. Por lo anterior, es deseable que el país cuente con la LCF como un complemento a la posición externa, la cual está constituida principalmente por las reservas internacionales.

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

10 En abril de 2023, el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó la solicitud de acceso de Marruecos a un acuerdo de la LCF por dos años y por un monto equivalente a USD 5.000 millones.

Banco de la República tiene para acceder a la facilidad FIMA es poder disponer de liquidez en dólares estadounidenses sin tener que vender definitivamente los activos de los portafolios de las reservas internacionales, lo cual mitiga el riesgo de liquidez y de mercado. El Banco de la República usaría esta facilidad solamente en caso de que, habiendo decidido vender dólares en el mercado de contado, el mercado de compra y venta de títulos del Tesoro presentara en ese momento una muy baja liquidez.

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 Banco de la República podría disponer de liquidez contingente e inmediata, sin tener que vender los activos de los portafolios de las reservas internacionales invertidos en instrumentos del 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 2023 el BPI habilitó al Banco de la República dos facilidades de liquidez no comprometidas¹¹ por un monto total de USD1.000 millones, que solo se utilizarían de forma excepcional ante situaciones extremas en los mercados. En ese sentido, el Banco de la República considera estas facilidades como líneas de carácter precautorio que complementan la disponibilidad de liquidez externa de las reservas internacionales.

11 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 2

Consideraciones para la acumulación de reservas internacionales

Con el propósito de mantener niveles de liquidez externa apropiados y prepararse ante una reducción gradual en el monto de acceso a la línea de crédito flexible (LCF) que tiene Colombia con el Fondo Monetario Internacional (FMI), conforme con lo anunciado en la pasada renovación del instrumento, y considerando la incertidumbre que persiste sobre el entorno global, en diciembre de 2023 la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) tomó la decisión de iniciar un programa para acumular gradualmente reservas internacionales hasta por USD 1.500 millones (m). El mecanismo considerado para realizar dicha acumulación es el de opciones *put*¹, con un cupo mensual de hasta USD 200 m.

Este mecanismo de opciones *put* para acumulación de reservas internacionales del Banco de la República (Banrep) se puede ejercer únicamente cuando la tasa representativa del mercado (TRM) esté por debajo de su promedio de los últimos veinte días hábiles. En el pasado, este mismo mecanismo ha sido utilizado con propósitos similares. Cabe aclarar que el programa no persigue ningún objetivo de tasa de cambio y no busca alterar el nivel ni la volatilidad de esta variable. Adicionalmente, no interfiere con la postura de política monetaria, ya que el Banrep utiliza los instrumentos necesarios para asegurar que la tasa de interés de corto plazo de la economía sea coherente con la tasa de interés de intervención establecida por la JDBR.

Este sombreado aborda algunas de las consideraciones que muestran la conveniencia de la decisión de acumulación de reservas internacionales y brinda elementos para un mayor entendimiento de su alcance.

1. Conveniencia de acumular reservas en una coyuntura

Las diferentes métricas indican que Colombia tiene un nivel adecuado de reservas internacionales actualmente. La razón de reservas según la métrica ARA propuesta por el FMI² se ubica en un nivel de 1,25 en diciembre de 2023, frente a un rango recomendado de 1 a 1,5. En línea con la reducción en el monto de acceso a la LCF, la razón de reservas internacionales más la LCF futura, según la métrica de ARA, caerá en los siguientes meses (Gráfico S2.1). Adicionalmente, esta métrica, que toma como referencia el nivel de reservas en comparación con los pagos y amortizaciones que tiene la economía, ha disminuido en los últimos meses, principalmente porque la dinámica de altos rendimientos de las reservas internacionales no ha alcanzado a compensar la presencia de unas mayores amortizaciones y necesidades de financiamiento externo.

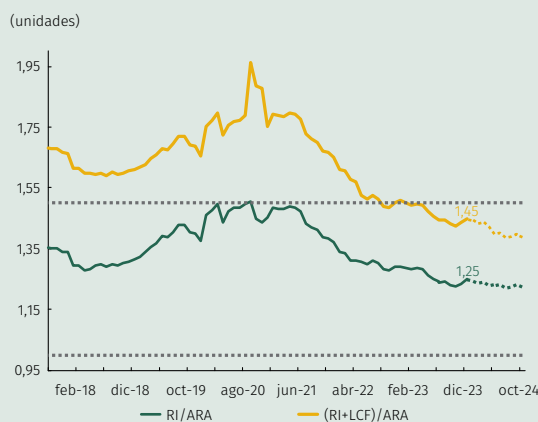
En relación con el contexto externo, el entorno económico global actual está caracterizado por una alta incertidumbre y altos niveles de inflación. A pesar de una disminución de la inflación global desde principios de 2023, esta variable aún permanece

1 Las opciones *put* le permiten a su comprador la opción (más no la obligación) de vender un activo en una fecha futura a un precio pactado previamente. Estos instrumentos financieros también pueden incorporar una condición que determine en qué escenarios se puede emplear la opción que se adquirió. En este caso, el adquirente le puede vender dólares de los Estados Unidos al Banrep de acuerdo con la TRM de cualquier día en el mes de la subasta de las opciones si se cumple la condición de que la TRM se ubique por debajo del promedio móvil de veinte días y hasta por el monto señalado en la subasta.

2 La métrica ARA para Colombia se calcula: métrica ARA = 5% × exportaciones + 5% × M3 + 30% × amortizaciones + 15% × otros pasivos.

Gráfico S2.1
Razón reservas internacionales/ARA

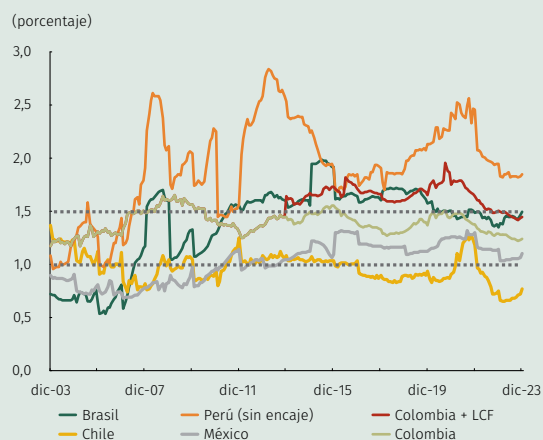
A. Razón reservas internacionales/ARA para Colombia



Nota: las bandas punteadas en 1 y 1,5 indican el rango recomendado por el FMI para esta métrica.

Fuente: BanRep (DII, UAI). Información observada actualizada a diciembre de 2023, mientras que la proyección del ARA corresponde a la calculada con información a octubre de 2023. Las líneas punteadas incluyen proyecciones en las reservas en ausencia de intervención y en la LCF se incorporan supuestos sobre su potencial reducción en el monto de acceso.

B. Razón de reservas internacionales/ARA comparación internacional



Nota: la información de reservas internacionales de Perú excluye el encaje. La información de reservas de la línea "Chile CF" incluye los fondos soberanos y de la línea "Colombia+LCF" incluye la línea de crédito flexible del FMI.

Fuente: BanRep (DII). Información actualizada a octubre de 2023.

por encima de las metas establecidas por los bancos centrales de las principales economías desarrolladas, llevando a la mayoría de estas autoridades monetarias a mantener políticas contractivas por un período más prolongado de lo inicialmente proyectado.

Si bien la perspectiva de un “aterrizaje forzoso” de la economía mundial o de problemas en el sistema financiero de las economías avanzadas se ha alejado, algunos riesgos persisten. Los riesgos fiscales en los Estados Unidos emergieron tras las discusiones sobre el techo de la deuda, tensiones geopolíticas que se han agudizado y una alta volatilidad observada en los precios de los *commodities*, en un ambiente en el cual los niveles de deuda y necesidades de financiamiento en muchos países se mantienen elevados.

En relación con la coyuntura del mercado cambiario local, se observó que el peso colombiano presentó un mejor desempeño frente a sus pares de la región y otros países emergentes durante 2023, corrigiendo gran parte de la depreciación observada durante 2022. Por otro lado, los indicadores de liquidez del mercado cambiario han mostrado un comportamiento similar al observado desde comienzos de 2022, sin perturbaciones serias (véase la sección 4.2). Por consiguiente, no se identificó una tendencia sostenida de depreciación del peso que refleje un contexto adverso para la compra de reservas internacionales en el mercado.

Teniendo en cuenta los factores mencionados, se consideró que un mayor nivel de reservas internacionales aumentaría la capacidad de la economía de hacer frente a los riesgos y desafíos que puedan surgir en un entorno económico global incierto. En este escenario de persistente incertidumbre, contar con un adecuado colchón de liquidez externa contribuye a la estabilidad y capacidad de respuesta del país ante posibles choques externos e internos, y facilita la capacidad de financiamiento de la economía en los mercados internacionales.

2. Consideraciones sobre la magnitud del monto de reservas internacionales por acumular y el instrumento empleado

Se decidió iniciar un programa de acumulación de reservas internacionales por un monto de hasta USD 1,5 miles de millones (mm), considerando la disminución prevista en la LCF³ en 2024 y el escenario de riesgos al alza de carácter externo. Se determinó que el monto objetivo debería cubrir la reducción en la LCF y mantener las reservas en niveles adecuados ante un entorno externo desafiante.

El Banrep es consciente de los beneficios que trae la flexibilidad de la tasa de cambio como mecanismo de absorción ante choques externos e internos, por lo que busca que un programa de acumulación no afecte ni el nivel, ni la volatilidad de la tasa de cambio. En ese sentido, se decidió acumular reservas con un monto mensual relativamente pequeño frente al tamaño del mercado cambiario. Un valor de hasta USD 200 m mensuales, frente a un valor transado de USD 1.500 m en promedio diario, hace que la demanda de opciones y su ejercicio tengan una incidencia limitada en el mercado cambiario.

Las subastas de opciones *put* se están realizando mensualmente y los participantes pagan una prima que se fija cada mes a través del mecanismo de subasta de precio uniforme⁴. La prima de las subastas se determina a través de las ofertas de los agentes, las cuales dependerán de las expectativas que tiene el mercado sobre la dinámica de la tasa de cambio. Se observó una demanda por USD 911 m en enero y USD 997 m en febrero, lo que sugiere un alto interés por parte del mercado.

La experiencia con el instrumento escogido muestra que este facilita la acumulación de reservas conforme a la evolución de las condiciones del mercado en periodos en los que no hay presiones importantes al alza de la tasa de cambio⁵. En particular, la condición de ejercicio de estos instrumentos se activa cuando la tasa de cambio se encuentre por debajo de su promedio móvil de veinte días. Las entidades, por su parte, tienen la potestad de ejercer las opciones en el momento en que se cumpla la condición de ejercicio.

3. Consideraciones finales

La acumulación de reservas internacionales contribuye a fortalecer los colchones de liquidez externa del país. Si bien a la luz de algunas métricas los niveles actuales de reservas internacionales son adecuados, se prevé una reducción en el monto de la LCF con el FMI, por lo que se considera pertinente reforzar la liquidez externa de Colombia en un entorno macroeconómico y financiero que sigue siendo incierto tanto a nivel externo como interno. De tal forma, se afianza la percepción positiva sobre la solidez macroeconómica del país y se facilita el acceso a financiación externa del mismo.

3 Esta línea de crédito renovable con el FMI constituye una herramienta para afrontar situaciones de altas presiones reales o potenciales en la balanza de pagos sin imponer condicionalidades sobre las políticas macroeconómicas del país, complementando así las reservas internacionales que administra el Banrep (al respecto, véase la sección 5.2.4).

4 En una subasta de precio uniforme, se vende un número fijo de un producto básico homogéneo por el mismo precio. En las subastas del Banrep cada participante puede presentar una o varias ofertas, designando el monto solicitado y el precio o tasa que está dispuesto a pagar o a recibir. En este tipo de subasta todos los oferentes cuyas ofertas fueron aprobadas pagan el mismo precio o tasa de corte.

5 Debido a que la tasa de ejercicio de las opciones es la TRM, desde abril de 2000 se han ejercido las opciones *put* para acumulación de reservas internacionales del Banrep durante 94 días, de los cuales únicamente durante seis días se observó una depreciación de la tasa de cambio frente al día anterior.

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 presenta un informe de las actividades más relevantes realizadas ante esa entidad durante los últimos meses. De acuerdo con la autorización conferida, el Banco suscribió 3.000 acciones del BPI por un valor de 65.712.000 derechos especiales de giro (DEG), equivalentes a USD 100.978.710, las cuales se mantienen registradas a su costo de adquisición en DEG en el rubro “aportes en organismos y entidades internacionales”.

En los últimos meses, las directivas del Banco de la República han participado activamente 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 diversos temas, tales como la evolución de las dinámicas de crecimiento e inflación, los riesgos del cambio climático, la intervención cambiaria en las economías emergentes, las dinámicas del mercado laboral, los riesgos de la persistencia de los precios de los servicios, las implicaciones y riesgos de la inteligencia artificial en la banca central, y los desarrollos recientes de la tasa de cambio y las condiciones financieras globales.

En el marco de las actividades coordinadas por el Consejo Consultivo para las Américas del BPI (CCA, por su sigla en inglés), el Banco participa activamente en proyectos de investigación, grupos y conferencias en diversas áreas de banca central. Por ejemplo, en el marco del Comité Científico, el BPI organizó en octubre de 2023 la Conferencia Anual de Investigación, la cual giró en torno al crecimiento, productividad y modelación macroeconómica en la región. Asimismo, a finales del año pasado se realizó la Reunión Anual sobre Política Monetaria en Latinoamérica, que reúne a los economistas jefe de los bancos centrales de la región. En esta se discutió sobre el entorno internacional y los efectos de contagio, las perspectivas de crecimiento e inflación en América Latina y la respuesta de política.

En el ámbito de los grupos consultivos del BPI que realizan investigación y análisis en áreas como la estabilidad financiera y las operaciones bancarias, de los cuales el Banco de la República forma parte, se resalta la publicación en diciembre de 2023 del informe *High-Level Technical Requirements for A Functional Central Bank Digital Currency (CBDC) Architecture*² del Grupo Consultivo sobre Innovación y Economía Digital (CGIDE, por su sigla en inglés). Asimismo, se destaca la publicación, en agosto de 2023, del informe *Financial Stability Risks from Cryptoassets in Emerging Market Economies*³ del Grupo Consultivo de Directores de Estabilidad Financiera (CGDFS, por su sigla en inglés), en el cual el Banco de la República lideró el análisis de los criptoactivos sin respaldo desde una perspectiva de estabilidad financiera y regulatoria. Por último,

1 Esta institución internacional fue creada en 1930 y reúne actualmente a 63 bancos centrales. Su misión consiste en servir a dichas entidades en su búsqueda por la estabilidad monetaria y financiera, al fomentar la cooperación internacional en esas áreas, así como servir como un banco para los bancos centrales miembros. Su sede principal se encuentra en Basilea, Suiza, y cuenta con dos oficinas de representación: una en Hong Kong y otra en la Ciudad de México.

2 El reporte está disponible en: <https://www.bis.org/publ/othp82.pdf>

3 El reporte está disponible en: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap138.pdf>

se resalta la publicación, en noviembre de 2023, del informe *Central Bank Digital Currency (CBDC) Information Security and Operational Risks to Central Banks*⁴ del Grupo Consultivo de Gestión de Riesgos (CGRM, por su sigla en inglés). A finales del año pasado, se preseleccionaron los temas en los que el CGRM trabajará en 2024, los cuales pondrán el foco en inteligencia artificial, gobernanza y estructura de las funciones de gestión de riesgos, sostenibilidad, el rol y los efectos del capital negativo.

Por último, representantes del Banco tuvieron la oportunidad de asistir a los siguientes encuentros organizados por el BPI: 1) la reunión anual de subgobernadores de bancos centrales de países emergentes miembros del BPI, la cual estuvo enfocada en inflación y el mercado laboral tras la pandemia; 2) la tercera edición del *BIS Innovation Summit*, que se enfocó en cuestiones relacionadas con la innovación tecnológica en los sistemas de pagos, los riesgos relacionados con el clima, la incertidumbre económica y la integración de los mercados, y 3) la tercera edición de la *Green Swan Conference*, que se centró en las implicaciones macroeconómicas y el desarrollo de nuevas tecnologías en la transición climática.

4 El reporte está disponible en: <https://www.bis.org/publ/othp81.pdf>

06/ Situación financiera del Banco de la República

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

Al cierre del año 2023 los activos del Banco ascendieron a COP297.205 miles de millones (mm), los pasivos a COP193.809 mm y el patrimonio a COP103.396 mm.

El balance del Banco se redujo en comparación con los saldos registrados al cierre de 2022, producto de la apreciación del peso colombiano frente a las monedas en las que se encuentran invertidas las reservas internacionales, lo cual generó un menor valor en pesos para este activo y tuvo su contrapartida en el patrimonio en la cuenta de ajuste de cambio. Este efecto fue parcialmente compensado por el comportamiento de otros rubros, en particular el incremento en el saldo de TES en poder del Banco en el activo, y un aumento de los depósitos remunerados no constitutivos de encaje en el pasivo.

Frente al cierre de 2022, el activo se redujo en COP34.505 mm (-10,4%) debido al fortalecimiento del peso, el cual implicó un menor valor en pesos de las reservas internacionales. Las reservas internacionales son el principal activo del Banco de la República, por lo que fluctuaciones de la tasa de cambio tienen impactos significativos en el balance. Durante 2023, el saldo en dólares de las reservas internacionales brutas aumentó en USD2.349 m, resultado de su rendimiento (USD2.355 m), puesto que durante el año no hubo intervención del Banco en el mercado cambiario. No obstante, al expresarlas en pesos, su saldo se redujo en COP47.633 mm (-17,3%) frente al cierre de 2022, producto de la apreciación del peso colombiano frente a las monedas de reserva¹. La reducción de las reservas internacionales en pesos fue compensada parcialmente por el comportamiento de los demás rubros del activo. En particular, se observó: 1) un aumento de COP7.978 mm (22,2%) en el saldo de los TES en poder del Banco (segundo componente más importante del activo), debido a la valorización del portafolio por COP10.105 mm y a las compras netas de estos títulos realizadas en el mercado secundario por COP2.546 mm, contrarrestadas parcialmente por el pago de cupones por COP3.064 mm y por la entrega de TES a precios de mercado al Gobierno Nacional por COP1.609 mm como parte del pago de los resultados del año 2022², y 2) un incremento de COP3.583 mm en el saldo de repos de expansión.

El crecimiento anual del pasivo de COP4.200 mm (2,2%) se explica por el incremento del saldo de los depósitos remunerados no constitutivos de encaje (COP6.374 mm). Dichos depósitos son uno de los instrumentos con los cuales dispone el Banco para regular la liquidez de la economía, en particular, para que los excedentes que puedan tener eventualmente algunos agentes³ puedan ser retornados al Banco. Dada su naturaleza, su saldo puede ser volátil y, en particular, al cierre de 2023 fue mayor en un monto significativo al registrado un año atrás. Por su parte, la base monetaria, el principal componente del pasivo, fue similar a la observada al cierre

1 La apreciación anual del peso colombiano frente al dólar estadounidense fue del 21%, frente al dólar australiano del 20%, frente al euro del 18% y frente al dólar canadiense del 18%. De forma conjunta, los activos denominados en estas monedas representaron el 98,5% del saldo de las reservas internacionales al cierre de 2023.

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

3 Las entidades autorizadas para estas operaciones corresponden a los agentes colocadores de operaciones de mercado abierto (OMA), dentro los cuales se encuentran establecimientos de crédito, sociedades comisionistas de bolsa, sociedades fiduciarias, SAI, sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías, entidades aseguradoras, sociedades de capitalización, Sifes, sociedades titularizadoras, Fogafín, Finagro, Findeter, FDN, FNA, Ictex, Bancoldex, cámaras de riesgo central de contraparte, y Sedpes.

de 2022 (se incrementó en COP34 mm, 0,02%)⁴, mientras que las obligaciones con organismos internacionales disminuyeron en COP2.036 mm como producto de la variación de la tasa de cambio.

Finalmente, el patrimonio se redujo en COP38.705 mm (-27,2%) por la variación negativa generada en la cuenta de ajuste de cambio de las reservas internacionales. Frente al cierre de 2022, el ajuste de cambio tuvo una variación negativa de COP54.044 mm⁵, originada en fluctuaciones de la tasa de cambio. Esta disminución fue compensada, en parte, por la cuenta denominada otro resultado integral (ORI), cuyo saldo aumentó en COP7.722 mm⁶ (Cuadro 6.1).

6.2 Estado de resultados (PyG)

6.2.1 Cierre a diciembre de 2023

Al cierre de 2023, la utilidad del Banco fue históricamente alta y ascendió a COP9.226 mm, resultado de ingresos por COP14.798 mm y egresos por COP5.572 mm (Cuadro 6.2). El récord histórico se explicó por el nivel extraordinario de los ingresos del Banco, a pesar de que los egresos también alcanzaron sus registros máximos en 2023. Frente a lo observado en 2022, la utilidad fue superior en COP7.720 mm debido al incremento anual de los ingresos, que superó ampliamente el aumento de los egresos durante el año.

Los ingresos observados en 2023 fueron superiores en COP10.350 mm a los de 2022 debido, principalmente, al rendimiento de las reservas internacionales. En particular, el rendimiento de las reservas internacionales registrado en el PyG⁷ ascendió a COP8.708 mm⁸ en 2023, con un incremento anual de COP9.040 mm, explicado por las altas tasas de interés en los mercados de capitales externos. A su vez, los intereses y rendimientos de los TES en poder del Banco y de los repos de expansión ascendieron a COP3.881 mm y a COP1.661 mm, respectivamente, con aumentos anuales de COP884 mm y COP657 mm. En el caso de los TES, el incremento de los ingresos se originó, principalmente, por el mayor saldo promedio y, en menor medida, por tasas de interés promedio (TIR de compra) más elevadas.

4 Véase el sombreado “Base monetaria y M3”, p. 59.

5 Explicado por la reducción de COP57.500 mm en el saldo en pesos de las reservas internacionales en el activo, y por el efecto positivo de COP3.456 mm originado en la disminución de los pasivos con el FMI (asignaciones de DEG) y con el FLAR (pesos andinos).

6 Debido a la valoración no realizada por cambios en precios de mercado y a la realización de pérdidas acumuladas de ejercicios anteriores, valor que ascendió a COP6.223 en el caso de los TES y a COP1.496 mm en el de las reservas internacionales.

7 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 Banco, 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 Banco.

8 El rendimiento de las reservas internacionales que se contabiliza en el PyG, COP8.708 mm, se obtiene de descontar del rendimiento total de las mismas, COP10.204 mm, los trasladados netos del PyG al ORI por COP1.496 mm. Este último resultado solo considera el portafolio bajo el mandato de administración pasiva de las reservas y se explica por: 1) pérdidas por valoración realizadas por COP720 mm, trasladadas del ORI al PyG, y 2) ganancias no realizadas por COP776 mm, excluidas del PyG y registradas en el ORI. Cabe resaltar que dentro del rendimiento total de las reservas internacionales en pesos no se incluyen las variaciones de su saldo originadas en fluctuaciones de las tasas de cambio del peso frente a las monedas en que se encuentran invertidas estas reservas. Como se mencionó, estas variaciones se registran en la cuenta ajuste de cambio en el patrimonio del Banco.

Cuadro 6.1

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

Cuentas	Diciembre, 2022		Diciembre, 2023		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	331.710	100,0	297.205	100,0	-34.505	-10,4
Reservas internacionales brutas	275.577	83,1	227.944	76,7	-47.633	-17,3
Participación en organismos y entidades internacionales	8.722	2,6	10.052	3,4	1.330	15,3
Inversiones	36.107	10,9	43.887	14,8	7.780	21,5
TES	35.909	10,8	43.887	14,8	7.978	22,2
Títulos de deuda privada	198	0,1	0	-	-198	-100,0
Operaciones repo	5.297	1,6	8.880	3,0	3.583	67,6
Otros activos netos	6.007	1,8	6.441	2,2	435	7,2
Pasivo y patrimonio	331.710	100,0	297.205	100,0	-34.505	-10,4
Pasivo	189.609	57,2	193.809	65,2	4.200	2,2
Pasivos M/E que afectan reservas internacionales	26	0,0	22	0,0	-4	-14,2
Base monetaria	154.744	46,7	154.778	52,1	34	0,0
Efectivo	115.898	34,9	114.870	38,6	-1.028	-0,9
Reserva	38.847	11,7	39.909	13,4	1.062	2,7
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	2.020	0,6	8.393	2,8	6.374	315,6
Otros depósitos	59	0,0	135	0,0	76	129,8
Gobierno Nacional (Dirección del Tesoro Nacional M/N)	7.068	2,1	6.824	2,3	-244	-3,5
Obligaciones organismos internacionales	25.693	7,7	23.657	8,0	-2.036	-7,9
Patrimonio total	142.101	42,8	103.396	34,8	-38.705	-27,2
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Reservas	744	0,2	744	0,3	0	0,0
Superávit	149.765	45,1	95.737	32,2	-54.028	-36,1
Ajuste de cambio ^{a/}	150.832	45,5	96.787	32,6	-54.044	-35,8
Liquidación CEC	453	0,1	453	0,2	0	0,0
Inversión en activos para actividad cultural	356	0,1	373	0,1	17	4,7
Transferencia organismos internacionales	-1.943	-0,6	-1.943	-0,7	0	0,0
Efecto acumulado cambio contable	67	0,0	67	0,0	0	0,0
Otros resultados integrales (ORI)	-10.047	-3,0	-2.325	-0,8	7.722	-76,9
Resultados	1.771	0,5	9.226	3,1	7.455	420,8
Resultados del ejercicio	1.506	0,5	9.226	3,1	7.720	512,5
Ganancias acumuladas ejercicios anteriores por cambio en el tratamiento contable de las reservas internacionales	265	0,1	0	-	-265	-100,0
Resultados acumulados (efecto del cambio en políticas contables)	-145	-0,0	0	-	145	-100,0

a/ Incluye el ajuste de cambio de las reservas internacionales netas, de los pasivos con el FMI (asignaciones de DEG) 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: primero, los activos descuentan el valor de los pasivos asociados con operaciones de compra de portafolio de reservas internacionales sobre las cuales aún no se ha efectuado el pago (en los estados financieros del Banco esto se registra como un mayor valor del activo y como una exigibilidad de reservas internacionales en el pasivo); segundo, en los activos y pasivos de esta sección se incluye la moneda metálica en circulación, la cual no forma parte de la información contable del balance general del Banco; y tercero, otras reclasificaciones de cuentas de menor valor. En este sentido, los valores del activo y del pasivo presentados en este Informe (COP 297.205 mm y COP 193.809 mm, respectivamente) difieren de los registrados en los Estados Financieros al 31 de diciembre de 2023 (COP 300.208 mm y COP 196.813 mm).

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 6.2
Estado de resultados del Banco de la República, 2023
(miles de millones de pesos)

	Ejecutado a		Variación	
	2022	2023	Absoluta	Porcentual
I. Total ingresos (A+B+C)	4.448	14.798	10.350	232,7
A. Ingresos monetarios	3.850	14.271	10.421	270,7
1. Intereses y rendimientos	3.710	14.252	10.543	284,2
Reservas internacionales	-332	8.708	9.040	n. a.
Portafolio de inversión de regulación monetaria (TES)	2.997	3.881	884	29,5
Operaciones activas de regulación monetaria (Repos)	1.005	1.661	657	65,4
Operaciones de otros títulos de deuda privada	40	2	-39	-95,5
2. Diferencias en cambio	135	13	-122	-90,1
3. Otros ingresos monetarios	5	5	0	2,0
B. Ingresos por moneda metálica emitida	316	230	-86	-27,2
C. Ingresos corporativos	282	297	15	5,3
1. Comisiones	241	265	24	10,0
Servicios bancarios	75	82	7	9,2
Negocios fiduciarios	166	183	17	10,3
2. Otros ingresos corporativos	41	32	-9	-22,5
II. Total gastos	2.942	5.572	2.630	89,4
A. Gastos monetarios	1.805	4.333	2.528	140,0
1. Intereses y rendimientos	1.643	4.093	2.450	149,1
Depósitos Gobierno Nacional	1.586	3.739	2.153	135,7
Depósitos operaciones pasivas de regulación monetaria	57	354	297	520,7
2. Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior	48	47	-1	-2,3
3. Comisión de compromiso del crédito flexible con el FMI	103	107	4	3,6
4. Diferencias en cambio	10	85	75	777,7
5. Otros gastos monetarios	1	1	-0	-19,2
B. Gastos billetes y monedas	334	344	11	3,2
C. Gastos corporativos	801	890	89	11,1
1. Gastos de personal	517	553	36	7,0
2. Gastos generales	155	189	34	21,9
3. Otros corporativos	129	148	19	14,8
D. Gastos de pensionados	2	4	2	119,7
III. Resultado operacional (I - II)	1.506	9.226	7.720	512,5

n. a.: no aplica.

Fuente: Banco de la República.

Para los repos, el crecimiento de los rendimientos respondió a las mayores tasas de remuneración, dados los incrementos de la tasa de interés de política monetaria definidos por la JDBR, puesto que el volumen promedio diario de estas operaciones fue inferior⁹. Además, se presentó una reducción de COP122 mm en las diferencias en cambio debido al efecto de la apreciación del peso sobre el saldo de activos y pasivos en moneda extranjera diferentes de las reservas internacionales. Estas dinámicas explicaron el aumento de los ingresos monetarios en el año (COP10.421 mm) que, a su vez, determinaron el mayor valor de los ingresos totales del Banco. Finalmente, en 2023 se observaron ingresos por valor facial de la moneda metálica emitida e ingresos corporativos por COP230 mm y COP297 mm, respectivamente, presentando una reducción de COP86 mm en el primer caso y un aumento de COP15 mm en el segundo.

Por su parte, los egresos fueron mayores en COP2.630 mm a los del año anterior, fundamentalmente por el incremento de la remuneración de los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco. Frente a 2022, los gastos monetarios fueron superiores en COP2.528 mm debido, en gran medida, a la mayor remuneración de los depósitos del Gobierno en el Banco por COP2.153 mm y de los depósitos de contracción por COP297 mm. En ambos casos, el aumento anual de los egresos estuvo vinculado a la mayor tasa de remuneración, dados los incrementos en la tasa de interés de política monetaria, y a volúmenes promedio más altos¹⁰. En 2023 los gastos corporativos ascendieron a COP890 mm, superiores en COP89 mm a los del año anterior debido al incremento de los gastos de personal por COP36 mm, generales por COP34 mm, y otros corporativos por COP19 mm¹¹. En relación con los gastos de personal, se resalta que en 2023 su variación porcentual anual (7,0%) fue menor al ajuste salarial determinado por la Convención Colectiva de Trabajo (14,12%), en parte por la ejecución por una única vez de un plan de retiro con ocasión de la transformación de seis sucursales en agencias culturales en 2022¹². Por su parte, los gastos por emisión y puesta en circulación de especies monetarias sumaron COP344 mm, lo que representó un incremento anual de COP11 mm.

6.2.2 Proyección para 2024

El presupuesto para 2024 fue aprobado por la JDBR en diciembre de 2023, previo concepto del Consejo Superior de Política Fiscal (Confis) sobre la incidencia de este en las finanzas públicas. El presupuesto del Banco tiene dos componentes principales: el monetario y el corporativo. El primero comprende los resultados de actividades monetarias, cambiarias y crediticias, de administrador de las reservas internacionales, banquero y prestamista de última instancia de los establecimientos de crédito y banco de emisión. Los resultados corporativos incluyen la gestión administrativa del Banco, como por ejemplo ingresos por comisiones y por actividades culturales, gastos de personal, gastos de funcionamiento y gastos de pensionados.

9 En 2023 la tasa de remuneración y el volumen diario de los repos de expansión fueron, en promedio, 13,18% y COP13.419 mm, en comparación con 7,25% y COP14.343 mm en 2022.

10 Con relación a los depósitos del Gobierno, en 2023 el volumen promedio fue COP30.254 mm y su tasa de remuneración del 13,15%, superiores a los observados en 2022, cuando alcanzaron COP22.262 mm y 7,38%, respectivamente. En cuanto a los depósitos de contracción, su tasa de remuneración y volumen diario fueron, en promedio, 12,32% y COP3.047 mm, en comparación con 6,06% y COP970 mm en 2022.

11 El crecimiento anual de los gastos corporativos ascendió al 11,1% (-0,5% en términos reales). Por componentes, estos crecimientos fueron 7,0% (-4,2% en términos reales) para los gastos de personal, 21,9% (9,1% real) para los generales, y 14,8% (2,8% real) para los otros corporativos.

12 Las sucursales transformadas fueron las de Ibagué, Montería, Pasto, Riohacha, Quibdó y Leticia.

Para 2024 se proyecta una utilidad de COP10.345 mm, superior a la observada para 2023. Este resultado sería producto de ingresos por COP15.620 mm y egresos por COP5.275 mm. En 2024 se esperan mayores utilidades anuales en el resultado monetario del Banco, que serían parcialmente compensadas por los mayores egresos netos en el presupuesto corporativo y en la puesta en circulación de billetes y monedas (Cuadro 6.3).

Cuadro 6.3
Presupuesto del Banco de la República, 2024
(miles de millones de pesos)

	Presupuesto aprobado		Variación	
	2023 ^{a/} (A)	2024 (B)	Absoluta	Porcentual
I. Total ingresos (A+B+C)	13.754	15.620	1.866	13,6
A. Ingresos monetarios	13.124	15.081	1.957	14,9
1. Intereses y rendimientos	13.106	15.068	1.961	15,0
Reservas internacionales	7.410	9.711	2.301	31,0
Portafolio de inversión de regulación monetaria (TES)	3.990	4.090	99	2,5
Operaciones activas de regulación monetaria (Repos)	1.704	1.267	-437	-25,7
Operaciones de otros títulos de deuda privada	2	0	-2	-100,0
2. Diferencias en cambio	12	8	-4	-31,0
3. Otros ingresos monetarios	5	5	-0	-3,8
B. Ingresos en moneda metálica emitida	337	338	0	0,1
C. Ingresos corporativos	294	202	-92	-31,3
1. Comisiones	253	167	-86	-34,1
Servicios bancarios	76	76	0	0,7
Negocios fiduciarios	177	90	-87	-48,9
2. Otros ingresos corporativos	41	35	-6	-14,1
II. Total gastos (A+B+C+D)	5.882	5.275	-607	-10,3
A. Gastos monetarios	4.421	3.651	-770	-17,4
1. Intereses y rendimientos	4.163	3.458	-705	-16,9
Depósitos Gobierno Nacional	3.828	3.180	-648	-16,9
Depósitos operaciones pasivas de regulación monetaria	334	277	-57	-17,1
2. Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior	85	78	-7	-8,1
3. Comisión de compromiso del crédito flexible con el FMI	105	105	1	0,6
4. Diferencias en cambio	63	8	-54	-86,5
5. Otros gastos monetarios	6	2	-4	-66,1
B. Gastos billetes y monedas	490	527	37	7,5
C. Gastos corporativos	966	1.081	115	11,9
1. Gastos de personal	584	650	65	11,2
2. Gastos generales	219	248	29	13,1
3. Otros corporativos	158	178	20	13,0
4. Disponibilidad presupuestal flexible	5	5	1	11,9
D. Gastos pensionados	5	16	11	214,2
III. Resultado del ejercicio (I - II)	7.872	10.345	2.473	31,4

a/ El presupuesto para 2023 se refiere al presupuesto aprobado el 16 de diciembre de 2022 y revisado el 31 de agosto de 2023 por la Junta Directiva.
Fuente: Banco de la República.

Cabe advertir que el resultado estimado tiene un alto grado de incertidumbre y supone un carácter extraordinario en el nivel esperado de utilidades. Por consiguiente, se resalta que los riesgos en esta proyección se asocian a cambios no previstos en los supuestos económicos para la estimación de las utilidades. En especial, se señalan los vinculados con el rendimiento de las reservas internacionales, dada la incertidumbre en la evolución de las tasas de interés externas, y con el ingreso neto de política monetaria, en cuanto podría no materializarse el supuesto de crecimiento de la base monetaria u observarse una senda de tasa de interés de política diferente a la considerada en esta estimación. Por ejemplo, la volatilidad en las condiciones económicas externas observada en 2023, en particular en las tasas de rendimiento de los títulos en los que se encuentran invertidas las reservas internacionales, y el menor crecimiento de la base monetaria, implicaron cambios importantes en los supuestos de proyección de las utilidades del Banco y, por ende, en los resultados esperados para 2023 a lo largo del año¹³.

En 2024 los ingresos del Banco se incrementarían, esencialmente, por el mayor rendimiento de las reservas internacionales. El presupuesto aprobado para 2024 considera un incremento anual de los ingresos monetarios de COP1.957 mm frente al presupuesto aprobado para 2023¹⁴, en gran medida, por el aumento en el rendimiento de las reservas internacionales contabilizado en el PyG por COP2.301 mm y, en menor proporción, por los mayores rendimientos de TES en poder del Banco por COP99 mm. En particular, las condiciones financieras internacionales continuarían favoreciendo la causación de intereses y rendimientos y la valorización del portafolio de inversión de las reservas internacionales, mientras que los ingresos de los TES crecerían por el mayor saldo promedio que se mantendría durante el año, dadas las compras netas realizadas a lo largo de 2023. En contraste, en 2024 se reducirían los demás ingresos monetarios, lo cual contrarrestaría parcialmente la expansión descrita. Se destacaría la disminución de los intereses de operaciones repo de expansión por COP437 mm, originada tanto en la reducción de la tasa de remuneración como en un menor saldo promedio diario. Asimismo, en el presupuesto para 2024 se estima que los ingresos corporativos disminuyan COP92 mm, principalmente por los originados en comisiones, y que el ingreso por el valor facial de la moneda no cambie significativamente frente al aprobado para 2023.

Por otra parte, se estima una reducción de los egresos originada, principalmente, por la menor remuneración de los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco. El presupuesto para 2024 incorpora una reducción de los egresos totales de COP607 mm, determinada por la disminución de los gastos monetarios de COP770 mm. Dentro de estos, la remuneración a los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco y a los depósitos de contracción caerían COP648 mm y COP57 mm, respectivamente, frente al presupuesto aprobado para 2023, lo cual explicaría la mayoría de la reducción anual de los gastos monetarios. Los menores egresos por los rendimientos de estos depósitos se darían por la reducción de la tasa de remuneración¹⁵. Por otro lado, se estiman incrementos en los gastos corporativos, de billetes y monedas, y de pensionados de COP115 mm, COP37 mm y COP11 mm, respectivamente, lo que compensaría parcialmente la reducción de los egresos monetarios.

13 Concretamente, en la proyección de las utilidades para 2023 presentada en el *Informe al Congreso* de marzo de 2023 se estimaron utilidades por COP11.004 mm, en tanto que en el *Informe* de julio de ese mismo año esa cifra se actualizó a COP8.408 mm, para finalmente observarse un resultado de COP9.226 mm.

14 A lo largo de esta sección, el presupuesto para 2023 se refiere al aprobado el 16 de diciembre de 2022 y revisado el 31 de agosto de 2023 por la Junta Directiva.

15 El supuesto de tasa de interés de política de esta proyección corresponde a la mediana de la encuesta mensual de expectativas de analistas económicos realizada por el Banco en noviembre de 2023, y no corresponde a una postura de la JDBR.

6.3 Constitución de reservas y distribución de utilidades

De acuerdo con el marco legal del Banco contenido en la Constitución Política, la Ley 31 de 1992 y sus Estatutos, el remanente de las utilidades, una vez descontada la inversión neta en activos para la actividad cultural y apropiadas las reservas estatutarias, será de la Nación. Con base en lo anterior, el proyecto de transferencia de utilidades al Gobierno propuesto a la JDBR en febrero de 2024 tuvo en cuenta las siguientes consideraciones:

1. Los resultados del ejercicio del año 2023 por COP9.226 mm.
2. La no utilización ni constitución de reservas patrimoniales, de acuerdo con la Ley 31 de 1992 y con los Estatutos del Banco¹⁶.
3. La inversión neta en activos culturales en 2023 por COP10 mm, valor que debe ser descontado de la utilidad a transferir al Gobierno Nacional, según el párrafo del artículo 62 de los Estatutos del Banco¹⁷.

Teniendo en cuenta lo anterior, el 29 de febrero de 2024 la JDBR aprobó el proyecto de distribución de utilidades, por lo que a finales de marzo el Banco trasladará al Gobierno Nacional COP9.217 mm (Cuadro 6.4).

Cuadro 6.4
Distribución de utilidades
(miles de millones de pesos)

	Distribución de utilidades en 2024
A. Resultados 2023	9.226
Resultados del ejercicio año 2023	9.226
B. Más utilización de reservas patrimoniales	0
C. Menos constitución de reservas patrimoniales	0
D. Menos otras deducciones	10
Inversión neta en bienes para la actividad cultural	10
Resultado neto a favor del Gobierno Nacional: A + B - C - D	9.217

Fuente: Banco de la República.

¹⁶ Expedidos mediante el Decreto 2520 de 1993.

¹⁷ De acuerdo con este artículo, la utilidad a transferir o la pérdida que resulte a cargo del Gobierno se define como el resultado de restar de los ingresos del Banco, tanto los egresos, incluyendo la depreciación, como los egresos destinados a atender el funcionamiento e inversión del Banco para el cumplimiento de sus funciones de carácter cultural y científico.

07/ El cambio climático y el Banco de la República

El Banco de la República incorporó el cambio climático¹ en su Plan Estratégico, 2022-2025. En cumplimiento con el plan estratégico el Banco ha desarrollado dos frentes de trabajo. El primero se concentra en las acciones inherentes a las funciones de banca central y custodio del patrimonio cultural, y el segundo incluye una serie de acciones para contribuir al entendimiento, adaptación y mitigación del cambio climático.

A continuación, se presentan algunos de los avances logrados en cada uno de los dos frentes de trabajo que ha abordado el Banco:

7.1 Acciones inherentes a las funciones de banca central y custodio del patrimonio cultural

El primer frente se concentra en garantizar la continuidad de las funciones que presta el Banco de la República al país como su banco central y como custodio de una parte importante de su patrimonio cultural, las cuales son las áreas misionales del Banco. En este frente, el Banco busca: 1) garantizar el cumplimiento de las funciones de banca central; 2) mejorar el entendimiento y el diseño de las políticas monetaria y cambiaria, y 3) salvaguardar el patrimonio arqueológico y artístico.

7.1.1 Avances en garantizar el cumplimiento de las funciones de banca central

El Banco de la República ha estado trabajando en el desarrollo de mecanismos que le permitan, frente a cualquier evento climático o natural, continuar ejerciendo sus funciones como banco central. Dichas funciones críticas incluyen la continuidad en los sistemas de pagos, la administración de las reservas internacionales y el suministro del efectivo. Adicionalmente, en el trasfondo, están los esfuerzos por mantener todos los servicios necesarios para continuar siendo el banquero del Gobierno y el banco de bancos.

Continuidad operativa

Un elemento que cubre todas estas funciones de forma transversal es garantizar que el Banco de la República sea capaz de reaccionar con la mayor celeridad, restableciendo los elementos necesarios, ante la presencia de cualquier disrupción. Para ello, el Banco ha desarrollado una estrategia denominada *continuidad de servicio*, la cual está diseñada para que la administración del Banco, desde los niveles más altos, emprenda las acciones necesarias para un restablecimiento de operaciones casi que de inmediato. En el desarrollo de este esquema de continuidad de servicio el Banco ha diseñado unos procedimientos especiales que activan todas las áreas afectadas, llevándolas a tener una respuesta concertada y coordinada. Este esquema cuenta con una revisión regular para la implementación de

1 Cambio climático: variación del estado del clima identificable (por ejemplo, mediante pruebas estadísticas) en las modificaciones del valor medio y/o en la variabilidad de sus propiedades, que persiste durante largos periodos, generalmente decenios o periodos más largos. El cambio climático es más que un calentamiento global: estamos experimentando cambios en la atmósfera, la superficie terrestre, el océano y los mantos de hielo. El calentamiento global ya ha causado cambios generalizados, rápidos e intensificados. Fuente: Grupo Intergubernamental de Expertos sobre Cambio Climático (IPCC, por su sigla en inglés).

ajustes, en caso de ser necesarios, para garantizar su adecuado funcionamiento. Dentro del esquema hay responsabilidades y líneas de mando claramente definidas, diseñadas para garantizar que las distintas áreas del Banco reaccionen de forma coordinada, siempre buscando que se restablezca y mantenga la continuidad en los servicios. Muchos de estos servicios operan de forma continua, todos los días de la semana y durante todas las horas del día (24/7), y requieren de constante monitoreo para mantenerlos fluyendo con la calidad de servicio que se espera del Banco de la República.

Otro elemento transversal de los esfuerzos del Banco ha sido la digitalización de su memoria histórica. Este esfuerzo va dirigido a conservar la historia documental de la institución mediante la digitalización de todo el archivo. Si bien esta copia de respaldo tiene asociados algunos riesgos relativos, es importante realizarla para tener una forma alterna de acceder a la información histórica del Banco en el caso de un evento extremo. En este sentido, el Banco de la República está digitalizando su Archivo Central y su Archivo Histórico; este último cuenta con documentos desde antes de 1923. La digitalización es adicional al archivo físico, el cual está localizado en instalaciones técnicamente habilitadas y dotadas con modernos sistemas de seguridad que garantizan la protección de la información. Adicionalmente, la información más valiosa cuenta con una copia micrográfica o digital debidamente asegurada. La documentación más reciente (siglo XXI) está 100% digitalizada; el acervo histórico (siglos XIX y XX), cuya organización finalizó el año anterior, se comenzará a digitalizar a partir de este año con miras a concluir a más tardar en 2030. En abril de 2024 se pondrá al servicio del público un catálogo de consulta que estará disponible a través del portal web y del portal cultural del Banco.

Una piedra angular del esquema de continuidad de servicio y de la digitalización es el correcto funcionamiento de los sistemas de computación del Banco. Estos incluyen tres nodos: el principal, ubicado en Cota; el secundario, ubicado en la Central de Efectivo de Bogotá, y el terciario, ubicado en Barranquilla. Dentro de los esfuerzos recientes hechos por el Banco, el nodo principal fue movido del Edificio Principal en Bogotá a un nuevo sitio en Cota. Además de estar menos expuesto a riesgos climáticos, esta ubicación cuenta con tecnología de punta, significativamente más resiliente a los efectos de cualquier evento climático o desastre. Con este cambio se aumentó la distancia con respecto al centro de cómputo ubicado en la central de efectivo, lo cual reduce la probabilidad de tener afectaciones simultáneas, ampliando la cobertura ante escenarios de desastre. Adicionalmente, este nuevo centro cumple con altos estándares internacionales (conocidos como TIER III), que buscan garantizar su seguridad y control de acceso, suministro y respaldo eléctrico, para mejorar la disponibilidad de los servicios.

Un tema transversal adicional es el manejo del reto que representa el aumento de la actividad sísmica. Aparte de haber trasladado las centrales de cómputos a ubicaciones menos expuestas, el Banco ha avanzado en los diagnósticos de sismorresistencia de sus inmuebles a nivel nacional para la definición de planes de acción en procura de salvaguardar la integridad de los funcionarios(as) y visitantes. En el diseño de estos planes está incorporando el uso de tecnología de alto desempeño en la gestión de la información, de energía y agua, buscando edificaciones con criterio sostenible, lo cual forma parte de los objetivos del Plan Estratégico, 2022-2025.

Sistemas de pagos

Continuidad en los sistemas de pagos. Los servicios críticos que presta el Banco de la República en los sistemas de pagos incluyen: 1) el sistema de compensación de cheques (Cedec-CCSD), en el cual se hace la compensación de instrumentos de pagos; 2) el sistema de compensación electrónica nacional interbancaria (Cenit), en el cual se compensan, especialmente, las órdenes de transferencia del Gobierno

Nacional; 3) el Depósito Central de Valores (DCV), el cual registra las tenencias de los títulos de deuda pública; 4) el sistema de cuentas de depósito (CUD), en el cual operan los pagos de alto valor; 5) el sistema electrónico de negociación de títulos de deuda pública (SEN), y 6) próximamente el sistema de pagos inmediatos de bajo valor. Adicionalmente, el Banco tutela la operación de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte, en la cual se hacen diversas transacciones del mercado financiero y cambiario, al tiempo que provee liquidez intradía a las entidades financieras autorizadas que lo solicitan. Todos estos sistemas son altamente dependientes de los recursos computacionales del Banco, motivo por el cual tanto la seguridad como la confiabilidad merecen una cercana atención por parte de la entidad. El Banco ha hecho un ejercicio para observar los riesgos que el cambio climático representa para estas funciones y está tomando las medidas que considera relevantes para mitigarlos. Estas medidas incluyen la modernización de algunos de los sistemas que se utilizan, así como las acciones mencionadas para garantizar la resiliencia de los sistemas del Banco ante cualquier evento extremo.

Administración de las reservas internacionales

El Banco enfrenta el riesgo de que algunas de sus inversiones de las reservas pierdan valor por cuenta del cambio climático. Es lo que ha venido a denominarse “activos varados”, es decir, aquellos cuyo valor se deteriora por movimientos en los mercados internacionales derivados del cambio climático. El caso típico es la pérdida de valor de los activos que tienen como emisor o como respaldo a una entidad dedicada a actividades “marrones”, es decir, aquellas que generalmente se perciben como significativamente perjudiciales y que contribuyen al calentamiento global o la destrucción de la biodiversidad. La expectativa a nivel internacional es que estos activos pierdan valor a medida que las preferencias en los mercados internacionales se tornen más “verdes” y menos dispuestos a tomar aquel tipo de riesgos. Para manejarlo, el Banco de la República regularmente califica los activos en los cuales tiene invertidas las reservas internacionales, bien sea por inversiones directas o por inversiones por intermedio de las firmas administradoras que tiene contratadas para la administración de sus reservas. Estas calificaciones están basadas en criterios internacionales a partir de los balances y los informes de los emisores de los activos. Al observar las ponderaciones de todos estos activos, el Banco califica su propio portafolio, e identifica aquellos activos que son “marrones” o que tienen alguna posibilidad de serlo, monitoreando su desarrollo e informando al Comité de Reservas del Banco. Esto le permite identificar el grado de exposición a este tipo de activos en los portafolios que administra y realizar un seguimiento cercano. Por otra parte, los activos verdes internacionales son inversiones elegibles para las reservas internacionales, y los administradores de los portafolios los pueden adquirir dependiendo de sus perspectivas frente a la liquidez, seguridad y rentabilidad de sus inversiones.

El suministro de efectivo

El Banco de la República ha desarrollado acciones para hacerle frente a los eventos climáticos que pueden conllevar el cumplimiento de sus obligaciones como banco de emisión. El Banco tiene la responsabilidad de poner a disposición del público, por intermedio del sistema bancario, los billetes y las monedas (efectivo) que demande el público, es decir, la economía colombiana. Dicha obligación la cumple produciendo una buena parte de los billetes y las monedas que utilizan los colombianos, teniendo que importar solo una porción pequeña de la demanda. Aparte de la producción e importación, el Banco tiene la obligación de hacer llegar el efectivo a las distintas regiones del país. Para hacerlo, cuenta con varias agencias con tesorería en las cuales se hace entrega del efectivo a las entidades bancarias que lo soliciten y que cuenten con los recursos necesarios en el CUD. En aquellos sitios donde el Banco no cuenta con tesorerías, se acude a compañías

transportadoras de valores para hacer el envío del efectivo requerido. Esta actividad de envío, bien sea a tesorería o a lugares atendidos por las transportadoras, implica riesgos de seguridad y de posibilidad. En el caso específico de la posibilidad, el Banco cuenta con una estrategia y una red de contratos que le permiten recurrir a vías alternas para el envío del efectivo. Así, frente a un derrumbe, puede optar por utilizar vías terrestres alternas u otros modos de transporte, como la vía aérea y la marítima. Estos contratos se han revisado para hacerle frente a los riesgos climáticos, especialmente los efectos de los derrumbes, los cuales constituyen el riesgo más retador. Vale destacar que esta obligación de suministro de efectivo permanece aun cuando haya condiciones de afectación severa de las condiciones de prestación de los servicios públicos.

7.1.2 Avances en mejorar el entendimiento y el diseño de las políticas monetaria y cambiaria

El cambio climático representa un reto importante para los paradigmas tradicionales que se han utilizado en el diseño e implementación de las políticas monetaria y cambiaria. Por una parte, los choques de oferta que trae consigo el cambio climático implican que los modelos basados exclusivamente en la demanda agregada no son exactamente aplicables. Estos choques pueden provenir, por ejemplo, de los impactos del clima sobre la producción agropecuaria. También pueden afectar aspectos claves tales como los bienes de capital, las migraciones, el transporte y sus vías, y el gasto público y su financiación, particularmente la inversión. Además, pueden surgir fenómenos externos que reflejen la adaptación de otras economías al riesgo, con conductas tales como una menor demanda por combustibles fósiles o bienes primarios provenientes de zonas de deforestación. Esto implica transiciones complejas en los mercados de exportación y en los patrones de producción de bienes y servicios con efectos macroeconómicos complejos. Entre ellos están los efectos que trae consigo la transición de nuestras exportaciones desde una base de combustibles fósiles hacia unas exportaciones más diversificadas que busquen explotar nuestras riquezas naturales complementarias a las tecnologías verdes, y utilizar nuestro talento humano más intensivamente y con una mayor contribución de valor agregado.

El Banco de la República, dentro de su espíritu de cambio, está trabajando prospectivamente para adaptar sus herramientas de política a los retos que nos trae este fenómeno ambiental. En este sentido, estructuró una agenda de investigación enfocada en contribuir a la comprensión de los efectos del cambio climático sobre la economía colombiana. Esta agenda comprende dos líneas de investigación. La primera se concentra en el análisis de los riesgos físicos del cambio climático. En particular, esta agenda estudia los efectos de choques del clima sobre variables que caracterizan la actividad económica. Por ejemplo, el nivel de precios, la producción de alimentos, la generación de energía, la disponibilidad de capital físico, la inversión en prevención de desastres naturales y el comercio internacional, entre otros. Además, se proponen metodologías para incorporar estos choques climáticos en los modelos de pronóstico macroeconómico. La segunda línea de investigación se concentra en el estudio de los riesgos de transición. En particular, uno de estos estudios se enfoca en el impacto de la descarbonización de la economía global sobre el desempeño fiscal, comercial y cambiario del país.

Para estos propósitos, el Banco está trabajando con las entidades multilaterales que apoyan a nuestro país, tales como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco de Pagos Internacionales (BPI), la Banco de Desarrollo de América Latina y el Caribe (CAF) y el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (Cemla), entre otros. A manera de ejemplo, el Banco elaboró un documento de política con el acompañamiento del Cemla y otros bancos centrales de la región. Este evalúa, usando un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico (DSGE) con política monetaria, el efecto del cambio climático y de aumentos en el impuesto

al carbono sobre el PIB potencial, la tasa de interés natural, la tasa de cambio real de equilibrio, la inflación y la reacción de política monetaria. Adicionalmente, el Banco forma parte del Centro de Riesgo Financiero Climático² y de la red organizada por el Banco de Pagos Internacionales sobre el impacto macrofinanciero del cambio climático y la degradación ambiental. En este contexto, funcionarios del Banco han participado en capacitaciones, conferencias y grupos de trabajo. El Banco también ha invertido en la capacitación de sus funcionarios para la elaboración de modelos macroeconómicos que cuantifiquen los efectos del cambio climático y de las políticas de transición sobre las variables macroeconómicas³.

El Banco ha establecido una particular relación con la Red de Enverdecimiento del Sistema Financiero (NGFS, por su sigla en inglés⁴), que reúne una buena cantidad de bancos centrales y autoridades de supervisión y regulación financieras. Sus miembros, conscientes de los retos que representa el cambio climático, han creado distintos grupos de trabajo que estudian una variedad de aspectos en los cuales los bancos centrales y los reguladores pueden actuar para mitigar o prevenir los efectos negativos del cambio climático. Uno de los más activos y relevantes para el diseño de un nuevo paradigma para el manejo de las políticas monetaria y cambiaria es el Grupo de Modelos, en el cual el Banco de la República ha participado activamente. Esta participación incluye unas notas que se van a incluir en un próximo documento del subgrupo de riesgos de transición, en la cuales se bosqueja el reto que enfrentan las economías emergentes, como la colombiana, para abordar una transición en la demanda de sus exportaciones e ingresos fiscales. Además de estas contribuciones, el Banco ha participado en todas las reuniones virtuales que ha tenido este grupo, así como en la reciente reunión presencial que tuvo lugar en Londres en noviembre de 2023.

7.1.3 Avances en salvaguardar el patrimonio arqueológico y artístico

El Banco de la República reconoce el enorme valor patrimonial para los colombianos de las colecciones bibliográfica, arqueológica, etnográfica, de arte, numismática, filatélica y de instrumentos musicales que custodia y gestiona. Aun cuando esta es una función que no es típica de los bancos centrales, sí ha tomado un papel central en el Banco de la República como institución de Colombia desde los años treinta. Por este motivo, ha establecido estrategias para conservar este patrimonio cultural ante los riesgos que pudieran derivar del cambio climático.

El proyecto de preservación digital del área cultural del Banco de la República estableció lineamientos técnicos de digitalización de colecciones (Cuadro 7.1). Esto con el fin de facilitar su divulgación y su puesta al servicio de diversos públicos, así como su conservación preventiva. Para este propósito está transfiriendo el material análogo a digital para preservar el original y garantizar el acceso a su contenido en caso de afectación. Estos procesos técnicos incluyen la digitalización, la microfilmación y la transferencia de formatos sonoros y audiovisuales análogos a digitales. Se destacan algunos fondos digitales que preservan el patrimonio digitalizado y nativo digital de regiones con alta vulnerabilidad climática: la colección sonora del Centro de Memorias Orales con relatos grabados en San Andrés, Providencia y Santa Catalina, así como las piezas musicales creadas por jóvenes en la sala de prácticas musicales de Buenaventura. Igualmente, el archivo de Orlando Fals Borda: historia de la Costa Atlántica, disponible en físico en el centro cultural de Montería, y con posibilidad de envío de copias digitales para consulta en otras ciudades. La colección de archivos digitalizados en los últimos años que se preservan

2 Este centro es manejado por el Cemla, UNEP y Euroclima.

3 Estas capacitaciones se han realizado en el Cemfi, Cemla y FMI.

4 Network Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System (NGFS)

Cuadro 71
Digitalización por tipo de colección

Colección	Cantidad	Avance de digitalización	
		Cantidad	Porcentaje
Arqueológica	53.928	53.928	100,0
Artes plásticas	6.627	6.627	100,0
Etnográfica	290	290	100,0
Filatelia	Banco	35.155	100,0
	Comodato	435.218	88,76
Instrumentos musicales	85	85	100,0
Numismática	18.383	12.069	65,65
			Cantidad
	Digitalización		2.872.004
	Microfilmación y relavado		14.348
Bibliográfica	Transferencia análogo a digital y/o duplicación de grabaciones sonoras		14.645
	Transferencia análogo a digital y/o duplicación de audiovisuales		10.980

Fuente: Banco de la República.

físicamente en Bogotá se puede consultar digitalmente desde cualquier ciudad de la red; esta incluye: los libros contables de Rafael del Castillo & Co. (1861-1909), el periódico *La Crónica* del Quindío, los negativos del archivo fotográfico Alberto Lenis Burchhardt y el diario *La Patria* de Manizales, entre otros. Respecto a las colecciones arqueológica, etnográfica, de arte, numismática, filatélica y de instrumentos musicales, los usuarios pueden explorar parte de las colecciones a través del portal banrepcultural.org.

Plan de Salvamento de Colecciones. Frente al riesgo de pérdida o deterioro en caso de que ocurra una emergencia, el Banco cuenta con un Plan de Salvamento de Colecciones (PSC) en el cual se categorizan los diferentes tipos de emergencia en el marco de tres escenarios: terremoto, fuego y agua. Con base en estos escenarios, el PCS determina qué, cuándo, quiénes, cómo y dónde se resguardan las colecciones del Museo del Oro, la Unidad de Artes y Otras Colecciones y del Departamento de Red de Bibliotecas, y define un plan de recuperación que permita retornar a la normalidad.

El PSC establece cuatro categorías para las cuales se han identificado las piezas de las colecciones asociadas:

- **Prioridad máxima:** identifica los objetos y obras principales de cada colección, cuya afectación o pérdida tendría un elevado impacto para la institución y el patrimonio nacional.
- **Prioridad alta:** identifica los objetos y obras que, por su valor histórico, patrimonial, documental, artístico o económico, deben ser prioritariamente salvadas o protegidas.
- **Prioridad media:** detalla los objetos y obras que revisten gran importancia para la colección, pero su afectación o pérdida no causaría un impacto tan grave para la misma, en relación con las dos primeras categorías.

- **Dificultad:** objetos y obras de importancia para la colección, pero que, por sus dimensiones, peso, tipo de montaje o por su volumen, solo podrían retirarse del lugar en el que se encuentran con ayudas mecánicas, por personal especializado o si se tiene suficiente tiempo para el salvamento.

Saberes ancestrales y patrimonio natural ancestral. El Banco valora los saberes ancestrales y contemporáneos de las comunidades étnicas de Colombia para mantener viva la biodiversidad, mejorar nuestro entendimiento sobre cómo interactuar con la naturaleza y proteger los territorios. Dentro de estos esfuerzos, el Banco de la República cuenta con varias iniciativas. El Museo Etnográfico de Leticia, renovado en 2015, cuenta con una chagra indígena y una huerta de plantas medicinales donde se comparten los saberes asociados a los ciclos de siembra y cosecha, así como el papel de las mujeres en el manejo de las plantas amazónicas. El Jardín Arqueobotánico del Museo del Oro Quimbaya en Armenia, abierto en 2022, fue diseñado a partir de investigaciones arqueobotánicas que dan cuenta de las relaciones de las poblaciones antiguas que habitaron esta región con el mundo vegetal. Busca contribuir al conocimiento, la recuperación y la revalorización de saberes sobre semillas ancestrales de plantas alimentarias y medicinales, así como al fortalecimiento de la soberanía alimentaria de las poblaciones rurales del Cauca Medio. Desde 2023, el Centro Cultural de Ipiales lidera un proyecto sobre las semillas, las plantas, el cultivo y el cuidado del alimento que propone entender sus interconexiones, y entre la medicina tradicional, la espiritualidad, la autonomía alimentaria, el cambio climático y las formas en que las comunidades se comprometen con la curación de nuestros territorios. En 2024 el proyecto se fortalecerá con programación para su divulgación en trece ciudades de la red cultural.

7.2 Acciones para contribuir al entendimiento, adaptación y mitigación del cambio climático

Además de las destinadas a garantizar el cumplimiento de sus funciones misionales, el Banco también está adelantando otras acciones que buscan contribuir a disminuir su impacto ambiental, y a mejorar el entendimiento de los efectos del cambio climático sobre el país. Con esta contribución, el Banco quiere ayudar a la búsqueda de soluciones de adaptación que minimicen los impactos negativos y que les permitan a los colombianos enfrentar exitosamente esta nueva realidad climática. En este frente el Banco busca: 1) reducir el impacto ambiental de su actividad; 2) contribuir a un mejor entendimiento de las consecuencias del cambio climático en la economía, y 3) desarrollar actividades de sensibilización sobre el cambio climático y la preservación del medioambiente a través de su agenda cultural.

7.2.1 Avances en la gestión ambiental de la actividad del Banco de la República

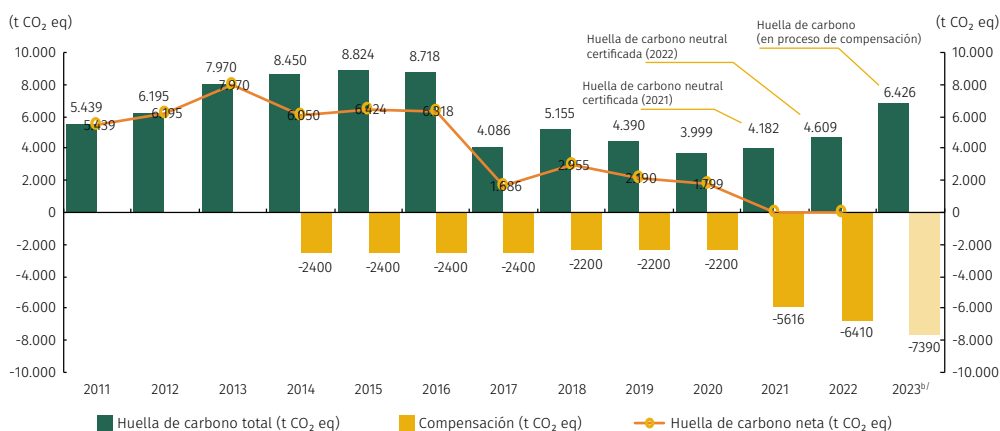
En un esfuerzo por contribuir a disminuir los riesgos de cambio climático derivados de su gestión como entidad, el Banco de la República ha desarrollado distintas actividades. Estas incluyen un esfuerzo por disminuir su huella de carbono, así como la obtención y el compromiso por mantener su certificación como carbono neutro, siguiendo estándares internacionales.

En 2023 el Banco de la República recibió la certificación como organización carbono neutro por la gestión en reducción de emisiones de gases de efecto invernadero (GEI⁵) y la remoción de GEI emitidos a la atmósfera. Acorde con la definición del

5 El GEI se define como el componente gaseoso de la atmósfera, tanto natural como antropogénico, que absorbe y emite radiación a longitudes de onda específicas dentro del espectro de radiación infrarroja emitida por la superficie de la Tierra, la atmósfera y las nubes.

Banco de ser una organización sostenible y baja en carbono, y luego de un trabajo continuo, el Banco recibió las certificaciones de carbono neutro para los años 2021 y 2022, bajo las exigencias de la norma internacional PAS 2060:2014⁶. Esto evidencia que el Banco estableció objetivos de reducción de emisión de GEI, los gestionó y logró las metas propuestas, y que realizó las remociones de GEI de la atmósfera en cantidades superiores a los GEI generados. El inventario de emisiones de GEI del Banco fue verificado y encontrado conforme según la ISO 14064-1:2018⁷. El Gráfico 7.1 presenta el desempeño de la huella de carbono y de su compensación.

Gráfico 7.1
Huella de carbono total: Banco de la República^{a/}
Toneladas (t) de CO₂ equivalentes al año



a/ Con alcance a todas las instalaciones del Banco en el país, donde se tiene control operativo.
b/ Huella de carbono para año 2023, calculada con valores de factor de energía incrementados por generación de electricidad mediante centrales termoeléctricas debido a disminución de agua en embalses por presencia de fenómeno de El Niño.
Fuente: Banco de la República.

Para remover los GEI de la atmósfera, el Banco emplea soluciones basadas en la naturaleza, mediante la siembra y el mantenimiento de individuos vegetales de especies nativas en predios de interés ecológico, de propiedad de entidades gubernamentales. Estas plantaciones de especies, como los manglares a partir de 2025, además de absorber el dióxido de carbono (CO₂), contribuyen a la protección de las fuentes de agua que darán origen a los ríos y abastecerán a los acueductos, ayudarán a la protección y recuperación del suelo y a alimentar la fauna silvestre.

En 2023 el Sistema de Gestión Ambiental del Banco (SGA) fue recertificado bajo la norma ISO 14001:2015⁸. Lo anterior, por haber demostrado que el SGA es consistente, adecuado, se aplica y ha permitido, mediante el desarrollo de sus programas, el cumplimiento de los objetivos ambientales. Se destacan los programas de eficiencia energética y de agua, en los cuales se ha fortalecido la eficiencia como una combinación de gestión, de automatización y uso de *software* especializado.

6 La PAS 2060:2014, denominada “Estándar de neutralidad de carbono y certificación”, es la norma del British Standard Institute que tiene una metodología internacionalmente reconocida para evaluar la huella de carbono generada y compensada por una organización.
7 La norma ISO 14064-1:2018, denominada “Gases de Efecto Invernadero, Parte 1: Especificación con orientación, a nivel de las organizaciones, para la cuantificación y el informe de las emisiones y remociones de gases de efecto invernadero”, detalla los principios y requisitos para el diseño, desarrollo y gestión de inventarios de GEI para organizaciones, y para la presentación de informes sobre estos inventarios.
8 La ISO 14001:2015, denominada “Sistemas de Gestión Ambiental: requisitos con orientación para su uso”, tiene como objetivo proporcionar a las organizaciones un marco de referencia para proteger el medioambiente y responder a las condiciones ambientales cambiantes, en equilibrio con las necesidades socioeconómicas.

El Banco ha venido ejecutando diferentes proyectos que incorporan criterios de sostenibilidad, enfocados a reducir el consumo energético y de agua, lo cual disminuye la huella de carbono, al tiempo que mejora la eficiencia energética de la infraestructura del Banco. Dentro de los proyectos implementados en la entidad en el periodo 2022 y 2023, se encuentran:

- Reposición de aire acondicionado (AA): este proyecto tiene como objeto garantizar condiciones de temperatura de confort aplicando AA solamente en las áreas donde los empleados trabajan y los usuarios hacen uso de los servicios, mientras que en las áreas de circulación se ha implementado la arquitectura bioclimática.
- Proyectos de aprovechamiento de aguas lluvias: está enfocado a disminuir los consumos de agua en edificios, mediante la recolección de aguas lluvias desde las cubiertas y su almacenamiento, para ser aprovechadas en servicios sanitarios y riego de zonas verdes.
- Reposición de iluminación: este proyecto está dirigido a mejorar las condiciones de iluminación de los edificios del Banco, disminuir consumos energéticos y costos de mantenimiento, al utilizar luminarias LED de mayor eficiencia y vida útil.
- Reposición de plantas de emergencia: cambio de equipos que han llegado al final de su vida útil, reemplazándolos por generadores de mayor eficiencia, menor consumo de combustible y menores emisiones de CO₂.
- Sistema de generación fotovoltaica: proyecto de generación eléctrica mediante instalación de paneles solares en trece instalaciones, dimensionando estratégicamente la carga total de los paneles instalados, para garantizar que toda la energía fotovoltaica sea consumida por la edificación.
- Medición inteligente: se ejecutó la primera y segunda fase del proyecto que permite la instalación de una red nacional para el monitoreo en tiempo real de los consumos energéticos y de agua, creando la capacidad de actuar en forma remota y en tiempo real para optimizar los consumos.

7.2.2 Avances en el entendimiento de los efectos del cambio climático sobre el país

El Banco de la República estructuró una agenda de investigación enfocada en contribuir a la comprensión de los efectos del cambio climático sobre la economía colombiana. Como parte del desarrollo de esta agenda, en 2022 y 2023 se publicaron once investigaciones y otras trece se encuentran actualmente en curso. Las investigaciones incluyen cuatro publicadas en revistas académicas internacionales que estudian temas como el impacto de los desastres naturales sobre las finanzas públicas municipales⁹, y el efecto de los choques de clima sobre el nivel de precios y las expectativas de inflación¹⁰. También, incluye una edición de la revista *Ensayos sobre Política Económica* (ESPE) acerca del impacto macroeconómico del

9 Véase Ayala-García, J.; Dall'erba, S.; Ridley, W. C. (2022). "El impacto y las externalidades de los desastres naturales sobre el recaudo tributario local en Colombia". *Regional Economics*; y Ayala-García, J.; Dall'erba, S. (2022). "El impacto de la inversión en prevención sobre los desastres naturales", *Papers in Regional Science*, 101(5), pp. 1087-1103.

10 Véase Parra-Amado, D.; Melo-Velandia, L. F. (2022). "Extreme Weather Events and High Colombian Food Prices: A Non-stationary Extreme Value Approach". *Agricultural Economics*, 53(S1), pp. 21-40 y Romero-Chamorro, J. V. (2023). "Weather Shocks and Inflation Expectations in Semi-structural Models". *Latin American Journal of Central Banking*, núm. 100112.

cambio climático¹¹ y otras seis investigaciones publicadas como documentos de trabajo en las series de Borradores de Economía y Documentos de Trabajo sobre Economía Regional y Urbana del Banco de la República, entre otros. Estas incluyen, por ejemplo, dos estudios que analizan la relación entre crecimiento económico, emisiones de GEI y reservas forestales¹²; dos estudios con análisis regionales sobre los desastres naturales y las necesidades de infraestructura para la adaptación a sus efectos¹³; un estudio sobre los efectos del cambio climático en la cuenta corriente de Colombia y otro sobre la inclusión de choques de clima en modelos de pronóstico macroeconómico¹⁴.

7.2.3 Avances en la divulgación cultural sobre el cambio climático

El Banco fortalece el componente de divulgación del patrimonio ambiental colombiano para contribuir a una transición en la visión frente al cambio climático.

Durante 2023 continuó el proyecto *El río: territorios posibles*, iniciado en 2021, con el objetivo de crear conciencia sobre los ríos como recurso fundamental para el desarrollo sostenible del país. A través de este proyecto se fomenta la construcción de lazos culturales en relación con los ríos y su preservación. Como parte del proyecto, en 2023 se inauguró la exposición *El Magdalena, una cuenca posible* en la Biblioteca Luis Ángel Arango (BLAA). Esta exposición circulará en diversas ciudades de la red cultural del Banco de la República.

Desde que inició el proyecto, se han realizado en las 29 ciudades de la red cultural cerca de 950 actividades con más de 7.000 asistentes para promover la comprensión de las cuencas hidrográficas y sus ecosistemas. En colaboración con “Se lo explico con plastilina”, se crearon videos animados titulados *Los saberes de la gente del río*, sobre las cuencas del Magdalena, Amazonas y Orinoco. Estos videos cuentan con más de un millón de visualizaciones y están pensados para diferentes públicos, incluyendo población sorda, pues cuentan con traducción a lengua colombiana de señas y subtitulación.

Adicionalmente, se han generado exposiciones temporales como *Tiempos de curación. Renovar el mundo desde el Amazonas*. Esta explora formas de entender la crisis climática global desde las cosmologías de los pueblos indígenas de la Amazonia colombiana, donde las comunidades trabajan por mantener el equilibrio en las relaciones entre los seres del mundo, a partir de prácticas sanadoras del planeta, que incluyen el cuidado del cuerpo individual y colectivo, así como del territorio y la memoria. Estará disponible hasta el 4 de agosto de 2024 en el Museo del Oro y en 2025 iniciará su itinerancia.

11 Bernal-Ramírez, J.; Ojeda-Joya, et al. (2022). “Impacto macroeconómico del cambio climático en Colombia”. *Revista Ensayos sobre Política Económica*, núm. 102, julio, pp. 1-62.

12 Véase Alonso-Sanabria, J. D.; Melo-Velandia, L. F.; Parra-Amado, D. (2023). “Revelando el papel crítico de las áreas forestales en medio del cambio climático: el caso latinoamericano”. *Borradores de Economía*, núm. 1254 y Alonso-Sanabria, J. D.; Melo-Velandia, L. F.; Parra-Amado, D. (2023). “Conectando los puntos: energía renovable, crecimiento económico, reforestación y emisiones de gases de efecto invernadero en Colombia”, *Borradores de Economía*, núm. 1252.

13 Véase Ayala-García, J.; Ospino-Ramos, K. (2023). “Desastres naturales en Colombia: un análisis regional”, *Documento sobre Economía Regional y Urbana*, núm. 317, y Bonet-Morón, J.; Aguilera-Díaz, M.; Reina-Aranza, Y. (2023). “Infraestructura para el desarrollo y la transformación social en Córdoba y Sucre”, *Documento sobre Economía Regional y Urbana*, núm. 322.

14 Véase Romero, J. V.; Naranjo-Saldarriaga, S.; Muñoz, J. A. (2023). “Assessing the Macroeconomic Impact of Weather Shocks in Colombia”, núm. 14-2023, Economics Section, *The Graduate Institute of International Studies*, y Agudelo-Rivera, C.; Granger-Castaño, C.; Sánchez-Jabba, A. (2022). “Los efectos esperados del cambio climático sobre la cuenta corriente en Colombia”, *Borradores de Economía*, núm. 1214.

La exposición *Sembrar la duda. Indicios sobre las representaciones indígenas en Colombia* reflexiona sobre la creación material e inmaterial de las comunidades indígenas del país, con un enfoque en el valor sagrado de la naturaleza. La museografía se produjo con materiales orgánicos, no tóxicos y reutilizables, junto con la Fundación Organismo, dedicada al rescate de arquitecturas tradicionales de los pueblos indígenas del país.

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

Riesgo de contraparte: para mitigar el riesgo de contraparte las operaciones se liquidan mediante mecanismos pago contra entrega, 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 ISDA¹. 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 Banco de la República 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 Banco de la República 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. A diciembre de 2023 el valor del tramo de corto plazo era USD 30.765,9 m, de los cuales USD 1.084,2 m corresponden al capital de trabajo y USD 29.681,8 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 activo que buscan generar una rentabilidad más alta que el índice de referencia³. A diciembre de 2023 el valor del tramo de mediano plazo ascendía a USD 23.976,4 m.

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.

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.

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 diciembre de 2023 el valor de mercado del tramo del oro en las reservas ascendía a USD 309,9 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 plazo. Se construyen índices diferentes para cada uno de estos tramos, con el fin de reflejar sus objetivos de inversión. Los índices sirven como marco de referencia para medir la gestión de cada uno de los portafolios. A continuación, se explica la forma como se construyen los dos índices de referencia.

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 diciembre de 2023 la composición cambiaria del índice del tramo de corto plazo era 81% dólares de los Estados Unidos, 8% dólares australianos, 7% dólares canadienses y 4% euros. Las restricciones de pérdida definidas para el tramo de corto plazo son: 1) tener retornos positivos en un horizonte de doce meses con un 95% de confianza, excluyendo el efecto cambiario, y 2) que el valor esperado de una posible pérdida en un horizonte de doce meses no supere el 1% del valor del tramo.

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

A diciembre de 2023 los índices de referencia definidos para ambos tramos tienen un nivel moderado de riesgo de mercado, con una duración efectiva del índice del tramo de corto plazo de 2,15 y del tramo de mediano plazo de 2,90. El Gráfico A1.1 muestra los índices de referencia aprobados para los tramos de corto y mediano plazos⁸.

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.

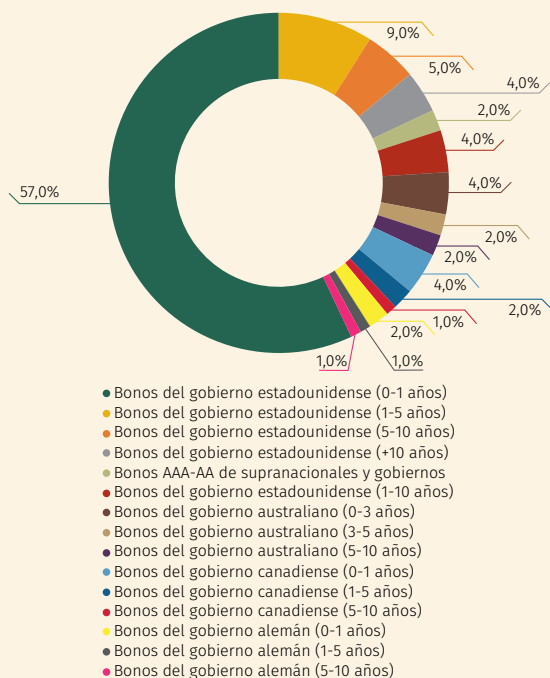
6 La descripción detallada de la metodología para la construcción del índice de referencia se encuentra en los recuadros “Explicación técnica de la metodología de construcción del índice de referencia” y “Restricciones de riesgo de mercado en el proceso de optimización” en los *Informes de Administración 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.

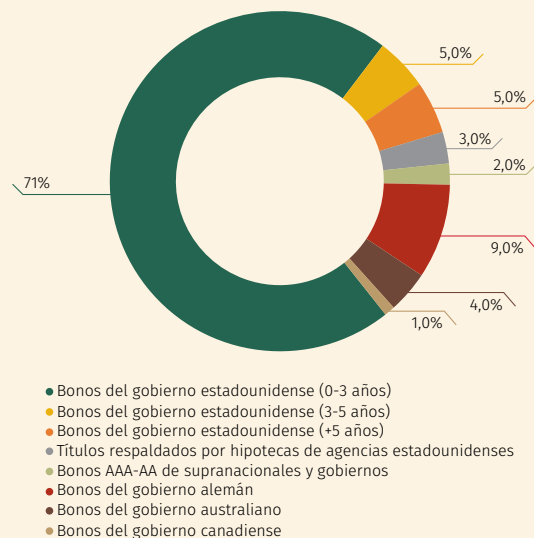
8 Para los diferentes sectores que componen el índice de referencia se utilizan los índices publicados por ICE data Indices.

Gráfico A1.1
Composición de los índices de referencia de los tramos de corto y mediano plazo
(información al 31 de diciembre de 2023)

A. Tramo de corto plazo



B. Tramo de mediano plazo



Fuente: Banco de la República.

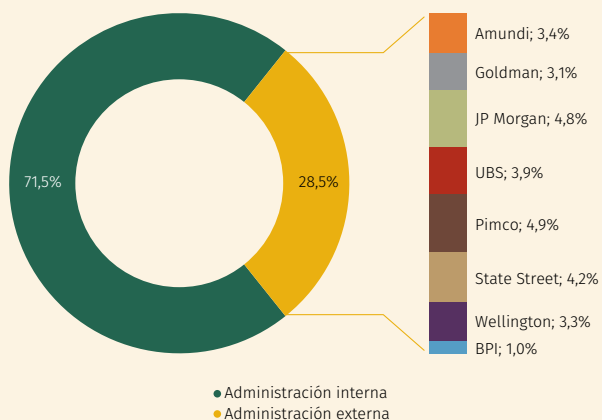
4. Programa de administración externa

El Banco de la República gestiona directamente el tramo de corto plazo, una porción del tramo de mediano plazo y el tramo del oro. El resto de los recursos del tramo de mediano plazo es gestionado por administradores externos de portafolios. Al finalizar diciembre de 2023 la porción del portafolio de inversión administrada internamente corresponde a USD 39.345,2 m (71,47% del portafolio de inversión), mientras que el programa de administración externa ascendía a USD 15.707,1 m (28,53% del portafolio de inversión).

Los principales propósitos de utilizar administradores externos son generar retornos superiores a los del índice de referencia y mejorar la diversificación del portafolio. En ese sentido, las firmas escogidas para participar en el programa tienen una alta capacidad de análisis de los mercados financieros y una infraestructura sofisticada que pueden ser aprovechadas para definir estrategias de inversión y para capacitar a los funcionarios del Banco en la gestión de inversiones internacionales, siendo este último otro objetivo del programa de administración externa.

Las firmas privadas que participan en el programa son escogidas mediante procesos competitivos y son evaluadas permanentemente. De acuerdo con los resultados obtenidos por cada administrador desde su contratación, se modifica el monto administrado o se revisa su continuidad en el programa. En la actualidad, las firmas privadas que participan en el programa de administración externa son: Amundi Asset Management, Goldman Sachs Asset Management, L.P., JP Morgan Asset Management (UK) Limited, Pacific Investment Management Company LLC, State Street Global Advisors Trust Company, UBS Asset Management (Americas) Inc., Wellington Management Company LLP (Gráfico A1.2). Los recursos que manejan estas entidades se encuentran en las cuentas de custodia del Banco de la República y los

Gráfico A1.2
Administración del portafolio de inversión
(información al 31 de diciembre de 2023)



Fuente: Banco de la República.

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 289,86 m) y un fondo de títulos emitidos por corporaciones no financieras (USD 279,04 m).